

# Wertmanagement im Mittelstand

DISSERTATION  
der Universität St. Gallen,  
Hochschule für Wirtschafts-,  
Rechts- und Sozialwissenschaften (HSG)  
zur Erlangung der Würde eines  
Doktors der Wirtschaftswissenschaften

vorgelegt von

**Kyros Khadjavi**

aus

Deutschland

Genehmigt auf Antrag der Herren

**Prof. Dr. Thierry Volery**

und

**Prof. Dr. Klaus Spremann**

Dissertation Nr. 3088

digiprint AG, Eschen 2005

Die Universität St. Gallen, Hochschule für Wirtschafts-, Rechts- und Sozialwissenschaften (HSG), gestattet hiermit die Drucklegung der vorliegenden Dissertation, ohne damit zu den darin ausgesprochenen Anschauungen Stellung zu nehmen.

St. Gallen, den 30. Juni 2005

Der Rektor:

Prof. Ernst Mohr, PhD

*Für Stephanie*



## **Vorwort des Verfassers**

Für die Unterstützung im Vorfeld und während der Dissertation danke ich meinem Doktorvater Prof. Dr. Thierry Volery. Neben der jederzeitigen Gesprächsbereitschaft und der hervorragenden Unterstützung hinsichtlich der Forschungsmethodik bin ich Prof. Volery vor allem für die themennahe Gestaltung der Rencontres de St. Gall 2004 – Wertgenerierung durch Unternehmertum und KMU, dankbar. Herzlicher Dank gilt auch Prof. Dr. Klaus Spremann für die Übernahme des Korreferats und seine wertvollen Beiträge zu finanzwissenschaftlichen Fragestellungen im Rahmen der Dissertation.

Besonderer Dank gilt meinen Gesprächspartnern im Rahmen der Fallstudien und deren Unternehmen. Ohne ihre Offenheit und Bereitschaft, auch unangenehme Fragen bestmöglich zu beantworten, wäre die Dissertation nicht in ihrer jetzigen, praxisnahen Form möglich gewesen. Besonders freut mich, dass alle drei Unternehmen seit den Fallstudien ihren teilweise ambitionierten Zielen noch näher gekommen sind.

Für die grosszügige finanzielle Unterstützung während der Dissertationszeit danke ich meinem damaligen Arbeitgeber, The Boston Consulting Group, ebenso wie für die vielen inhaltlichen Anregungen zum Themengebiet Wertmanagement, die ich in zahlreichen Diskussionen mit meinen damaligen Kollegen aufnehmen durfte.

Besonders danke ich meiner Familie, die mich während meiner gesamten Ausbildung materiell und mental unterstützt hat. Vor allen anderen danke ich meiner grossartigen Frau Stephanie, der diese Arbeit gewidmet ist. Ohne ihre Liebe, Entlastung und Unterstützung wäre diese Arbeit nicht möglich gewesen.

Küsnacht, im September 2005

Kyros A. C. Khadjavi



# Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis .....	I
Abbildungsverzeichnis.....	IX
Tabellenverzeichnis .....	XI
Abkürzungsverzeichnis.....	XIII
<b>1 Einleitung .....</b>	<b>1</b>
1.1 Problemstellung .....	1
1.2 Zielsetzung und angewandte Forschungsmethodik.....	3
1.3 Aufbau der Arbeit .....	5
<b>2 Wertmanagement .....</b>	<b>8</b>
2.1 Begriffsabgrenzung Wertmanagement .....	8
2.1.1 Ein Unternehmensziel .....	10
2.1.2 Unternehmenswertorientierung.....	13
2.1.3 Berücksichtigung anderer Anspruchsberechtigter (Stakeholder) .....	15
2.1.4 Wertmanagement als strategisches Führungsinstrument.....	17
2.2 Unternehmensbewertung als Entscheidungshilfe.....	18
2.2.1 Substanzwertorientierte Verfahren .....	19
2.2.2 Diskontierungsbasierte Verfahren .....	20
2.2.2.1 <i>Dividendendiskontierungsmodelle</i> .....	20
2.2.2.2 <i>Ertragswertverfahren</i> .....	20
2.2.2.3 <i>DCF-Verfahren</i> .....	21
2.2.2.4 <i>EVA-Diskontierung</i> .....	23
2.2.3 Marktwertorientierte Verfahren .....	24

2.2.4	Realloptionenbasierte Verfahren.....	26
2.2.5	Wissensbasierte Verfahren.....	29
2.3	Steigerung des Unternehmenswerts.....	32
2.3.1	Der Ansatz von Rappaport: DCF/SVA.....	34
2.3.2	Der Ansatz von Stewart: EVA <sup>®</sup> /MVA .....	36
2.3.3	Der Ansatz von Copeland/Koller/Murrin: Economic Profit (EP) und MVA .....	39
2.3.4	Der Ansatz von The Boston Consulting Group: CVA und TSR .....	40
2.3.5	Wertmanagement mittels Realloptionen.....	44
2.3.6	Balanced Scorecard.....	48
<b>3</b>	<b>Mittelständische Unternehmen .....</b>	<b>52</b>
3.1	Definition von mittelständischen Unternehmen .....	53
3.1.1	Probleme bei der Definition.....	53
3.1.2	Quantitative Merkmale: Abgrenzung gegenüber Kleinunternehmen.....	54
3.1.3	Qualitative Merkmale: Abgrenzung gegenüber Grossunternehmen .....	55
3.2	Organisationsökonomische Besonderheiten.....	58
3.2.1	Eigentumsverteilung und die Bedeutung des Unternehmers.....	58
3.2.2	Strategisches Management und Unternehmensführung .....	61
3.2.3	Finanzmanagement .....	63
3.3	Bedeutung der kleinen und mittleren Unternehmen (KMU).....	66
<b>4</b>	<b>Forschungsüberblick Wertmanagement in mittelständischen Unternehmen..</b>	<b>69</b>
4.1	Zum Wertbegriff in der KMU-Literatur .....	69
4.1.1	Kein einheitlicher Wertbegriff.....	70
4.1.2	Family Value.....	71
4.1.3	Customer Value.....	73
4.1.4	Social Value .....	75



4.2 Unternehmensbewertung in KMU.....	77
4.2.1 Der Ansatz von Then Bergh .....	78
4.2.2 Der Ansatz von Bremer.....	78
4.2.3 Der Ansatz von Tuller.....	79
4.2.4 Der Ansatz von de Visscher/Aronoff/Ward.....	81
4.2.5 Der Ansatz von Behringer.....	83
4.2.6 Der Ansatz von Achleitner/Bassen .....	84
4.2.7 Transaction Multiples .....	85
4.3 Studien zur Wertsteigerung in KMU.....	86
4.3.1 KMU-spezifische Werttreiber.....	86
4.3.2 Wertsteigerungsmodelle.....	88
4.3.3 Empirische Studien .....	91
4.4 Zusammenfassung und Stand der Praxis .....	93
<b>5 Induktive Kurzfallstudien zur Modellformulierung.....</b>	<b>97</b>
5.1 Zielsetzung und Vorgehensweise .....	97
5.2 Werterhalt: Fürst Thurn und Taxis Forstbetriebe (TTF) .....	102
5.2.1 Allgemeine Informationen zum Unternehmen .....	102
5.2.2 Unternehmensziele.....	104
5.2.3 Wertmanagement .....	106
5.2.4 Anforderungen an ein Managementsystem .....	110
5.2.5 Zusammenfassung.....	112
5.3 Generationenwechsel und Wachstumsprobleme: Wenko-Wenselaar GmbH .	113
5.3.1 Allgemeine Informationen zum Unternehmen .....	113
5.3.2 Unternehmensziele.....	115
5.3.3 Wertmanagement .....	118
5.3.4 Anforderungen an ein Managementsystem .....	122

5.3.5	Zusammenfassung.....	124
5.4	Fremdfinanziertes Wachstum: Q-Cells AG.....	125
5.4.1	Allgemeine Informationen zum Unternehmen .....	125
5.4.2	Unternehmensziele.....	127
5.4.3	Wertmanagement .....	129
5.4.4	Anforderungen an ein Managementsystem .....	132
5.4.5	Zusammenfassung.....	135
<b>6</b>	<b>Anforderungen an einen Managementansatz für mittelständische Unternehmen.....</b>	<b>136</b>
6.1	Wirtschaftlichkeitsrechnung als Bezugsrahmen.....	137
6.2	Kostenmanagement.....	141
6.2.1	Implementierungskosten .....	142
6.2.1.1	<i>Personalkosten</i> .....	<i>143</i>
6.2.1.2	<i>Sachkosten</i> .....	<i>144</i>
6.2.2	Laufende Mehrkosten .....	146
6.2.2.1	<i>Personalkosten</i> .....	<i>146</i>
6.2.2.2	<i>Sachkosten</i> .....	<i>147</i>
6.3	Nutzensteigerung .....	148
6.3.1	Ressourceneffizienz .....	151
6.3.1.1	<i>Kunden</i> .....	<i>151</i>
6.3.1.2	<i>Mitarbeiter</i> .....	<i>151</i>
6.3.1.3	<i>Zulieferer und deren Produkte</i> .....	<i>152</i>
6.3.2	Senkung der Kapitalkosten .....	152
6.3.2.1	<i>Unsicherheit und Transparenz</i> .....	<i>153</i>
6.3.2.2	<i>Zinsansprüche Fremdkapitalgeber</i> .....	<i>153</i>
6.3.2.3	<i>Renditeforderungen Eigenkapitalgeber</i> .....	<i>154</i>
6.3.2.4	<i>Anforderungen an Managementansatz</i> .....	<i>154</i>

6.3.2.5	<i>Quantifizierung des Nutzens</i> .....	155
6.3.3	Effektivität bei der Zielerreichung .....	156
6.3.4	Strategischer Nutzen .....	160
6.4	Zusammenfassung Anforderungskatalog an einen Managementansatz .....	162
<b>7</b>	<b>Konzeption eines integrierten Managementansatzes für mittelständische Unternehmen</b> .....	<b>167</b>
7.1	Normativ: Orientierung am finanziellen Wert für die Eigentümer (Eigentümerwert) .....	167
7.1.1	Notwendigkeit der primären Orientierung an den Eigentümerinteressen .....	167
7.1.1.1	<i>Empirische Erkenntnisse</i> .....	168
7.1.1.2	<i>Theoretische Argumentation</i> .....	171
7.1.2	Unternehmenswert als geeigneter Bezugsrahmen .....	175
7.1.2.1	<i>Orientierung am Unternehmenswert</i> .....	175
7.1.2.2	<i>Wertmanagementalternativen in mittelständischen Unternehmen</i> .....	177
7.2	Die Berechnung des Eigentümerwerts als Ausgangspunkt des Wertmanagementsystems .....	182
7.2.1	Hinweise für die Berechnung der Freien Cashflows .....	186
7.2.1.1	<i>Abgrenzung von betriebsnotwendigem und privatem Vermögen</i> .....	186
7.2.1.2	<i>Berücksichtigung eines kalkulatorischen Unternehmerlohns</i> .....	187
7.2.1.3	<i>Berücksichtigung von Investitionen, Abzugskapital und Einkommenssteuer</i> .....	188
7.2.2	Hinweise für die Berechnung des Restwerts .....	190
7.2.2.1	<i>Fortführung des Unternehmens wie im Planungszeitraum: DCF-Methode</i> .....	190
7.2.2.2	<i>Verkauf des Unternehmens: Multiples</i> .....	191

7.2.2.3	<i>Untere Grenze des Restwerts: Liquidationswert</i> .....	192
7.2.2.4	<i>Obere Grenze des Restwerts: Reproduktionswert</i> .....	193
7.2.3	Hinweise für die Berechnung der Kapitalkosten .....	193
7.2.3.1	<i>Ableitung der Eigenkapitalkosten eines mittelständischen Unternehmens...</i> .....	194
7.2.3.2	<i>...mit Hilfe des CAPM</i> .....	196
7.2.3.3	<i>... auf Basis einer individuellen Renditeforderung des Eigentümers</i> .....	202
7.2.3.4	<i>Bestimmung der Fremdkapitalkosten</i> .....	208
7.2.3.5	<i>Bestimmung der gewichtete Kapitalkosten (WACC)</i> .....	208
7.3	Eigentümergeorientierung durch quantitatives Management erfolgskritischer Ressourcen.....	210
7.3.1	Vom modifizierten DCF-Wert zur wertorientierten Unternehmenssteuerung.....	211
7.3.2	Externes Kapital als zentraler Erfolgsfaktor (das "klassische", kapitalbasierte Übergewinnverfahren).....	214
7.3.3	Die Kunden als zentraler Erfolgsfaktor .....	217
7.3.4	Die Mitarbeiter als zentraler Erfolgsfaktor .....	223
7.3.5	Die Lieferanten und ihre Produkte als zentrale Erfolgsfaktoren .....	229
7.3.6	Kernvermögen als zentraler Erfolgsfaktor.....	233
7.3.7	Verallgemeinerung des Ansatzes auf die erfolgskritische Ressource X237	
7.4	Entscheidungshilfe für die Verwendung des Wertmanagementansatzes .....	238
7.4.1	Die Wertmanagementmatrix für mittelständische Unternehmen .....	238
7.4.1.1	<i>Q-Cells: Kapitalorientierter Wertmaximierer</i> .....	240
7.4.1.2	<i>TTF: Kernvermögensorientierter Werterhalter</i> .....	241
7.4.1.3	<i>Wenko: Zulieferorientierter Wertsatisfizierer?</i> .....	242
7.4.2	Zusammenfassung Zuordnungskriterien für die Wertmanagement-Matrix .....	243
7.4.2.1	<i>Zuordnungshilfe normative Ebene</i> .....	243

7.4.2.2 <i>Zuordnungshilfe instrumentale Ebene</i> .....	247
<b>8 Zusammenfassung und Ausblick</b> .....	<b>249</b>
8.1 Zusammenfassung .....	249
8.2 Ausblick auf weitere Forschungsfelder .....	258
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	<b>260</b>



## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1-1: Aufbau der Arbeit.....	7
Abbildung 2- 1: Problem der gleichzeitigen Maximierung von Marktanteil und Gewinn.....	11
Abbildung 2- 2: Korrelation zwischen TBR und TSR .....	43
Abbildung 2- 3: Die vier Perspektiven der Balanced Scorecard .....	48
Abbildung 4-1: Systematik von Behringers modifiziertem Ertragswertverfahren.....	84
Abbildung 5-2: Systematik zur Evaluation des Wertmanagement-Status Quo in den Fallstudien.....	102
Abbildung 6-1: Entscheidungsbaum für die Einführung eines Managementansatzes .....	137
Abbildung 6-2: Einflussfaktoren Wirtschaftlichkeitsrechnung .....	141
Abbildung 6-3: Zwei Möglichkeiten für den Einsatz von Software.....	146
Abbildung 6-4: Systematisierung zur Identifikation der wichtigsten Einflussfaktoren .....	158
Abbildung 7-2: Möglichkeiten für Wertmanagement in mittelständischen Unternehmen.....	178
Abbildung 7-3: Berechnungsvorschlag für Freie Cashflows in mittelständischen Unternehmen.....	189
Abbildung 7-4: Auswirkungen unterschiedlicher Risikoprämien auf den DCF-Wert. ....	207
Abbildung 7-9: Kapitalorientierte Werttreiber .....	217
Abbildung 7-10: Kundenorientierte Werttreiber .....	221
Abbildung 7-11: Mitarbeiterorientierte Werttreiber .....	227
Abbildung 7-12: Lieferantorientierte Werttreiber .....	232
Abbildung 7-13: Kernvermögensorientierte Werttreiber .....	236
Abbildung 7-14: Wertmanagement-Matrix für mittelständische Unternehmen.....	239





## **Tabellenverzeichnis**

Tabelle 4-1: Bewertungsprozess nach Tuller.....	79
Tabelle 4-2: Einteilung von Risikokategorien nach Schilt.....	81
Tabelle 5-1: Übersicht Charakteristika der Fallunternehmen.....	98
Tabelle 5-3: Status Quo Wertmanagement bei den TTF .....	107
Tabelle 5-4: Status Quo Wertmanagement bei Wenko .....	120
Tabelle 5-5: Status Quo Wertmanagement bei Q-Cells .....	131
Tabelle 6-1: Kritische Ressourcen in den untersuchten Fallunternehmen .....	150
Tabelle 6-2: Priorisierung der Anforderungen an einen Managementansatz .....	163
Tabelle 7-1: Übersicht CAPM-basierte Gründe für eine Veränderung des Verzinsungsanspruches von Eigentümer-Unternehmern. ....	202
Tabelle 7-2: Zuordnung gängiger Ziele mittelständischer Unternehmen zum wertorientierten Bezugsrahmen .....	245



## Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Voller Ausdruck
$\Delta$	Relative(s) Änderung (Wachstum)
$\Delta\%$	Prozentuale(s) Änderung (Wachstum)
[...]	Auslassung in einem Zitat
AG	Aktiengesellschaft
BCF	Brutto Cashflow
Bd.	Band
Bsp.	Beispiel
bspw.	beispielsweise
bzgl.	bezüglich
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CF	Cash Flow
CFROI	Cash Flow Return on Investment
CV	Continuing Value
CVA	Cash Value Added
D	Deutschland
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
d.h.	das heisst
E	Earnings
EBIT	Earnings before Interest and Tax
EBITDA	Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings before Tax
EK	Eigenkapital
EP	Economic Profit

et al.	et altera
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EVA	Economic Value Added
evtl.	eventuell
f.	folgende
F&E	Forschung und Entwicklung
FCF	Free Cash Flow
ff.	fortfolgende
FK	Fremdkapital
g	Wachstumsrate
ggfs.	gegebenenfalls
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
IC	Invested Capital
i.d.R.	in der Regel
i.e.S.	im engeren Sinne
inkl.	inklusive
insb.	insbesondere
IT	Informationstechnologie
IR	Investor Relations
IRR	Internal Rate of Return
i.w.S.	im weiteren Sinne
J.	Jahr
Jg.	Jahrgang
k	Kapitalkosten
Kap.	Kapitel

KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
M&A	Merger & Acquisitions
MA	Mitarbeiter
max.	maximal
Max.	Maximierung
min.	minimal
Min.	Minimierung
mind.	mindestens
Mio.	Million(en)
Mrd.	Milliarde(n)
MV	Market Value
MVA	Market Value Added
n.E.	nach Ermessen
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes
NOPLAT	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes
NPAT	Net Profit After Tax
NPV	Net Present Value
Nr.	Nummer
NYSE	New York Stock Exchange
o.	oder
o.g.	oben genannten
o.V.	ohne Verfasser
p.a.	per annum
P	Price oder Preis einer Verkaufsoption (Put)
P/E	Price to Earnings
PR	Public Relations

r	Rendite
rel.	relative
REV	Revenue
rev.	revidierte
ROC	Return on Capital
ROI	Return on Investment
ROIC	Return on Invested Capital
ROS	Return on Sales
s.	siehe
S.	Seite
s.a.	siehe auch
sog.	sogenannt(e)
SV	Shareholder Value
SVM	Shareholder Value Management
t	Laufzeit
T	Planungshorizont
TBR	Total Business Return
teilw.	teilweise
Tsd.	Tausend
TSR	Total Shareholder Return
u.	und
u.a.	unter anderem
u.ä.	und ähnliche
u.U.	unter Umständen
überarb.	überarbeitete
UK	United Kingdom
USA	United States of America

USD	US-Dollar
usw.	und so weiter
v.	von
v.a.	vor allem
Var.	Variable
verb.	verbesserte
versch.	verschieden(e)
vgl.	vergleiche
Vj.	Vorjahr
WACC	Weighted Average Cost of Capital
z.B.	zum Beispiel
z.T.	zum Teil





# 1 Einleitung

Die Einleitung gliedert sich in drei Teile. Zunächst wird auf Basis der aktuellen, teilweise wissenschaftlich geführten Diskussion die Problemstellung identifiziert (Abschnitt 1.1). Darauf aufbauend legt Abschnitt 1.2 die Zielsetzung der Arbeit und die angewendete Forschungsmethodik dar. Abschnitt 1.3 gibt einen Überblick über den Aufbau der Arbeit.

## 1.1 Problemstellung

Auf den Titel der Dissertation reagierten Forschende und Praktiker mit wirtschaftlichem Hintergrund in der Regel auf zwei Arten:

1. "Warum sollte sich Wertmanagement in Grossunternehmen von demjenigen in KMU oder mittelständischen Unternehmen unterscheiden?" Oder
2. "Finanzorientiertes Wertmanagement ist auf mittelständische Unternehmen nicht übertragbar!"

Forschende aus dem Bereich der Finanzwissenschaften, Mitarbeiter von Unternehmensberatungen, Banken und Grossunternehmen tendierten zur ersten Reaktion. Forschende auf dem Gebiet der KMU und Mitarbeiter mittelständischer Unternehmen äusserten sich meistens im Sinne des zweiten Zitats.

Beide Reaktionen lassen sich erklären. In jüngerer Zeit beschäftigt sich der überwiegende Teil der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung mit Grossunternehmen. Dies gilt insbesondere für die Finanztheorie, aus der die Wertmanagementansätze (für börsennotierte Grossunternehmen) hervorgegangen sind. KMU gelten in diesen Disziplinen mitunter als "kleine Grossunternehmen". Theorien und Konzepte, die für die einen taugen, können für die anderen nicht falsch sein. Diese Wahrnehmung führt zur ersten Aussage.

Wirtschaftswissenschaftler im Bereich der KMU – deren Forschungsgebiet per definitionem von nicht nur quantitativen, sondern qualitativen Unterschieden zwischen KMU und Grossunternehmen ausgehen – lehnen eine Übertragung von in Grossunternehmen gültigen Theorien auf KMU oft ab. Im Falle des wertorientierten Managements auf Basis des Shareholder Value Ansatzes spricht zunächst vieles für die Argumente der KMU-Forscher.

Der Shareholder Value Ansatz von Rappaport basiert auf dem DCF-Modell, einer Bewertungsmethode, die für börsennotierte Unternehmen entwickelt wurde. Sie ist über

den Eigenkapitalkostensatz mit der Kapitalmarkttheorie (CAPM und Portfolio-Theorie) verknüpft.<sup>1</sup> Mittelständische Unternehmen sind nach der in der vorliegenden Arbeit vorgenommenen Definition nie börsennotiert, sondern befinden sich im Besitz eines Unternehmers und gegebenenfalls weiterer Familienmitglieder.<sup>2</sup> Daher sind kapitalmarktbasierende Modelle für den Einsatz in mittelständischen Unternehmen zunächst ungeeignet. Unterdiversifizierte Eigentümer illiquider Unternehmen(-steile) verhalten sich anders als rationale, perfekt diversifizierte Aktionäre, deren einziges Ziel ein ihrer Risikoaversion entsprechend günstiger Risiko-Rendite-Tradeoff ist – eine der fundamentalen Annahmen der Kapitalmarktmodelle. Im Gegensatz dazu wird in der KMU-Literatur immer wieder die besondere Bedeutung meta-ökonomischer Ziele mittelständischer Unternehmer hervorgehoben. Ihr Verhalten gegenüber Mitarbeitern und Gesellschaft gilt häufig primär moralisch. Darüber hinaus gibt es weniger formale Argumente, z.B. die schlechte Verfügbarkeit von Daten, fehlende finanzielle und intellektuelle Ressourcen zur Instrumentalisierung von Managementansätzen. Vor allem fehlt die Bereitschaft vieler Unternehmer, strategische Führungsinstrumente – seien sie nun wertorientiert oder nicht – in ihren Unternehmen einzuführen.

Auf der anderen Seite zeigen jüngste empirische Untersuchungen – welche durch die Ergebnisse der durchgeführten Fallstudien unterstützt werden –, dass mittelständische Unternehmer eine wertorientierte Sichtweise auf ihre Unternehmen zunehmend nicht nur zulassen, sondern dass die langfristige Unternehmenswertsteigerung zu einem ihrer wichtigsten Ziele avanciert ist.<sup>3</sup> Ursachen für die gestiegene Bedeutung der Unternehmenswertentwicklung liegen unter anderem in den sich ändernden Finanzierungsbedingungen externer Kapitalgeber (Stichwort Basel II)<sup>4</sup>, dem steigenden Wettbewerbsdruck durch die Globalisierung der Finanz- und Gütermärkte, sowie die im Rahmen der Nachfolgeproblematik<sup>5</sup> zahlreicher Unternehmen auftauchenden Bewer-

---

<sup>1</sup> Vgl. hierzu ausführlich Kapitel 2.2.2.3 und Kapitel 2.3.1.

<sup>2</sup> Vgl. Kapitel 3.1.

<sup>3</sup> Vgl. Kayser/Wallau (2003, S. 84).

<sup>4</sup> Zahlreiche, meist praxisorientierte Anleitungen sind in diesem Themenbereich entstanden. Hervorstechen u.a. Presber/Stengert (2002) und Keiner (2001).

<sup>5</sup> Das Institut für Mittelstandsforschung rechnet in seinem Bericht zu Nachfolgefällen in Familienunternehmen mit voraussichtlich 355.000 Übergaben innerhalb der nächsten fünf Jahre. Erfahrungsgemäss handelt es sich bei ca. 30% der Unternehmen um mittelgrosse Unternehmen. Im Jahr 2002 gab es alleine 71'000 Unternehmensübergaben, von denen 19,2% in Rahmen eines Verkaufs und 28,2% durch Übergabe an externe Führungskräfte oder eigene Mitarbeiter stattfanden. Vgl. IfM (2004).

tungsfragen. Wenn sich aber die Ziele der Unternehmer zumindest teilweise an diejenigen von reinen Finanzinvestoren angleichen oder die kapitalorientierte Sichtweise neben anderen an Bedeutung gewinnt, so muss im Sinne der ersten Aussage überprüft werden, warum man wertorientierte Managementansätze für Grossunternehmen nicht in KMU anwenden kann.

Die Wahrheit der beiden Aussagen liegt in der Mitte: In mittelständischen Unternehmen gibt es inzwischen eine Nachfrage nach theoretischen Antworten auf die Frage, wie der Unternehmenswert langfristig gesteigert werden kann. Gleichzeitig lassen sich die bestehenden Ansätze in ihrer jetzigen Form nicht auf dieses Unternehmenssegment übertragen. Ein erster Schritt der Forschenden im Bereich der KMU wurde im Herbst 2004 unternommen, als das KMU Institut der Universität St. Gallen für die renommierte KMU-Konferenz "Rencontres de St. Gall" das Thema "Value Creation in Entrepreneurship and SMEs" wählte. Die Diskussionen und die Ergebnisse der Konferenz sind teilweise in die Dissertation eingeflossen. Insbesondere wurde im Rahmen der Konferenz deutlich, dass eine Enttabuisierung des finanzorientierten Wertmanagements für mittelständische Unternehmen notwendig ist. Die Hemmungen, sich mit wertorientierten Fragestellungen auseinander zu setzen, sind bei vielen KMU-Forschern offensichtlich sehr viel höher als bei den Unternehmern selbst.

Es wurde deutlich, dass eine klare Nachfrage der Praxis besteht, der Fragestellung nachzugehen, ob und in welcher Form wertorientiertes Management in mittelständischen Unternehmen praktiziert werden kann – die bisherigen Antworten der KMU- und Wertmanagementforschung sind unzureichend. Diese Forschungslücke soll durch die geplante Dissertation *identifiziert, strukturiert* und zumindest *teilweise geschlossen* werden.

## **1.2 Zielsetzung und angewandte Forschungsmethodik**

Aus der geschilderten Problemstellung leitet sich die forschungsleitende Fragestellung der Arbeit ab: Können wertorientierte Managementansätze sinnvoll an die Bedürfnisse mittelständischer Unternehmen angepasst werden und welche Eigenschaften müssen solche Wertmanagementsysteme in Abhängigkeit bestimmter Unternehmer- und Unternehmenseigenschaften aufweisen?

Die vorliegende Arbeit verfolgt damit zwei Ziele. Eine Zielsetzung ist theoretisch-konzeptioneller Natur. Hier soll die Betriebswirtschaftslehre der kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) um wertorientierte Managementansätze und -systeme für mittelständische Unternehmen erweitert werden. In diesem Zusammenhang wird untersucht,

welche Ziele mittelständische Unternehmer mit ihren Unternehmen primär verfolgen und wie diese in einen wertorientierten Bezugsrahmen übersetzt werden können, der die Wertvorstellungen des Eigentümers widerspiegelt. Um das Unternehmen nach diesen Zielen steuern zu können, müssen sie messbar gemacht werden. Dafür werden bestehende Bewertungsansätze erweitert oder abgeändert, um vor allem den organisationsökonomischen Spezifika dieses Unternehmenssegments Rechnung zu tragen. Auf Basis der messbaren Zielgrösse müssen relevante – weil effektive und beeinflussbare – Einflussfaktoren auf das Ziel identifiziert, strukturiert und hierarchisiert werden.

Die Arbeit soll dabei jedoch nicht theoretisierend wirken, da gerade im Umfeld mittlerer Unternehmen eine *praktische Anwendbarkeit* gewünscht ist. Das wissenschaftstheoretische Grundverständnis einer anwendungsorientierten Betriebswirtschaftslehre nach Ulrich fordert, "dem Menschen ein wissenschaftlich fundiertes Handeln in der Praxis zu ermöglichen".<sup>6</sup> Im Rahmen dieser anwendungsorientierten Forschung werden Probleme der praktisch handelnden Menschen ausgewählt, für deren Lösung kein befriedigendes Wissen zur Verfügung steht.<sup>7</sup> Mit der konzeptionellen Weiterentwicklung bestehender Managementsysteme wird ein Gestaltungsmodell für die Veränderung der sozialen Wirklichkeit geschaffen.<sup>8</sup> Um dem Anspruch Ulrichs gerecht zu werden, soll die Arbeit also nicht abstraktes "Wissen" produzieren. Einerseits sollen anderen Forschern Möglichkeiten eröffnet werden, die formulierten Hypothesen zu testen und somit deren Wahrheitsgehalt zu überprüfen. Andererseits müssen die entwickelten Modelle aber auch einfach genug sein, damit sie direkt oder indirekt – z.B. über Kapitalgeber, Unternehmensberater, Steuerberater, etc. – in mittelständischen Unternehmen, deren Planungsbudgets oftmals sehr begrenzt sind, zum Einsatz kommen können. Dabei soll eine Entscheidungshilfe mittelständische Unternehmen bei dem Entschluss unterstützen, ob und in welcher Ausprägung Wertmanagement in ihren Unternehmen sinnvoll ist.

Aus diesen beiden Zielsetzungen leitet sich die angewandte Forschungsmethodik ab. Der Ansatz zur Beantwortung der Forschungsfragen ist einerseits *logisch-deduktiv*. Die theoretische Basis stellen der Shareholder Value Ansatz, teilweise die Stakeholder

---

<sup>6</sup> Vgl. Ulrich (1998, S. 179).

<sup>7</sup> Vgl. ebenda, S. 172.

<sup>8</sup> unterscheidet die folgenden Aussagemöglichkeiten der angewandten Betriebswirtschaftslehre: 1. Inhaltliche Lösungen für konkrete Probleme, 2. Lösungsverfahren für konkrete Probleme und 3. Gestaltungsmodelle für die Veränderung der sozialen Wirklichkeit sowie 4. Regeln für die Entwicklung solcher Gestaltungsmodelle. Vgl. ebenda, S. 172 ff.

Theorie und die Betriebswirtschaftslehre der kleinen und mittleren Unternehmen dar. In diesem Zusammenhang wird der erste – und bedeutendere – Pfeiler die *konkrete Forschungsleistung* der Dissertation sein, die vor allem die klassische "Schreibtischforschung" (*desk research*) im Bereich wissenschaftlicher Periodika und der einschlägigen Literatur im Bereich des Wertmanagements und der Betriebswirtschaftslehre der (kleinen und) mittleren Unternehmen beinhaltet. Eine zusätzliche wissenschaftliche Quelle war die Teilnahme an der international renommierten KMU-Forschungskonferenz *Rencontres de St. Gall 2004* zum Thema "Value Creation in Entrepreneurship und SMEs" im Herbst 2004. In einem logisch-deduktiven Prozess sollen in der Dissertation eine Reihe von Propositionen (bzw. Hypothesen) und ein Modell entwickelt werden, welches als Basis für empirische Untersuchungen im Rahmen weiterer Forschungsarbeiten dienen soll.

Um der praktischen Zielsetzung gerecht zu werden, wurde das Forschungsprojekt auf einen zweiten konzeptionellen Pfeiler gestellt: Im Rahmen der Dissertation wurden drei induktive Fallstudien mit mittelständischen Unternehmen durchgeführt. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse dienen einerseits der Bestätigung der Praxisrelevanz der untersuchten Fragestellung. Gleichzeitig konnten einige der auf Basis der Fallstudien formulierten Hypothesen konkret für die Definition der Anforderungen an den Wertmanagementansatz verwendet werden. Darüber hinaus dienen die Fallunternehmen über den gesamten Hauptteil hinweg der Veranschaulichung der entwickelten Konzepte.<sup>9</sup>

### **1.3 Aufbau der Arbeit**

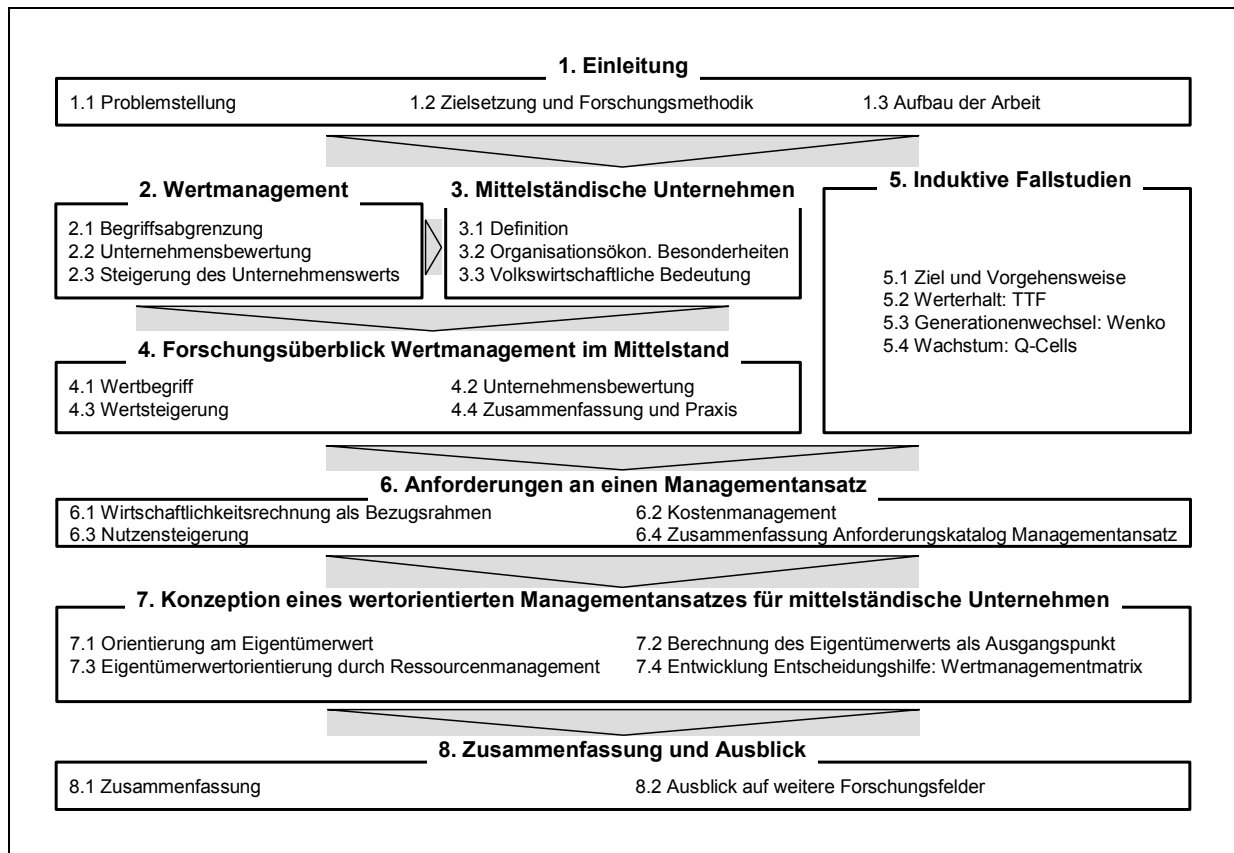
In der Einleitung (Kapitel 1) wurde zunächst die Problemstellung präsentiert. Es wurde deutlich, dass eine signifikante Forschungslücke existiert. Der folgende Abschnitt skizzierte die auf der Forschungslücke aufbauende Zielsetzung der Arbeit und wie diese methodisch adressiert wird. Dieser Abschnitt stellt den Aufbau der Arbeit und die weitere Vorgehensweise dar. Kapitel 2 führt in das Thema Wertmanagement ein. Der Schwerpunkt wird auf den finanzorientierten Wertbegriff gelegt, weil dieser die Basis für das später entwickelte Modell darstellt. Es werden dann die gängigsten Bewertungsverfahren vorgestellt, auf denen die anschliessend präsentierten Wertsteigerungsansätze basieren. Kapitel 3 führt in die Betriebswirtschaftslehre der KMU ein. Im Fo-

---

<sup>9</sup> Für eine detaillierte Beschreibung des Forschungsdesigns im Zusammenhang mit den induktiven Fallstudien siehe Abschnitt 5.1.

kus stehen nach der qualitativen und quantitativen Eingrenzung des Forschungsgegenstandes die organisationsökonomischen Besonderheiten eigentümergeführter mittelständischer Unternehmen. Die praktische Signifikanz des Themas wird im letzten Abschnitt des Kapitels mit einer Betrachtung der volkswirtschaftlichen Bedeutung der mittelständischen Unternehmen unterstrichen. Kapitel 4 gibt einen Überblick zum Wertmanagement in KMU. Zunächst werden unterschiedliche in der KMU-Literatur verwendete Wertbegriffe erläutert. Im zweiten Abschnitt werden speziell für KMU entwickelte Bewertungsverfahren gezeigt, bevor aktuelle Studien zur Wertsteigerung im untersuchten Unternehmenssegment vorgestellt werden. Nach der Literaturdiskussion werden in Kapitel 5 Ergebnisse einer eigenen empirischen Erhebung präsentiert. Zuerst werden das Ziel und die Vorgehensweise der Fallstudien vorgestellt. Die Ergebnisse der Untersuchungen in den drei heterogenen Fallunternehmen werden in den folgenden Abschnitten jeweils entlang einer bestimmten Struktur dargelegt. Auf Basis der Literaturdiskussion und der Fallstudien werden in Kapitel 6 die Anforderungen an einen Wertmanagementansatz für mittelständische Unternehmen definiert. Als Bezugsrahmen wird die Wirtschaftlichkeitsrechnung mit den beiden Elementen Kostensenkungs- und Nutzensteigerungspotenzial gewählt. Die Anforderungen bilden die Basis für die Entwicklung des integrierten Wertmanagementansatzes für mittelständische Unternehmen in Kapitel 7. Der erste Abschnitt wird zeigen, warum der Ausgangspunkt des Ansatzes die Orientierung am finanziellen Wert für die Eigentümer sein muss. Dieser Eigentümerwert wird im folgenden Abschnitt mit Hilfe eines modifizierten DCF-Verfahrens hergeleitet. Anschliessend wird ein Wertmanagementsystem vorgestellt, das die Abhängigkeit des Eigentümerwerts von unterschiedlichen, möglicherweise erfolgskritischen Ressourcen modelliert. Der letzte Abschnitt wird die Wertmanagement-Matrix vorstellen – eine Entscheidungshilfe für mittelständische Unternehmen, die ihr Unternehmen eigentümerwertorientiert führen wollen. Kapitel 8 fasst die Ergebnisse der Dissertation zusammen und gibt einen Ausblick auf mögliche weitere Forschungsgebiete im Bereich des Wertmanagements für mittelständische Unternehmen.

Abbildung 1-1: Aufbau der Arbeit



Quelle: Eigene Darstellung

## 2 Wertmanagement

"Die Hinwendung zum Wertmanagement [...] ist die wohl tiefgreifendste Veränderung im Wirtschaftsleben der letzten Dekade."<sup>10</sup> Diese Aussage unterstreicht die fundamentale Bedeutung des zu untersuchenden Forschungsgebiets. Allerdings geht die Wertmanagement-Forschung – wie in vielen anderen Bereichen auch – momentan vor allem auf die Anforderungen von börsennotierten Grossunternehmen ein, da das klassische Wertmanagement (*Shareholder Value Management*) auf der *Kapitalmarkttheorie* basiert.<sup>11</sup> Dieses klassische, finanzorientierte Wertmanagement bildet die Grundlage für die folgenden Ausführungen. Sein Verständnis ist für die eigenständige Entwicklung eines holistischen Wertmanagementansatzes für mittelständische Unternehmen notwendig. Aufgrund der vorherrschenden uneinheitlichen Verwendung des Wertbegriffs wird zunächst eine *Begriffsabgrenzung* vorgenommen und die Notwendigkeit der grundsätzlichen Orientierung am finanziellen Wert für die Anteilseigner (*Shareholder Value*) hervorgehoben. Es folgt eine Darlegung der bedeutendsten *Bewertungsverfahren* unter der Fragestellung, inwieweit diese Hilfestellung in *Entscheidungssituationen* leisten können. Das Kapitel schliesst mit einem Überblick über Ansätze zur *Steigerung des Unternehmenswerts*. Ihnen ist gemeinsam, dass die Steuerung des Unternehmenswerts direkt oder indirekt über jeweils mehr oder weniger konkret spezifizierte *Werttreiber* erfolgt.

### 2.1 Begriffsabgrenzung Wertmanagement

Im Folgenden wird in erster Linie auf den *finanztheoretischen* Wertbegriff abgestellt.<sup>12</sup> Rappaport entwickelte 1981 als erster bestehende Ansätze der betriebswirtschaftlichen Werttheorie zu einer umfassenden Managementlehre weiter. *Unternehmerisches Ziel*

---

<sup>10</sup> Vgl. Spremann/Pfeil/Weckbach (2001, S. 27).

<sup>11</sup> Ziel ist die optimale Allokation der knappen Ressource (Finanz-)Kapital im Unternehmen. In seiner ursprünglichen Variante erfolgt die Berechnung der (Eigen-)Kapitalkosten über das Capital Asset Pricing Model (CAPM). Dies ermöglicht die Bewertung und wertorientierte Steuerung eines Unternehmens auf Basis seines Risikoprofils im Vergleich zum Risiko des Gesamtmarkts. Das so ermittelte Risiko bestimmt über den Diskontfaktor den Barwert der zukünftigen Cashflows (DCF) und somit den heutigen Wert des Unternehmens. Vgl. Rappaport (1981, S. 139ff.).

<sup>12</sup> Wertdefinitionen aus der klassischen Volkswirtschaftslehre wie die objektivistische oder subjektivistische Werttheorie, sowie aus der Wirkungsforschung (Einbeziehung von Werten als gesellschaftliche Grundlagen) werden nicht detailliert behandelt, fliessen aber teilweise in die aktuellen polit-ökonomischen Diskussionen zum Wertmanagement ein.



in seinem Ansatz ist einzig die *Maximierung* des Shareholder Value. In dieser kapitalmarktorientierten Tradition stehen auch die von Mitarbeitern internationaler Unternehmensberatungen entwickelten Ansätze. Zu ihnen gehören Stewart (1991), Copeland/Koller/Murrin (1994) und Lewis (1994). An der *normativen* Aussage dieser zunächst rein finanzorientierten Zielsetzung stossen sich Kritiker der Ansätze. Freeman (1984) erweiterte schon früh die unternehmerische Zielfunktion und forderte eine Berücksichtigung aller vom Handeln des Unternehmens betroffenen Anspruchsgruppen (*Stakeholder Theorie*).<sup>13</sup> Spremann/Pfeil/Weckbach (2001) fassen Wertmanagement noch weiter als einen "Weg der Weiterentwicklung von Unternehmen und Organisationen in einer sich verändernden Welt"<sup>14</sup>. Die polit-ökonomische Diskussion dreht sich in erster Linie um die normative Ausrichtung des neoliberal geprägten, angelsächsischen Shareholder Value Ansatzes und der soziologisch und wirtschaftsethisch beeinflussten, kontinentaleuropäischen Stakeholder Theorie.<sup>15</sup> Die Debatte, nach welcher Maxime ein Unternehmen nun geführt werden soll, ist nach wie vor im Gange. Dies ist insbesondere im Kontext der mittelständischen Unternehmen der Fall, wo neben finanziellen, persönliche und gesellschaftliche Zielsetzungen der Eigentümer eine wichtige Rolle spielen. Zu hinterfragen bleibt bei Ansätzen, die über die reine Orientierung der Eigentümerinteressen hinausgehen, im Regelfall deren *Operationalisierbarkeit*.

Jensen (2001) fasst die Diskussionen zusammen und unterteilt sie im Lichte der Organisationstheorie in zwei getrennte Fragestellungen:<sup>16</sup>

1. Sollte eine Firma ein einwertiges (*single valued*) Ziel haben? Und
2. Sollte dieses Ziel die *Maximierung des Aktionärswerts* oder etwas anderes (z.B. Erhaltung von Arbeitsplätzen, Verbesserung der Umwelt, o.ä.) sein?

---

<sup>13</sup> Vgl. Freeman (1984).

<sup>14</sup> Vgl. Spremann/Pfeil/Weckbach (2001, S. 71). In den folgenden Ausführungen wird aus Gründen der Komplexitätsreduktion nur auf die Diskussionen zwischen Anhängern des Shareholder Value Ansatzes und der Stakeholder Theorie eingegangen.

<sup>15</sup> Die regionale Zuordnung ist selbstverständlich nicht in allen Fällen zutreffend. Es lässt sich aber eine gewisse „Klumpenbildung“ erkennen. Den kontinentaleuropäischen Ansatz scheinen zusätzlich japanische Unternehmen zu vertreten.

<sup>16</sup> Vgl. Jensen (2001, S. 300).

### 2.1.1 Ein Unternehmensziel

Die Beantwortung der ersten Frage beinhaltet die Diskussion um die Zielfunktion von Unternehmen. Die *klassische Volkswirtschaftslehre* gibt eine recht einfache Antwort auf diese Frage, da es logisch unmöglich ist, in mehr als einer Dimension zu maximieren.<sup>17</sup> Es kann also nur ein *einwertiges* Ziel verfolgt werden.<sup>18</sup>

Die Berücksichtigung einer Vielzahl von Anspruchsgruppen bei der Entscheidungsfindung eines Unternehmens ist die Forderung der Vertreter der *Stakeholder Theorie*. Sie spezifizieren aber nicht, wessen Ansprüche bei einer Interessenkollision bevorzugt berücksichtigt werden und erschweren daher eine operativ zielgerichtete Unternehmensführung durch das Management und damit die Ausgestaltung eines ganzheitlichen Managementansatzes. Dieser Mangel an eindeutigen Zielvorgaben kann Manager zu *Moral Hazard*<sup>19</sup> verleiten.

Langfristige Wertmaximierung ist nach Jensen tatsächlich nur möglich, wenn die Interessen *aller* Anspruchsgruppen *berücksichtigt* werden.<sup>20</sup> In diesem Zusammenhang wird der Begriff der *enlightened value maximisation* eingeführt. Dieser greift viele Elemente der Stakeholder Theorie auf, orientiert sich im Konfliktfall jedoch immer an der Steigerung des langfristigen Unternehmenswerts als primärem Ziel. Insofern löst Jensen das Problem der Mehrdimensionalität der Zielfunktion bei der Stakeholder Theorie, indem im Falle konfligierender Interessen immer die strategische Entscheidung getroffen wird, welche den Wert des Unternehmens langfristig steigert.<sup>21</sup>

---

<sup>17</sup> Genau genommen ist eine Maximierung in mehr als einer Dimension möglich, wenn die Dimensionen monotone Transformationen voneinander sind, was in der Unternehmenspraxis jedoch selten zutrifft.

<sup>18</sup> In der klassischen Mikroökonomie ist dies meist die Gewinnmaximierung.

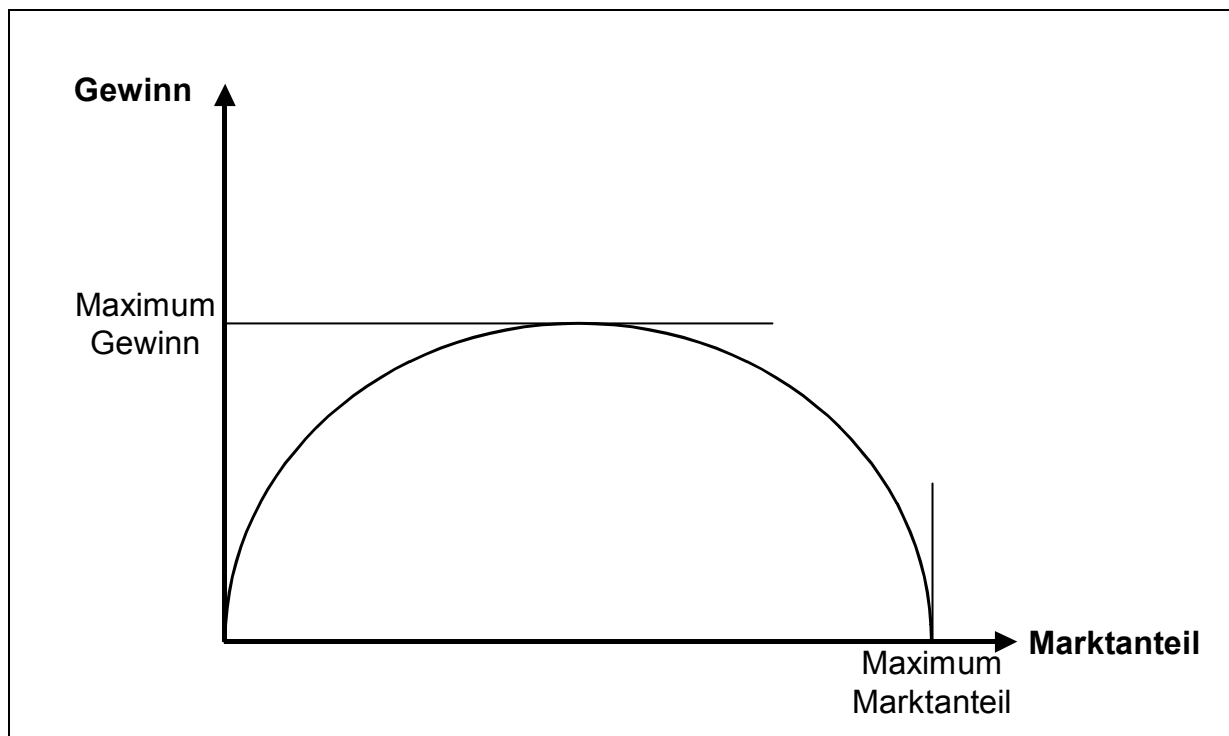
<sup>19</sup> Moral Hazard beschreibt die Gefahr von opportunistischem Verhalten von Managern, die im Auftrag der Eigentümer eines Unternehmens arbeiten. Die Qualität und Quantität der Arbeit, welche die Eigentümer erhalten, wird einerseits durch ein exogenes Risiko und andererseits durch das Verhalten des Managers bestimmt. Es ist *ex post* allerdings nicht beobachtbar, welche Kombination von „Pech und Fleiss“ oder „Glück und Faulheit“ zu dem für den Eigentümer sichtbaren Ergebnis geführt hat. Der sich aus dieser Informationsasymmetrie ergebende diskretionäre Handlungsspielraum kann vom Manager in dessen Eigeninteresse zu Ungunsten des Eigentümers ausgenutzt werden. Dieses Verhalten wird als *Moral Hazard* bezeichnet. Vgl. Spremann (1996, S. 702 f.). Das reine Bekenntnis zum Shareholder Value schützt nicht vor Moral Hazard. So führte eine schlecht umgesetzte Shareholder Value Orientierung bei Firmen wie Enron, MCI WorldCom oder Parmalat durch fehlende Corporate Governance zu (kriminellen) Fehlverhalten des Managements auf Kosten der Eigentümer.

<sup>20</sup> Vgl. Jensen (2001, S. 301f.).

<sup>21</sup> Da die Maximierungsfunktion  $V = f(x,y, \dots)$  in den meisten Fällen nicht bekannt ist und teilweise nicht-monoton oder sogar chaotisch sein kann, tauscht Jensen den Begriff der *Wertmaximierung* (*value maximisation*)

Anhand eines Beispiels in Anlehnung an Jensen soll die Notwendigkeit einer eindimensionalen Zielfunktion erläutert werden. Ein Unternehmen versucht, gleichzeitig den Gewinn  $p$  und den Marktanteil  $m$  zu steigern. Wie *Abbildung 2-1* zeigt, steigt der Gewinn bis zu einem gewissen Marktanteil, danach fällt er, weil ein höherer Marktanteil z.B. nur durch geringere Preise, erhöhte Aufwendungen für F&E, etc. zu erreichen ist. Daher ist es logisch unmöglich gleichzeitig Marktanteil und Gewinn zu maximieren. In dieser Situation kann ein Manager nicht über zusätzliche Aufwendungen für F&E oder Preisnachlässe entscheiden, wenn Marktanteil *oder* Gewinn maximiert werden sollen. Eines der Ziele muss dem anderen *untergeordnet* werden. Erhöht man die Anzahl der zu maximierenden Ziele, wird die Konfusion für den Manager immer grösser und führt letztlich zu *ziellosem* Verhalten.

*Abbildung 2- 1: Problem der gleichzeitigen Maximierung von Marktanteil und Gewinn*



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Jensen (2001, S. 300)

Erste empirische Ergebnisse bestätigen die Hypothesen von Jensen für Grossunternehmen in den Niederlanden und der Schweiz: Cools/van Praag (2003) zeigen für die 80 grössten börsennotierten niederländischen Firmen, dass ein negativer Zusammenhang zwischen der Anzahl veröffentlichter Ziele und dem *Total Shareholder Return*

---

gegen den Begriff *Wertstreben* (*value seeking*) aus, um der entstehenden Kritik der Unmöglichkeit der Maximierung gewisser Funktionen entgegen zu wirken. Vgl. Jensen (2001, S. 301).

(TSR) besteht.<sup>22</sup> Die Autoren konkludieren, dass zielgerichtetes Verhalten einer eindimensionalen Zielfunktion bedarf. Folgende Ergebnisse wurden im Einzelnen ermittelt:

1. Es besteht ein negativer Zusammenhang zwischen der Anzahl der Unternehmensziele und dem TSR.
2. Die Hypothese, dass die Verfolgung von mehr als einem Ziel Wert zerstört, ist nicht zu verwerfen.
3. Die *interne* Verwendung eines einzelnen Steuerungsziels wirkt sich positiv auf den Unternehmenswert aus.

Insofern kann gemäss dieser empirischen Untersuchung Jensens Aussage "*multiple objectives is no objective*" nicht widersprochen werden.<sup>23</sup>

Joerg/Loderer/Roth (2003) zeigen anhand der Analyse von 313 schweizerischen Firmen, dass ein Grossteil der Manager einander widersprechende Ziele verfolgt und sich dies negativ auf die Aktienkursentwicklung auswirkt.<sup>24</sup> Das Bekenntnis zur Maximierung des Shareholder Value hat insbesondere nach einer Phase *sinkender* Aktienkurse einen signifikant *positiven* Effekt auf die Kursentwicklung. Dabei ist für die vorliegende Arbeit ausserordentlich interessant, dass viele private (meist mittelständische) Unternehmen sich *nicht* ausschliesslich der Maximierung des Shareholder Value verschreiben. Nur ca. 51% der befragten privaten Unternehmen geben das Ziel der Wertmaximierung an. Der Grossteil dieser Gruppe versucht jedoch *gleichzeitig* andere Ziele wie Stakeholder Value, Kundenzufriedenheit, Gewinne oder Marktanteil zu *maximieren*, was streng genommen logisch unmöglich ist.<sup>25</sup> Dieses Verhalten korreliert mit einer schlechteren Unternehmenswertentwicklung. Allerdings ist auf die Vermutung

---

<sup>22</sup> Der Total Shareholder Return (TSR) ist eine weit verbreitete Berechnungsart für den Wertzuwachs für Aktionäre. Er drückt das Verhältnis von der Summe aus Kursgewinnen und Dividenden einer Periode zum Preis der Aktie zum Periodenanfang aus. Die unter der Annahme der sofortigen Reinvestition von Dividenden richtige Ermittlung des geometrischen Durchschnitts stellt zwar die korrekteste Berechnungsweise dar, ist allerdings komplizierter als die Feststellung des arithmetischen Mittels, welches daher in der Praxis häufig verwendet wird. Vgl. Cools/van Praag (2003).

<sup>23</sup> Jensen (2001) zitiert in Cools/van Praag (2003, S. 17 f.).

<sup>24</sup> Vgl. Joerg/Loderer/Roth (2003, S. 2ff.).

<sup>25</sup> Die Maximierung des Stakeholder Value an sich ist zumindest kurzfristig ebenfalls unmöglich, da die Interessen der verschiedenen Anspruchsgruppen in fast allen Fällen nur auf Kosten einer anderen Anspruchsgruppe *maximiert* werden können. Eine Erhöhung der Löhne wirkt sich beispielsweise ceteris paribus negativ auf die Konsumentenrente (Customer Value) aus. Vgl. Jensen (2001, S. 297 ff).

der Autoren hinzuweisen, dass eine signifikante Anzahl der Befragten die Fragestellungen nicht korrekt erfasst hat.<sup>26</sup> Dies unterstützt die These, dass die Konzepte einer wertorientierten Unternehmensführung in der Schweiz – insbesondere im Mittelstand – nicht allzu verbreitet sind.<sup>27</sup>

Entsprechend kann festgehalten werden, dass es notwendig ist, Managern ein primäres Ziel vorzugeben, das im Falle konfligierender Interessen immer Vorrang haben muss. Im Folgenden wird dargelegt, warum unter bestimmten Voraussetzungen gerade eine Steigerung des Eigentümerwerts (Shareholder Value) erstrebenswert ist.

### 2.1.2 Unternehmenswertorientierung

Entsprechend den bereits angeführten empirischen Studien, sollte das primäre Ziel die *Maximierung des Unternehmenswerts* sein.<sup>28</sup> Jensen (2001) argumentiert in Anlehnung an Smith (1789), Debreu (1959), Coase (1960), Arrow (1964) und Jensen/Meckling (1976), dass bei Abwesenheit von Externalitäten, Monopolen und Informationsasymmetrien die *gesellschaftliche Wohlfahrt* genau dann maximiert wird, wenn alle Unternehmen ihren langfristigen Wert maximieren.<sup>29</sup> Dass die Vorausset-

---

<sup>26</sup> 67% der Firmen in der Studie haben weniger als 500 Mitarbeiter und sind somit dem Mittelstand und den Kleinunternehmen zuzurechnen. Vgl. Joerg/Loderer/Roth (2003, S. 2ff.).

<sup>27</sup> Die mangelnden Kenntnisse über Wertmanagementbegriffe (deutsch und englisch) und -Konzepte im deutschsprachigen Raum führen seit ihrer Verbreitung Mitte der 90er Jahre zu Verwirrung. Insbesondere mit dem Begriff des Shareholder Value werden in der breiteren Gesellschaft Gier und Enteignung assoziiert. Viele Manager und Eigentümer mittelständischer Betriebe haben es daher vermieden, diese ideologisierte Debatte in ihren Unternehmen zu führen. Vgl. Neue Zürcher Zeitung (1996).

<sup>28</sup> Es wurde bereits vermehrt darauf hingewiesen, dass dies nicht bedeutet, sich nur noch um die Belange der Eigentümer zu kümmern – im Gegenteil wird der Wert für diese meist erhöht, indem andere Anspruchsgruppen zufriedengestellt werden und somit jeder Einflussfaktor sein volles Potenzial für die Wertsteigerung entfalten kann.

<sup>29</sup> Warum langfristige Unternehmenswertmaximierung gesamtwirtschaftlich die Wohlfahrt maximiert, sei im Folgenden kurz aus einer neoklassischen, wohlfahrtsökonomischen Perspektive dargestellt. Eine zentrale Frage, die es in diesem Zusammenhang zu beantworten gilt, lautet: „Welches Verhalten von Unternehmen führt zu der besten Nutzung der knappen Ressourcen einer Gesellschaft?“ Diese Frage wurde von der Managementlehre zu verschiedenen Zeiten mit unterschiedlichen Schwerpunkten beantwortet. In der vorliegenden Betrachtung steht die Allokation von Finanzkapital im Mittelpunkt.

In einem *Einperioden-Modell* wird gesellschaftlicher Mehrwert dann geschaffen, wenn ein Unternehmen der Volkswirtschaft Eingangsfaktoren (wie Kapital, Arbeitskraft, Vorprodukte, Infrastruktur) entzieht und diese in Form von Produkten und Dienstleistungen zu einem höheren Preis abgibt, sodass ein Gewinn entsteht. Dieser ist Ausdruck der *Wertschöpfung* durch das Unternehmen. Zulieferer werden durch Einkaufspreise, Konsumenten durch den Nutzen der Produkte, Arbeiter durch Löhne, der Staat durch Steuern und die (Fremd)Kapitalgeber

zungen hierfür nicht erfüllt sind, darf nicht bedeuten, dass die Zielfunktion der Unternehmen an sich in Frage gestellt werden muss.<sup>30</sup> Vielmehr ist es Aufgabe des Staates, Marktversagen zu verhindern, externe Effekte zu internalisieren<sup>31</sup> und Monopole zu verhindern.

Copeland/Koller/Murrin (1994, 2000) haben in verschiedenen empirischen Untersuchungen dargelegt, dass die Schaffung von Wert (für die Eigentümer) mit der Befriedigung der Interessen anderer *Anspruchsgruppen* im Unternehmen korreliert.<sup>32</sup> In einem Vergleich von US-amerikanischen, deutschen und japanischen Unternehmen zeigen die Verfasser, dass wertschaffende Firmen gleichzeitig ihren *Marktanteil* (Kundenzufriedenheit oder "*customer value*"), die *Anzahl ihrer Angestellten* (Mitarbeiterzufriedenheit) und ihr *Steueraufkommen* für den Staat (soziale Verantwortung) überproportional steigern konnten.<sup>33</sup> Firmen in den USA, wo die Managementphilosophie der Maximierung des Shareholder Value im Gegensatz zu Japan und Deutschland bereits zum Zeitpunkt der Untersuchung etabliert war, konnten in der betrachteten Zeitperiode zwischen 1983 und 1991 im Durchschnitt alle Anspruchsgruppen deutlich besser zufrieden stellen als ihre Konkurrenten in Japan und Deutschland.<sup>34</sup>

Das Streben nach der Maximierung des Aktionärswerts führt unter bestimmten Voraussetzungen im gesamtwirtschaftlichen und im unternehmensspezifischen Kontext

---

durch Zinsen entschädigt. Jeder Marktteilnehmer nimmt freiwillig an den Transaktionen teil. Unabhängig davon, ob die Rente des Konsumenten, des Lieferanten oder des Unternehmens grösser ist – es wird in jedem Fall Mehrwert geschaffen. Erweitert man das Modell auf *mehrere Perioden*, so ändert sich fundamental nichts. Nur der Zeitwert des Geldes muss in Form eines *risikoadjustierten Zinses* berücksichtigt werden. Auch für diesen Zins gibt es Marktpreise, die zu einem gesamtwirtschaftlichen Optimum (Gleichgewicht) führen. Es kann also festgehalten werden, dass Unternehmen, die nachhaltig Gewinne erwirtschaften, grundsätzlich einen gesellschaftlichen Mehrwert schaffen (wenn externe Effekte und Monopole beseitigt sind).

<sup>30</sup> So sollten im Falle einer Umweltverschmutzung durch ein Unternehmen nicht unbedingt die Ziele der Anspruchsgruppe Umweltschützer per se maximiert werden, sondern die Kosten für die Umweltverschmutzung dem Unternehmen in Rechnung gestellt werden. Der CO<sup>2</sup>-Zertifikathandel ist ein gutes Beispiel für den Versuch einer marktgerechten Internalisierung von solchen externen Effekten.

<sup>31</sup> Auf den angedeuteten Aspekt der ökologischen Nachhaltigkeit und die Notwendigkeit der Internalisierung durch die Privatwirtschaft verursachter externer Kosten gehen Spremann/Pfeil/Weckbach (2001, S. 57) ein.

<sup>32</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin (2000, S. 11ff.).

<sup>33</sup> Aus dem Steuer- und Abgabenaufkommen (Befriedigung der Ansprüche des Staates) sollte der Umweltschutz finanziert werden, da es sich bei der Umwelt um ein öffentliches Gut handelt, unabhängig davon, wie der Staat die Kosten den Verursachern zurechnet.

<sup>34</sup> Vgl. hierzu die Ausführungen zur Korrelation zwischen MVA und Produktivität, Anzahl der Angestellten und BIP pro Kopf in Copeland/Koller/Murrin (1994, S. 10ff.).

langfristig zu einer *optimalen Ressourcenallokation*. Neben den bereits erwähnten Voraussetzungen (Abwesenheit von Externalitäten, Monopolen und Informationsasymmetrien) wird dabei implizit unterstellt, dass die *Unternehmenseigentümer* ihren *Nutzen* durch Maximierung des Werts ihrer Anteile maximieren. Diese Voraussetzung, die im Zusammenhang mit Aktionären börsennotierter Unternehmen trivial anmuten respektive im Normalfall stets gegeben sein mag, muss im Zusammenhang mit einem mittelständischen Unternehmen nicht unbedingt zutreffen. Und zwar auch dann nicht, wenn der Eigentümer vollends rational agiert und sich sein Nutzen allein nach der Höhe seines Vermögens bemisst. Das Unternehmen stellt hier oftmals einen *wesentlichen Teil des Vermögens* dar, es ist aber typischerweise *wenig fungibel* und eine der *Risikoneigung* des Eigentümers entsprechende *Diversifikation* daher meist *nicht möglich*.<sup>35</sup> In dieser Situation sind die *Investitionsentscheidungen* des Unternehmens *nicht* unabhängig von den *Präferenzen* seines Kapitalgebers, dem Eigentümer, sondern direkt an seine Risikoneigung gebunden.<sup>36</sup> Indem Wertmaximierung eines Unternehmens immer ein bestimmtes Risiko in Kauf nimmt, kann es daher durchaus sein, dass der Eigentümer eines mittelständischen Unternehmen dieses Risiko zu reduzieren wünscht, gegebenenfalls in einem so grossen Ausmass, dass sich daraus als unternehmerische Zielsetzung der *Werterhalt* ergibt. Entsprechend ist es im Zusammenhang mit mittelständischen Unternehmen angebracht, von einer *Wertorientierung* (bzw. *Wertsatisfizierung*)<sup>37</sup> statt –maximierung zu sprechen, ohne dabei einen Grundgedanken des Shareholder Value Ansatzes – Ausrichtung allein am monetären Nutzen der Eigentümer – zu verletzen. Dass die Berücksichtigung der Interessen auch *anderer Anspruchsgruppen*, die von Aktivitäten des Unternehmens direkt betroffen sind, von grosser Bedeutung ist, wird im folgenden Absatz untersucht.

### 2.1.3 Berücksichtigung anderer Anspruchsberechtigter (Stakeholder)

Der positive Einfluss der *Berücksichtigung* der Interessen anderer Anspruchsgruppen auf künftige Gewinne (bzw. Cashflows) und das Risiko eines Unternehmens ist unbestreitbar. Es ist nicht neu, dass zufriedene Mitarbeiter gleichzeitig motivierter und pro-

---

<sup>35</sup> Vgl. Kapitel 3.2.3.

<sup>36</sup> Dieses Ergebnis steht im eindeutigen Kontrast zur *Fisher Separation* der klassischen Kapitalmarkttheorie, die implizit dem Shareholder Value Ansatz zugrunde liegt. Hiernach ist die Vorteilhaftigkeit eines Investitionsvorhabens von den Konsumwünschen seiner Kapitalgeber unabhängig unter der Voraussetzung vollkommener Kapitalmärkte und Vernachlässigung von Steuern. Vgl. Spremann (1996, S. 424 ff.).

<sup>37</sup> Satisfizierung (Erreichen eines Mindestwerts) stellt in der Entscheidungstheorie neben Maximierung oder Minimierung ein mögliches Optimierungskriterium dar. Der in dieser Arbeit im Zusammenhang mit dem Mittelstand eingeführte Begriff der *Wertsatisfizierung* kommt bei der Entwicklung des wertorientierten Managementsystems für mittelständische Unternehmen eine wesentliche Bedeutung zu. Vgl. Kapitel 7.

duktiver sind oder dass für ökologisch nachhaltig produzierte Produkte Prämien verlangt werden können. Wertstreben kann also durchaus in Form von Strategien der ökologischen Nachhaltigkeit oder sozialen Verantwortung stattfinden.<sup>38</sup> Soweit ist die *Stakeholder Theorie* von Freeman durchaus konform mit den bisherigen Erkenntnissen.

Unvollständig ist die Theorie bei der Lösung von *Zielkonflikten* zwischen den verschiedenen Anspruchsgruppen. Auch bei den Weiterentwicklungen der Stakeholder Theorie lassen sich keine konzeptionellen Lösungen dieser Problematik finden.<sup>39</sup> Jensen argumentiert, dass dies einer der Hauptgründe für die Popularität und gleichzeitig die grosse Gefahr der Theorie ist: Unternehmen, die der Stakeholder Theorie folgen und mit solchen konkurrieren, die sich einzig an der Steigerung des Unternehmenswerts orientieren, werden langfristig scheitern. Weshalb dennoch ein Grossteil der Unternehmen diesen Ansatz wählt (oder es zumindest vorgibt), begründet Jensen mit der *Prinzipal-Agenten-Theorie*. Die der Stakeholder Theorie inhärente Uneindeutigkeit hilft Managern (Agenten), ihre persönlichen Ziele auf Kosten des Unternehmenserfolgs und somit auf Kosten anderer Anspruchsgruppen (Prinzipale) und letztlich der Wohlfahrtssteigerung zu verfolgen (*Moral Hazard*).<sup>40</sup> Diese Ziele können moralisch-ethisch kurzfristig durchaus von edler Gesinnung sein, zerstören aber in vielen Fällen Wert, teils sogar ganze Unternehmen. Persönliche Ziele dürfen nur mit persönlichen Mitteln, nicht auf Kosten anderer Anspruchsgruppen eines Unternehmens verfolgt werden.<sup>41</sup> Insbesondere Politiker und Lobbygruppen versuchen unter dem Vorwand der Stakeholder Theorie ihre persönlichen Interessen in Unternehmen durchzusetzen und gefährden damit häufig das freie Spiel der Marktkräfte auf wohlfahrtvernichtende Weise.

Eine Möglichkeit, die Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens zu sichern und gleichzeitig andere Anspruchsgruppen zu berücksichtigen, ist *zunächst* den Wert des

---

<sup>38</sup> Beispiele für wertsteigernde Strategien auf Basis der ökologischen Nachhaltigkeit bieten z.B. Lovins/Lovins/Hawken (1999).

<sup>39</sup> Vgl. Phillips/Freeman/Wicks (2003, S. 479ff.).

<sup>40</sup> Vgl. zum Prinzipal-Agenten Problem und Jensen/Meckling (1976, S. 305ff.) und Fama (1980, S. 288ff.).

<sup>41</sup> Jensen verweist unter anderem auf Hayek, der eine Trennung zwischen *Mikro-* und *Makrokosmos* für notwendig hält. Individuen dürfen ihre ethischen Ansprüche aus dem Privatleben nicht im täglichen Handeln auf die Gesetze des Makrokosmos (Wohlfahrtssteigerung) übertragen. Ethisches Verhalten einzelner kann im Makrokosmos sogar kontraproduktiv sein. Hayek prophezeit sogar: „If we where to apply the [...] rules of the microcosmos [...] to the macro-cosmos [...] we would destroy it.“ Vgl. Jensen (2001, S. 301ff.). Als ein Beispiel für negative makrokosmische Effekte mikrokosmisch positiven Verhaltens kann in vielen Fällen die Entwicklungshilfe dienen.



Unternehmens zu maximieren, um *anschliessend* den (ökonomischen) Gewinn bzw. das Residualeinkommen unter den Anspruchsgruppen aufzuteilen.<sup>42</sup> Dieses Vorgehen ist analog zu der Vergütung von Führungskräften zu betrachten. Ziel kann z.B. ein Bonussystem für alle Anspruchsgruppen des Unternehmens sein, je nachdem in welchen Bereichen die Eigentümer gesellschaftliche Verantwortung übernehmen wollen. Der ökonomische Gewinn einer Periode kann z.B. den verschiedenen Anspruchsgruppen (Eigenkapitalgebern, Mitarbeitern, Umweltschutzorganisationen, sozialen Verbänden, der Eigentümerfamilie, etc.) nach vorher festgelegten Sätzen prozentual zugeordnet werden. Ein solches Vorgehen sichert eine *effiziente Ressourcenallokation* durch Verwendung einer eindimensionalen Orientierungsvariable (Wert für die Eigentümer). Gleichzeitig werden alle *Anspruchsgruppen motiviert*, ebenfalls dieses Ziel zu verfolgen. Von erfolgreichem Wertmanagement können alle Anspruchsgruppen profitieren, selbst wenn diese nicht explizit in der Optimierungsfunktion eines Unternehmens berücksichtigt werden.

#### **2.1.4 Wertmanagement als strategisches Führungsinstrument**

Das Ziel der Steigerung des Unternehmenswerts kann Antworten auf Fragen zur effizienten Allokation knapper Ressourcen geben. Es ersetzt jedoch nicht Visionen, Strategien und unternehmerische Initiativen, die notwendig sind, um Organisationen zu aussergewöhnlichen Leistungen zu motivieren. Das primäre *Unternehmensziel* muss zwar die *Wertsteigerung* sein, es wird aber keine Aussage getroffen, *wie* dieses Ziel erreicht werden kann: durch besonders arbeitnehmerfreundliche Arbeitsbedingungen, ökologisch vorteilhafte Produktionsprozesse, gesellschaftliche Engagements, Steigerung des Marktanteils oder Gewinns, usw.

Diese beiden Sichtweisen – einerseits die *Gesetzmässigkeiten wirtschaftlichen Handelns* und andererseits der *Inhalt* des Handelns – werden in vielen Kritiken des Shareholder Value Ansatzes vermengt. So beispielsweise bei Senge (2000), der unter anderem auf den Aufsatz "A roadmap to natural capitalism" von Lovins/Lovins/Hawken (1999)<sup>43</sup> verweist. Diese schlagen seiner Meinung nach neue Ideen zum Kapitalismus und der Neudefinition und -gestaltung von Unternehmen vor. Jensen (2001) wiederum

---

<sup>42</sup> Spremann weist auf diesen Ansatz im Prolog zu seinem Werk Finanzanalyse und Unternehmensbewertung hin: „Ungeachtet der Frage, wie das wirtschaftlich Erarbeitete aufgeteilt wird – zuerst müssen ‚Werte‘ geschaffen werden.“ Vgl. Spremann (2002, S. 12).

<sup>43</sup> Dieser Aufsatz fasst die zentralen Ideen ihres umfassenderen Werks „Natural Capitalism“ zusammen. Vgl. Lovins/Lovins/Hawken (1999, S. 145ff.).

sieht in deren Ansätzen seine Auffassung bestätigt, dass das Primat der Wertsteigerung nicht zu ändern sei. Vielmehr erkennt er in dem Aufsatz Hinweise, wie in dem Gebiet des Umweltschutzes, bzw. der effizienteren Allokation natürlicher Ressourcen Wertpotenziale liegen, die von vielen Unternehmen noch nicht entdeckt wurden (was für diese langfristig zu Wettbewerbsnachteilen führen kann).<sup>44</sup> Die Kritik von Lovins/Lovins/Hawken richtet sich teils implizit, teils explizit gegen den Staat, der es versäumt, externe Effekte korrekt zu internalisieren, bzw. eine wirtschaftlich unsinnige und gleichzeitig ökologisch nachteilige Steuergesetzgebung beibehält.<sup>45</sup>

Wertmaximierung ist also durchaus mit meta-ökonomischen und persönlichen Zielen oder Strategien von Unternehmern vereinbar. Unternehmer sollten ihre ökologisch oder sozial nachhaltigen Strategien unbedingt von dem Streben nach Wertsteigerung leiten lassen, da nur diese einen langfristigen Erfolg des Unternehmens und damit des ökologischen oder sozialen Engagements sichert. Dennoch ist es notwendig die *Besonderheiten* mittelständischer Unternehmen bei der Konzeption eines speziell für den Mittelstand entwickelten wertorientierten Managementansatzes zu berücksichtigen. Anregungen für den instrumentalen Teil dieses Ansatzes lassen sich bei der Analyse bestehender *Wertmanagementansätze* und *Werttreibermodelle* für Grossunternehmen finden.

## 2.2 Unternehmensbewertung als Entscheidungshilfe

Bei börsennotierten Unternehmen ist der *Preis* des Unternehmens täglich am Produkt aus Aktienkurs und Anzahl ausstehender Aktien ablesbar. Man erklärt diesen Preis häufig durch zwei Komponenten, den *Fundamentalwert*<sup>46</sup> und eine *Erwartungsprämie*. Traditionell haben sich Ansätze zum Wertmanagement in erster Linie mit der Beeinflussung des Fundamentalwerts befasst.<sup>47</sup> Da der Fundamentalwert nicht beobachtbar ist, versucht man, sich diesem Wert durch bestimmte Bewertungsverfahren intersubjektiv nachvollziehbar anzunähern. Forschung und Praxis haben zu unterschiedlichen

---

<sup>44</sup> Jensen zitiert Lovins/Lovins/Hawken. (1999, S. 145): “business strategies built around the radically more productive use of natural resources can solve many environmental problems at a profit”. Vgl. Jensen (2001, S. 316).

<sup>45</sup> Vgl. Lovins/Lovins/Hawken (1999, S 156f.).

<sup>46</sup> Alternative Bezeichnungen sind *wahrer* oder *intrinsischer* Wert.

<sup>47</sup> In letzter Zeit spielt das aktive Management der Erwartungsprämie eine immer wichtigere Rolle. Im Mittelpunkt steht dabei die Finanzkommunikation mit den Investoren. Wissenschaftlich wurde dieses Feld beispielsweise von Weber-Henschel (2002) untersucht. Praxisorientierte Anregungen geben unter anderem Stelter/Xhonneux (2002, S 29f.).

Zeiten unterschiedliche Verfahren favorisiert. Im Folgenden wird ein kurzer Überblick über die wesentlichen Bewertungsmethoden in Theorie und Praxis gegeben. Dabei werden sie insbesondere auf ihre Eignung zur Hilfe bei unternehmerischen Entscheidungen (*Entscheidungshilfefunktion*<sup>48</sup>) und damit als Instrument der Unternehmensführung geprüft.<sup>49</sup> Den Anfang bildet der bei den meisten Finanzanalysten mittlerweile veraltet anmutende Substanzwert, der im Mittelstand durchaus noch zum Einsatz kommt. Für die Entscheidungshilfefunktion der Bewertung werden seit einigen Jahren in erster Linie *diskontierungsbasierte* Bewertungsverfahren verwendet, die im Fokus der Dissertation stehen. Auch *marktwertorientierte*, *realloptionsbasierte* und *wissenskapitalbasierte* Verfahren sollen auf ihre diesbezügliche Eignung überprüft werden.

### 2.2.1 Substanzwertorientierte Verfahren

Bei den Substanzwertverfahren wird der Unternehmenswert als Summe aller seiner Vermögensgegenstände abzüglich der Schulden und Verbindlichkeiten zu einem bestimmten Stichtag ermittelt – je nach Bewertungsanlass zu Wiederbeschaffungs- oder Liquidationskosten. Entsprechend können Substanzwertverfahren auch als *Sum-Of-The-Parts-Methoden* bezeichnet werden.<sup>50</sup> Durch das Zusammenwirken verschiedener Vermögensgegenstände entstehende Kombinationseffekte und zukünftig zu erwartende Entwicklungen bleiben so allerdings weitgehend unberücksichtigt. Dies führt zu dem, dass substanzbasierte Bewertungen den "wahren" Unternehmenswert im Regelfall unterschätzen. Zum anderen bieten sie dadurch *wenig Hilfeleistung* im Hinblick auf *unternehmerische Entscheidungen* beziehungsweise können gegebenenfalls sogar zu *Fehlentscheidungen* verleiten.<sup>51</sup> Trotz offensichtlicher Mängel der Substanzwertverfahren spielen sie auch heute noch in der *Praxis* der Unternehmensbewertung im *Mittelstand* eine wesentliche Rolle, häufig auch als Mischverfahren z.B. zusammen

---

<sup>48</sup> Nach der Kölner Funktionenlehre hat die Unternehmensbewertung Beratungsfunktion, Schiedsfunktion, Argumentationsfunktion sowie Nebenfunktionen, zu denen neben Steuerbemessung und Vertragsgestaltung die Entscheidungshilfefunktion zählt. Vgl. Behringer (1998, S. 39).

<sup>49</sup> Diese *Entscheidungshilfefunktion* der Unternehmensbewertung wird in Wissenschaft und Praxis unter dem auf Rappaport zurückgehenden Begriff *Shareholder Value* oder *Wertsteigerungsanalyse* diskutiert. Vgl. Behringer (1998, S. 63).

<sup>50</sup> Vgl. Spremann (2002, S. 142).

<sup>51</sup> So sind beispielsweise alle zur Entscheidung anstehenden Aufwendungen, die nicht aktivierbar sind, wie z.B. Marketingaufwendungen, aus dieser Sicht abzulehnen, da sie den Substanzwert zunächst einmal schmälern. Die mit den Aufwendungen verbundenen positiven Effekte, z.B. Mehrverkauf von Produkten in der Zukunft, lassen sich über den Substanzwert nicht abbilden.

mit der Ertragswertmethode.<sup>52</sup> Im Zuge eines Börsengangs oder allgemein bei börsennotierten Unternehmen kommt ihnen typischerweise keine Bedeutung zu.

## 2.2.2 Diskontierungsbasierte Verfahren

Zu den diskontierungsbasierten Bewertungsverfahren zählen die Dividendendiskontierungsmodelle, Ertragswertverfahren, DCF (Discounted Cash Flow) Verfahren und EVA (Economic Value Added) Diskontierungsverfahren. Analog zur Investitionstheorie liegt den diskontierungsbasierten Bewertungsverfahren das *Barwertkonzept* zu Grunde. Der Unternehmenswert ergibt sich entsprechend je nach Verfahren als Barwert erwarteter Dividenden, Erträge, Freier Cashflows oder EVAs.

### 2.2.2.1 Dividendendiskontierungsmodelle

Die Dividendendiskontierungsmodelle erfreuten sich aufgrund ihrer Einfachheit lange Zeit grosser Beliebtheit.<sup>53</sup> Ihre praktische Bedeutung ist mittlerweile allerdings sehr gering. Hauptkritik ist, dass nicht die Dividenden sondern die Erträge eines Unternehmens die relevanten, zu diskontierenden Grössen darstellen. Da der Zusammenhang zwischen Unternehmensentscheidungen respektive deren Erfolg und Dividendenzahlungen ohnehin eher lose ist,<sup>54</sup> liefern sie auch keine Entscheidungshilfe bei der Führung eines Unternehmens.

### 2.2.2.2 Ertragswertverfahren

Beim Ertragswertverfahren erhält man den Unternehmenswert respektive den Eigenkapitalwert (*Shareholder Value*) durch die Diskontierung zukünftiger Erträge, deren regelmässige *Vollausschüttung* unterstellt wird. Der Ertragsbegriff ist dabei nicht eindeutig bestimmt. Theoretisch richtig ist es, nicht auf Periodenerfolge sondern auf beim *Eigentümer* anfallende *Netto-Cashflows* abzustellen.<sup>55</sup> Anders als beim DCF-Verfahren werden entsprechend auch die persönlichen Steuern des Eigners berücksich-

---

<sup>52</sup> Vgl. Join, das Internetportal für den Mittelstand, <http://www.join-online.de/info/fuehrung/nachfolge.php>, abgerufen am 13.08.2004 sowie die Interviewaussagen im Rahmen der Fallstudien Fürst Thurn und Taxis Forstbetriebe (Kapitel 5.2.2) und der Wenko-Wenselaar GmbH (Kapitel 5.3.3).

<sup>53</sup> Für weitergehende Ausführungen zu den Dividendendiskontierungsmodellen siehe Drobetz (2001, S. 97ff.).

<sup>54</sup> Die Dividendenpolitik eines börsennotierten Unternehmens wird v.a. auch durch *steuerliche Überlegungen* und durch die Berücksichtigung ihrer *Signalwirkung* beeinflusst. Vgl. Spremann (1996, S. 330). Verfolgt das Management beispielsweise eine Politik konstanter Dividenden, so signalisieren Änderungen der Dividendenhöhe Änderungen der Zukunftserwartungen des besser informierten Managements.

<sup>55</sup> Mandl/Rabel (1997, S. 33).

tigt. Der jeweils als angemessen erachtete Diskontsatz ergibt sich wie beim DCF-Verfahren aus den *Opportunitätskosten* der Eigner respektive deren *Renditeforderung*. Diese setzt sich aus risikolosem Zins und einer individuell zu bestimmenden Risikoprämie zusammen.<sup>56</sup>

Der Ertragswert erfährt in Theorie und Praxis breite Anerkennung. Insbesondere handelt es sich um das bei mittelständischen Unternehmen in Deutschland *meistpraktizierte* Verfahren zur Unternehmensbewertung.<sup>57</sup> Häufig findet es in *Mischverfahren*<sup>58</sup> Eingang. Darüber hinaus eignet es sich sehr gut als *Entscheidungshilfe* zur Unternehmensführung. Hierzu müssen die mit einer anstehenden Entscheidung – wie z.B. einer Investition oder einem Projekt – verbundenen erwarteten Erträge prognostiziert<sup>59</sup> und alsdann mit der jeweiligen Renditeforderung des Eigentümers diskontiert werden.<sup>60</sup> Durchgeführt werden sollte jeweils die Handlungsalternative mit dem höchsten Ertragswert – vorausgesetzt er ist positiv.

### 2.2.2.3 DCF-Verfahren

Beim DCF-Verfahren handelt es sich um das am weitesten verbreitete Bewertungsverfahren bei *Grossunternehmen* in Deutschland.<sup>61</sup> Wie beim Ertragswertverfahren basiert beim DCF-Verfahren die Unternehmensbewertung auf der *Kapitalisierung einer Zukunftserfolgssgröße*.<sup>62</sup> In diesem Fall handelt es sich dabei um die *Freien Cash-*

---

<sup>56</sup> Alternativ zur Addition einer Risikoprämie im Nenner kann der zu diskontierende Ertrag in ein Sicherheitsäquivalent umgewandelt werden und mit dem risikolosen Zinssatz abdiskontiert werden. Das Sicherheitsäquivalent ist dabei der Teil des Ertrages, der als sicher angesehen wird. Vgl. Mandl/Rabel (1997, S. 33ff.).

<sup>57</sup> Vgl. Eidel (2000, S. 30). Nach Eidel zählt neben dem Ertragswertverfahren das DCF-Verfahren zu den meistpraktizierten Verfahren der Unternehmensbewertung in Deutschland. Dabei wird das DCF-Verfahren vor allem bei börsennotierten Grossunternehmen eingesetzt. Eine Übertragung auf nicht börsennotierte Unternehmen ist ohne erhebliche Einschränkungen nicht ohne weiteres möglich. Vgl. Behringer (2002, S.103) sowie die Ausführungen zum DCF-Verfahren weiter unten.

<sup>58</sup> Es handelt sich dabei um sog. Praktikermethoden wie z.B.  $\text{Unternehmenswert} = (2 \times \text{Ertragswert} + 1 \times \text{Substanzwert}) / 3$ .

<sup>59</sup> Dabei zählt die mit der Prognose zukünftiger Erträge verbundene Unsicherheit und der daraus abgeleiteten mangelnden Tatsachenbasis zu einem Hauptkritikpunkt an diesem Verfahren zur Unternehmensbewertung. Vgl. Zehner (1981, S. 2116), Barthel (1990, S. 1145), Bellinger (1980, S. 582).

<sup>60</sup> Beispielsweise liegt die geforderte Mindestrendite für Neuinvestitionen der in einer der Fallstudien untersuchten Fürst Thurn und Taxis Forstbetriebe bei 4% Vgl. *Kapitel 5.2.2*.

<sup>61</sup> Vgl. KPMG (1999).

<sup>62</sup> Zu den unterschiedlichen Ausprägungen des DCF-Verfahrens Entity-Methode, Adjusted Present Value-Methode, Equity-Methode) siehe Eidel (2000, S.36ff.). Vgl. auch *Fussnote 560*.

*flows*<sup>63</sup>, bei denen die persönliche Steuersituation des Eigners allerdings unberücksichtigt bleibt. Der wesentliche Unterschied zum Ertragsverfahren liegt aber in der *Kapitalmarktorientierung*. Während beim Ertragswertverfahren eine *individuelle Alternativrendite* des Eigentümers zur Diskontierung herangezogen wird, wird bei den DCF-Verfahren die *erwartete Eigenkapitalrendite*<sup>64</sup> auf Grundlage kapitalmarktorientierter Modelle *hergeleitet*, in erster Linie des CAPM<sup>65</sup>. Danach wird nur der Teil des Risikos (das sog. *systematische Risiko*) einer Anlage vom Kapitalmarkt mit einer gegenüber einer "risikolosen" Anlage höheren Rendite entgolten, der sich nicht durch Streuung der Anlage auf verschiedene Titel "wegdiversifizieren" lässt. Dabei basiert das CAPM u.a. auf der Annahme *marktfähiger, unendlich teilbarer Anteile*.<sup>66</sup> Insbesondere diese Annahme ist – wie bereits angesprochen<sup>67</sup> – im Zusammenhang mit mittelständischen Unternehmen noch nicht einmal im Ansatz gegeben. Die Anteile sind hier typischerweise *wenig fungibel* und eine umfassende *Diversifikation* – wie von der Kapitalmarkttheorie basierend auf dem Portfolio-Ansatz von Markowitz (1952, 1959) vorausgesetzt – im Regelfall *nicht möglich*. Des Weiteren ist die *Bestimmung* des systematischen Risikos und damit der *geforderten Risikoprämie* bei mittelständischen Unternehmen sehr problematisch. Für das zu bewertende Unternehmen sind meistens *keine* hierfür notwendigen repräsentativen durchschnittlichen *Marktdaten* verfügbar oder aufgrund der spezifischen Eigenheiten des Unternehmens schlichtweg nicht existent. Dadurch ist der vermeintliche Vorteil der durch die kapitalmarkttheoretische Grundlage gegebenen grösseren *Objektivität* und *Nachvollziehbarkeit* des DCF-Verfahrens gegenüber dem Ertragswertverfahren im Zusammenhang mit mittelständischen Unternehmen obsolet.

---

<sup>63</sup> In der Praxis häufig indirekt definiert als Operativer Gewinn vor Zinsen und nach Steuern, zuzüglich Abschreibungen, abzüglich der Erhöhung des Nettoumlaufvermögens, zuzüglich der Erhöhung der langfristigen Rückstellungen, abzüglich der Nettoinvestitionen. Die bereits beim Ertragswertverfahren angeführte *Prognoseproblematik* gilt hier analog.

<sup>64</sup> Dabei erfolgt bei der im Rahmen der DCF-Verfahren vorherrschenden *Entity-Methode* die Diskontierung der Freien Cashflows (vor Bedienung der Eigenkapital- und Fremdkapitalgeber) mittels der *WACC (weighted average cost of capital)*, der gewichteten bzw. durchschnittlichen Kapitalkosten, je nach Anteil Eigen- und Fremdkapital.

<sup>65</sup> Nach dem Capital Asset Pricing Model – kurz CAPM – ergibt sich die erwartete Rendite eines Wertpapiers aus dem „*risikolosen*“ *Zinssatz* zuzüglich einer „*Risikoprämie*“, deren Höhe sich nach dem *systematischen Risiko* der Anlage und der erwarteten Rendite des Marktportfolios bemisst. Das CAPM geht auf Sharpe (1964), Lintner (1965) und Mossin (1966) zurück.

<sup>66</sup> Für eine Zusammenschau und Erläuterung aller Annahmen des CAPM siehe Copeland/Weston (1992, S.194).

<sup>67</sup> Vgl. Abschnitt 2.1.2. Siehe auch Kapitel 3.2.3.

Bei einer adäquaten *Überleitung* führen beide Verfahren zu *denselben* Unternehmenswerten. Dies ist insbesondere bei der Beurteilung der Entscheidungshilfefunktion dieses Bewertungsverfahrens von Bedeutung. Die auf der Identifikation von *Werttreibern* basierenden Wertmanagementansätze wurden ursprünglich für börsennotierte Unternehmen entwickelt. Entsprechend hat sich kein Forscher explizit mit dem Ertragswertverfahren als Basis für einen Wertmanagementansatz auseinandergesetzt, eine ganze Reihe hingegen mit dem DCF-Verfahren.<sup>68</sup> Da der Diskont- und Steuersatz in diesen Modellen ohnehin *exogene* Grössen sind, lassen sich diese DCF-basierten Ansätze vergleichsweise leicht auf mittelständische Unternehmen übertragen. Insofern können DCF-Verfahren und damit verbundene Ansätze auch für mittelständische Unternehmen als Entscheidungshilfe und Instrument der Unternehmensführung dienen.

#### 2.2.2.4 EVA-Diskontierung

Das auf G. Bennet Stewart von der Unternehmensberatung Stern Stewart & Co zurückgehende EVA-Modell wurde in erster Linie als *Instrument zur wertorientierten Unternehmensführung* entwickelt. Es dient dabei u.a. zur Performancemessung, Kommunikation mit Investoren, Beurteilung von Strategien, Allokation von Kapital und zur Bewertung von Akquisitionen.<sup>69</sup> Entsprechend steht die *Entscheidungshilfefunktion* bei EVA-Modellen im Vordergrund. In der Praxis börsennotierter Grossunternehmen sind EVA-Modelle bereits weltweit verbreitet mit wachsender Bedeutung. Die Kennzahl EVA berechnet sich als *Differenz* zwischen *Betriebsgewinn* nach Steuern (NOPAT) und den *Kapitalkosten* (bestimmt aus dem Produkt des Kapitalkostensatzes WACC und dem betrieblich investierten Vermögen).<sup>70</sup> EVA repräsentiert entsprechend den (wertschaffenden) *Übergewinn* eines Unternehmens. Als Entscheidungsregel gilt, dass alle Projekte mit einem positiven Barwert zukünftiger EVA Wert schaffen.

EVA kann auch zur *Unternehmensbewertung* eingesetzt werden. Hierzu werden die zukünftig zu erwartenden EVA auf den Bewertungsstichtag kapitalisiert. Auf diese Weise erhält man den *Market Value Added* (MVA), der zusammen mit dem zu Beginn des Betrachtungszeitraums *investierten Kapitals* den (*Markt-*)Wert des Unter-

---

<sup>68</sup> Hierzu zählen Rappaport, Stewart sowie Copeland/Koller/Murrin. Vgl. *Abschnitt 2.3.1.*

<sup>69</sup> Vgl. Homepage von Stern Stewart & Co. „About Stern Stewart“ <http://www.sternstewart.com/ssabout/overview.php>

<sup>70</sup> Diese Form der EVA Berechnung wird auch als *Capital Charge*- Formel bezeichnet. Eine weitere Möglichkeit ist die Berechnung über die *Value Spread*-Formel. Vgl. *Abschnitt 2.3.2.*

*nehmens* ergibt.<sup>71</sup> Die EVA-basierte Unternehmensbewertung ist in der Praxis bislang allerdings trotz nennenswerter Vorteile<sup>72</sup> von eher untergeordneter Bedeutung. Dabei führen das weit verbreitete DCF-Verfahren und der EVA-Ansatz bei gleichem respektive konsistentem Zahlengerüst zum exakt gleichen Ergebnis: Der Barwert der Freien Cashflows entspricht dem Barwert der zukünftigen EVA zuzüglich dem investierten Kapital.<sup>73</sup>

Im Hinblick auf *mittelständische Unternehmen* entsprechen die wesentlichen Kritikpunkte (insbesondere die *Kapitalmarktorientierung*) und Einsatzmöglichkeiten den bereits unter den DCF-Verfahren gemachten Ausführungen. Im Ergebnis ist EVA zur konkreten Unternehmensbewertung eher ungeeignet, als Instrument zum Wertmanagement kann der Ansatz indes durchaus zweckdienlich sein (vgl. *Abschnitt 2.3.2*).

### 2.2.3 Marktwertorientierte Verfahren

Während marktwertorientierte Verfahren in der wissenschaftlichen Literatur eher von untergeordneter Bedeutung sind,<sup>74</sup> zählen sie in der *Praxis*, insbesondere bei Aktienanalysten, zu den *häufigsten* Verfahren der Unternehmensbewertung.<sup>75</sup> Dies trifft vor allem für börsennotierte Unternehmen zu, oder solche, die den Gang an die Börse unmittelbar planen. Bei nicht-börsennotierten Unternehmen werden marktwertorientierte Verfahren häufig im Rahmen von M&A-Transaktionen herangezogen – vorausgesetzt die hierfür notwendigen Informationen können erhoben werden.

Bei marktwertorientierten Verfahren, häufig auch als Vergleichsverfahren oder Multiplikatormethode bezeichnet, wird der Wert eines Unternehmens aus der *Marktbewer-*

---

<sup>71</sup> Der MVA lässt sich analog für künftige CVA (Cash Value Added) berechnen. Der so berechnete MVA hat in der Praxis jedoch kaum Verbreitung gefunden.

<sup>72</sup> Zu nennen sind hier die vergleichsweise leichtere Prognostizierbarkeit von Ergebnis- und Kapitalgrößen gegenüber Freien Cashflows und die Kompatibilität der Ergebnisse mit den bestehenden, typischerweise auf Ergebnisgrößen beruhenden Planungs- und Steuerungssystemen. Siehe ausführlich zu den Vorteilen einer EVA-Bewertung gegenüber einer DCF-Bewertung Hoke (2002, s. 767f.). Diese und weitere Vorteile sind allerdings nicht unumstritten. Vgl. *Absatz 2.3.2*.

<sup>73</sup> Dieser Zusammenhang ist theoretisch begründet durch das sog. *Lücke-Theorem*, wonach der Barwert zukünftiger Zahlungsüberschüsse dem Barwert der um die Kapitalkosten verminderten zukünftigen Ergebnisse entspricht. Vgl. Hoke (2002, S. 766).

<sup>74</sup> Allerdings finden sie zum Teil Eingang in neueren akademischen Lehrbüchern zur Unternehmensbewertung wie Palepu/Healy/Bernard (2000), Eidel (2000), Damodaran (2001) und Spremann (2002).

<sup>75</sup> Vgl. Fernández (2001c, S. 2), KPMG (1999), Morgan Stanley Dean Witter (1999).



*tung vergleichbarer Unternehmen* abgeleitet.<sup>76</sup> Dabei werden auf Basis dieser Unternehmen Kennzahlen (Multiplikatoren oder *Multiples*) gebildet, die *Marktwerte* (des Eigenkapitals oder des Gesamtunternehmens) in *Relation* zu bestimmten *Unternehmensgrößen* (wie EBIT, Gewinn, Umsatz, Anzahl Kunden etc.) setzen. Der so ermittelte, für die Gruppe der vergleichbaren Unternehmen als repräsentativ erachtete Multiplikator (z.B. das durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis, KGV) wird alsdann mit der korrespondierenden Bezugsgröße (z.B. Gewinn) des zu bewertenden Unternehmens multipliziert. Auf diese Weise erhält man eine Indikation, wie der Markt das Unternehmen auf Basis der als relevant erachteten Bezugsgröße bewerten wird. Zu den gebräuchlichsten Multiplikatoren zählen das KGV (der häufigste Multiplikator), das Kurs/Umsatz-Verhältnis, Enterprise Value<sup>77</sup> (EV)/Umsatz und EV/EBIT. Welcher Multiplikator im konkreten Fall angewandt wird, ist v.a. *branchenabhängig*.<sup>78</sup> Im Regelfall werden verschiedene Multiplikatoren zur Bewertung herangezogen, um eine *Bewertungsbandbreite* aus Marktsicht zu ermitteln.

*Hauptproblematik* bei diesem Verfahren ist, dass häufig nur wenige (insbesondere im Hinblick auf Risiko- und Margenprofil) direkt *vergleichbare Unternehmen* am Markt existieren und die *spezifischen Besonderheiten* eines Unternehmens keine Berücksichtigung finden. Dies gilt umso mehr für mittelständische Unternehmen, wobei hier noch das Problem der *Datenverfügbarkeit* hinzutritt. D.h. auch wenn man ein vergleichbares Unternehmen gefunden hat, das nicht börsennotiert ist und gerade verkauft wurde, sind die für die Multiplikatorenbildung notwendigen Daten (man spricht in diesem Fall auch von *transaction multiples*) meist nicht zugänglich.

Während die marktwertorientierten Verfahren eine sinnvolle *Ergänzung* (insbesondere für einen Plausibilitätscheck) bei der Bewertung börsennotierter Unternehmen darstellen, ist ihre Einsatzfähigkeit bei mittelständischen Unternehmen als relativ gering zu beurteilen. Ebenso eingeschränkt ist die *Entscheidungshilfefunktion* der marktwertori-

---

<sup>76</sup> Dabei lassen sich die marktwertorientierten Verfahren unterteilen in den „*Comparable Company Approach*“ (hier werden die Preise vergleichbarer börsennotierter Unternehmen herangezogen), den „*Comparable Acquisition Approach*“ (hier werden die Preise abgeschlossener Akquisitionen vergleichbarer Unternehmen herangezogen) und „*Initial Public Offering Approach*“ (hier werden die Preise für erstmalige Börsenplazierungen herangezogen, im Regelfall aber auch nur im Rahmen von Börseneinführungen). Vgl. Eidel (2000, S. 95). Für einen umfassenden Überblick der marktwertorientierten Verfahren siehe Weber-Henschel (2002, 19ff.).

<sup>77</sup> Hier wird zusätzlich zur Marktbewertung des Eigenkapitals auch noch die Nettoverschuldung des Unternehmens berücksichtigt.

<sup>78</sup> Für eine Übersicht wichtiger branchenspezifischer Multiplikatoren inklusive Erläuterungen siehe Fernández (2001c).

entierten Verfahren. Bei börsennotierten Unternehmen mag der Vergleich des als relevant erachteten Branchenmultiplikators mit der korrespondierenden Unternehmenskenngrösse in manchen Fällen anstehende Entscheidungen der Unternehmensführung beeinflussen. Der jeweilige *Werttreiber* ist dabei stets klar ersichtlich: die *Bezugsgrösse* des Multiplikators. Für einen umfassenden *Wertmanagementansatz* sind marktwertorientierte Unternehmensbewertungsverfahren aber neben den bereits erwähnten Problematiken u.a. auch wegen ihrer Eindimensionalität respektive Trivialität nicht geeignet.

## 2.2.4 Realoptionenbasierte Verfahren

Seit Dixit/Pindyck (1994, 1995) ziehen Realoptionenmodelle in der wissenschaftlichen Literatur grosses Interesse auf sich<sup>79</sup> und stehen immer noch im Mittelpunkt zahlreicher Publikationen.<sup>80</sup> Obwohl von vielen Seiten tradiert wird, dass der Einsatz realoptionenbasierter Modelle in der Praxis einen stetig wachsenden Stellenwert einnimmt,<sup>81</sup> kann bislang von einer untergeordneten Bedeutung ausgegangen werden.<sup>82</sup> Dies ist v.a. auf die *Komplexität* und die mit der *Implementierung* verbundenen Probleme zurückzuführen.

Die Realoptionenmodelle setzen an einer wesentlichen Schwäche der in der Praxis vorherrschenden diskontierungsbasierten Bewertungsverfahren an. Letztere, wie das weit verbreitete DCF-Verfahren, basieren auf der Unterstellung eines *einzigsten* "schicksalhaften" Wegs in die Zukunft.<sup>83</sup> Alle unternehmerischen Entscheidungen werden wie *Jetzt-oder-nie-Entscheidungen* behandelt.<sup>84</sup> Entsprechend bleibt der Wert von *Entscheidungs- bzw. Handlungsflexibilität* unberücksichtigt.<sup>85</sup> Dabei ist es in einer dyna-

---

<sup>79</sup> So stehen Realoptionen im Zentrum, ganzer Lehrbücher wie z.B. Mun (2002), Copeland/Antikarov (2001), Trigeorgis (1996).

<sup>80</sup> Zu den neusten Beiträgen zählen Alesii (2004), Smith/Thompson (2004), Smit/van den Berg/de Maeseneire (2004), Schwartz (2004), Datar/Mathews (2004), Doh/Pearce (2004), Crasselt (2004).

<sup>81</sup> Vgl. Borison (2001, S. 12), Pritsch/Weber (2001, S. 15f.).

<sup>82</sup> Busby/Pitts (1997), Howell/Jägle (1997), Grenadier/Weiss (1997) und für Unternehmen in Deutschland Vollrath (2001) widmen sich der Fragestellung der Bedeutung von Realoptionen in der *Praxis*. Danach berücksichtigen Manager Realoptionen - wenn überhaupt - in erster Linie *intuitiv*.

<sup>83</sup> Vgl. Borison (2001, S. 8).

<sup>84</sup> Vgl. Weber-Henschel (2002, S. 37). Ein weiterer entscheidender Unterschied zwischen DCF und Realoptionen liegt in der Berücksichtigung des Risikos. Vgl. Samis/Laughton/Poulin (2003).

<sup>85</sup> Als typische Beispiele für die Relevanz von Handlungsflexibilität können *Investitionsprojekte* genannt werden, deren Start von der *Aufklärung* einer für den Projekterfolg entscheidenden *Unsicherheit* abhängt. Des Wei-

mischen Welt gerade Aufgabe des Managements, die unternehmerische Handlungsstrategie nach dem Eintritt unvorhergesehener Umweltzustände oder dem Auflösen von Unsicherheit anzupassen. Handlungssflexibilitäten stellen *Optionsrechte* für das Management dar, die grundsätzlich analog zu *Finanzoptionen* zu bewerten sind.<sup>86</sup> Realloptionen lassen sich weiter klassifizieren beispielsweise in *Lernoptionen*, *Wachstumsoptionen* und *Versicherungsoptionen*.<sup>87</sup>

Mittels realoptionsbasierter Bewertungsverfahren können unter gewissen Voraussetzungen Investitionen, Strategien, Unternehmensteile oder auch ganze Unternehmen als Realoption interpretiert werden. Dabei sind im Zusammenhang mit Realoptionen generell *zwei* alternative Vorgehensweisen der Bewertung möglich:<sup>88</sup> Entweder das ganze Bewertungsobjekt wird als Option aufgefasst. Beispielsweise kann aus dieser Sichtweise der *Shareholder Value* eines Unternehmens als europäische Kaufoption (*Call*)<sup>89</sup> auf den ganzen Unternehmenswert interpretiert werden.<sup>90</sup> Alternativ kann das zu bewertende Objekt als statischer Kapitalwert (z.B. der Unternehmenswert nach *DCF*) berechnet werden *zuzüglich* des Werts seiner *Realoptionen* (z.B. *zuzüglich* des Werts der Flexibilität des Unternehmens, seinen Geschäftsplan zu ändern).<sup>91</sup>

Wie bei den EVA-Modellen steht aber auch bei den Realoptionenmodellen nicht die Unternehmensbewertung, sondern die *Entscheidungshilfefunktion* (v.a. als Investitionsrechnungsverfahren) für eine *wertorientierte Unternehmensführung* im Vordergrund. Es geht in erster Linie um mit einem Investitionsprojekt oder einer Strategie

---

teren *Forschungs- und Entwicklungsprojekte*, die typischerweise in *Projektphasen* budgetiert werden und deren Weiterführung nach jeder Phase je nach Projektentwicklung neu entschieden wird.

<sup>86</sup> Vgl. Hommel/Pritsch (1999a, S. 121).

<sup>87</sup> *Lernoptionen* ermöglichen einem Unternehmen abzuwarten und durch neue Informationen zu „lernen“, bevor sie sich für eine Bindung ihrer finanziellen Ressourcen entscheiden. *Wachstumsoptionen* eröffnen Unternehmen die Chance in die Verbesserung ihrer Wettbewerbsposition zu investieren und in Folge neue Gewinnpotenziale zu realisieren. Durch *Versicherungsoptionen* haben Unternehmen die Möglichkeit auf ungünstige Marktentwicklungen zu reagieren, beispielsweise durch die Anpassung/Reduktion ihrer Produktionskapazitäten. Vgl. Hommel/Pritsch (1999a, S. 125 f.). Eine andere, ähnliche Unterscheidung ist die Einteilung in *Flexibilitätsoptionen*, *Investitionsoptionen* und *Deinvestitionsoptionen*. Des Weiteren besteht die Möglichkeit, Realoptionen analog zu Finanzoptionen in Optionen mit *Call*- oder *Put*-Charakter zu klassifizieren.

<sup>88</sup> Vgl. Hommel/Pritsch (1999b, S. 12).

<sup>89</sup> Europäische Optionen können im Gegensatz zu amerikanischen Optionen nur am Ende der Laufzeit ausgeübt werden.

<sup>90</sup> Vgl. Dahlheim/Wieland (2001, S. 99).

<sup>91</sup> Vgl. Spremann (2002, S. 179).

verbundene Fragstellungen, wie "ob", "wann" und "in welchem Ausmass" eine zur Entscheidung anstehende Handlung vorzunehmen ist. Dabei kann der Realoptionswert und damit der Unternehmenswert – anderes als bei Finanzoptionen – durch gezielte *Steuerung* der einzelnen *Werttreiber* gesteigert werden (vgl. *Abschnitt 2.3.5*).<sup>92</sup> Allgemein ist die Vernachlässigung von Realoptionen bei unternehmerischen Entscheidungen umso gravierender, je grösser die *Unsicherheit zu Beginn* ist, je deutlicher sich der Entscheidungsprozess in mehrere (Investitions-)Phasen unterteilen lässt und je länger seine *Gesamtdauer* ist.

So bestechend die Realoptionsmodelle in der Theorie sind, so problematisch ist ihr Einsatz in der Praxis. Anders als bei den bisher diskutierten Bewertungsverfahren hat sich weder ein einheitliches Vorgehen für ihre Implementierung herausgebildet noch eine einheitliche Methode zur Bewertung.<sup>93</sup> Problematisch bei der Bewertung ist insbesondere, dass Realoptionen im Gegensatz zu Finanzoptionen typischerweise *nicht replizierbar* sind und eine *direkte* Übertragung der für Finanzoptionen entwickelten Formeln, wie z.B. der *Black-Scholes-Formel*, im Regelfall nicht möglich ist (vgl. *Abschnitt 2.3.5*).<sup>94</sup> Weitere wesentliche Schwierigkeiten im Zusammenhang mit Realoptionen sind (a) deren aufgrund ihrer technischen Komplexität vergleichsweise *schwierigere Kommunizierbarkeit*, (b) die Bestimmung der für die Bewertung notwendigen *Parameter*, (c) im besonderen die Bestimmung und Quantifizierung der *Volatilität* der

---

<sup>92</sup> Vgl. Hommel/Pritsch (1999b, S. 4).

<sup>93</sup> Dabei gibt es wiederum in der wissenschaftlichen Literatur sehr wohl Beiträge, die sich in der Lösung dieser Problematik versuchen. Vgl. z.B. Hommel/Pritsch (1999a) und (1999b) für eine Implementierungsanleitung für Unternehmen. Für eine praxisorientierte Darstellung von Realoptionen siehe auch Mun (2002), Brach (2002), Hommel/Scholich/Vollrath (2001), Copeland/Antikavov (2001). Dabei scheint eine weitgehende Vereinheitlichung von Realoptionsmodellen gar nicht möglich. So lassen sich in der Literatur für verschiedenste unternehmerische Fragstellungen jeweils eigens entwickelte Realoptionsmodelle finden. Siehe z.B. für Realoptionen bei Goldminen Colwell/Henker/Ho (2002), zur Bewertung von Investitionen in Informationstechnologie Schwartz/Zozaya-Gorostiza (2000), für Patente und F&E Schwartz (2004), für Produktentwicklung und Marktexpansion Gamba/Micalizzi (2003) und für Fusionen und Akquisitionen Pereira/Armada (2002).

<sup>94</sup> Zu den Limitationen der Finanzoptionsanalogie im Einzelnen siehe Hommel/Pritsch (1999, S. 15. ff.). Dieser Problematik kann grundsätzlich die Verwendung anspruchsvollerer Optionsbewertungsverfahren entgegengesetzt werden. Beispielsweise hat Fernández (2001c, S. 19) ein modifiziertes Black-Scholes-Modell zur Bewertung nicht-replizierbarer Realoptionen entwickelt. In jedem Fall eignet sich die Optionsanalogie sehr gut zur *Identifikation* und *Kommunikation* von auf Flexibilität basierenden strategischen Werten. Im Hinblick auf die *Quantifizierung* bleibt festzuhalten, dass hier i.d.R. weniger der Erfüllungsgrad der Analogieprämissen entscheidend ist als die in die Bewertung eingehenden *ökonomischen Annahmen*. Vgl. Hommel/Pritsch (1999a, S. 125), Hommel/Pritsch (1999b, S.5, S.15).

Unsicherheitsquellen und (d) die Kalibrierung der *Exklusivität* der Option.<sup>95</sup> In jedem Fall wird die *adäquate Bewertung von Realoptionen* weniger akkurat ausfallen als die einer Finanzoption.

Im Hinblick auf *mittelständische Unternehmen* ist die Berücksichtigung von Realoptionen zu empfehlen, da hier der *Flexibilität* eine besonders grosse Rolle zukommt. Flexibilität ist ein Charakteristikum wie auch *Erfolgsfaktor* von mittelständischen Unternehmen.<sup>96</sup> Intuitiv ist einleuchtend, dass kleinere Unternehmen schneller reagieren können als Grossunternehmen. Entsprechend liegt es nahe, dass ein Wertmanagementansatz für mittelständische Unternehmen Realoptionen und ihren Wert berücksichtigen sollte. Auf der anderen Seite wiegen die angesprochenen Nachteile respektive Schwierigkeiten bei mittelständischen Unternehmen um so schwerer. Unter Beachtung der *Verhältnismässigkeit* – aber auch der Erhaltung von Flexibilität – sind hier die mit einem Wertmanagementansatz verbundene Komplexität und Aufwand in jedem Fall in engen Grenzen zu halten. Erleichternd mag in diesem Zusammenhang wirken, dass es sich bei mittelständischen Unternehmen häufig um *Ein-Produkt-Unternehmen* handelt. Dies kann bedeuten, dass ihr Realoptionenportfolio vergleichsweise überschaubar ist und im Zeitverlauf kaum Änderungen unterliegt. Auch wenn sich eine genaue formalisierte *Quantifizierung* von Realoptionen für den Grossteil von mittelständische Unternehmen nicht anbieten mag, sollte grundsätzlich ihre *Existenz* und insbesondere ihre *Werttreiber* im Rahmen des (strategischen) Wertmanagements auf jeden Fall berücksichtigt werden.

### 2.2.5 Wissensbasierte Verfahren

Ein weiteres sehr neues, um 2000 etabliertes Paradigma der Unternehmensbewertung ist die Berücksichtigung von *Intellektuellem Kapital*.<sup>97</sup> Seine heftige Diskussion wurde ursprünglich von dem Wirtschaftsjournalisten Thomas A. Stewart mit seinem 1994 in der Zeitschrift Fortune erschienen Artikel "*Your Company's Most Valuable Asset: Intellectual Capital*" losgetreten. Intellektuelles Kapital – auch als *Wissenskapital* bezeichnet – hat sich gegenüber dem Sachkapital zum zentralen Erfolgsfaktor im Wett-

---

<sup>95</sup> Vgl. Fernández (2001a, S. 2).

<sup>96</sup> Vgl. *Kapitel 3.1.3*.

<sup>97</sup> Vgl. Spremann (2002, S. 181).

bewerb von Unternehmen entwickelt.<sup>98</sup> Schätzungen gemäss – die allerdings eine grosse Schwankungsbreite aufweisen – lassen sich durchschnittlich etwa 50% des Unternehmenswerts (oder mehr)<sup>99</sup> bzw. über 80% ihrer Wertschöpfung<sup>100</sup> auf das Intellektuelle Kapital zurückführen. Dabei gibt es bislang weder eine einheitliche Definition<sup>101</sup> noch ein einheitliches Verfahren zu seiner Bewertung und Steuerung. Konsens herrscht darüber, dass es sich beim Intellektuellen Kapital um immaterielle Vermögenswerte eines Unternehmens handelt, die im Regelfall nicht in der Bilanz erfasst werden. Nach Spremann handelt es sich beim Intellektuellen Kapital um "die Fähigkeit einer *Unternehmung* mit Sachkapital *nachhaltige Gewinne* zu erzielen, wobei die Wertschöpfung auf den kompetenten und kreativen Menschen und seine Arbeit, seine intellektuelle und kreative Leistung zurückgeht."<sup>102</sup> Überwiegend wird sein Wert als *Differenz des Marktwerts* des börsennotierten Unternehmens und seines *materielles Vermögens* (Buchwerte) aufgefasst.<sup>103</sup> Entsprechend repräsentiert das Intellektuelle Kapital die *Erwartungen* der Investoren bezüglich der Fähigkeit des Unternehmens auf Basis der immateriellen Vermögenswerte zukünftig Gewinne zu erwirtschaften.

---

<sup>98</sup> Vgl. Edvinsson/Brüning (2000, S. 14), Rastogi (2003, S. 247). Pena zeigt eine signifikant positive Korrelation von Intellektuellem Kapital und Unternehmenserfolg auf. Vgl. Pena (2002, S. 181).

<sup>99</sup> Vgl. VisioConsult, <http://www.visio-consult.de/intro.html> (im Internet abgerufen am 17.08.2004), Sveiby (1998, S. 23), basiert auf das *Market-to-Book-Verhältnis* (M/B), bei dem der Marktwert des Eigenkapitals seinem Buchwert gegenübergestellt wird. Sveiby zeigt, dass die Bedeutung des so gemessenen Intellektuellen Kapitals je nach Branche variiert. Am grössten ist sie in der Gesundheitsvorsorge, bei Getränken & Tabak, bei Medien und bei Dienstleistungen, am geringsten in der Holzverarbeitung, bei Banken, beim Automobilbau und bei Immobilien. Andere Studien kommen je nach Stichprobe, Betrachtungszeitpunkt und Marktsegment zu zum Teil sehr viel höheren M/B-Werten. Vgl. Lev (2001), Core/Guay/Buskirk (2001), Pfeil (2003). Gründe für besonders hohe M/B-Werte können z.B. *Irrationalität (Bubble)*, hohe *Zukunftserwartungen* (Technologiebranche, Wachstumsunternehmen) oder starke *Marken* (häufig bei börsennotierten Grossunternehmen) sein. Gemäss einer Analyse des *Brooking Institute* werden momentan je nach Unternehmensart zwischen 50% und 95% der Vermögenswerte eines Unternehmens nicht in seiner Bilanz erfasst. Vgl. Blair (2000): *New Ways Needed to Assess New Economy*, <http://www.brook.edu/views/op-ed/blairm/20001113.htm>, abgerufen am 27.08.2004. Allgemein ist davon auszugehen, dass die Betrachtung von M/B-Werten die Bedeutung des Intellektuellen Kapitals insofern überschätzt, als dass Buchwerte infolge des *Vorsichtsprinzip* den wahren Wert des Sachkapitals häufig unzureichend abbilden.

<sup>100</sup> Vgl. Edvinsson/Brüning (2000, S. 14).

<sup>101</sup> In Abweichung von den meisten anderen Autoren sieht beispielsweise Fernández den *Markenwert (brand value)* eines Unternehmens nicht als Teil seines Intellektuellen Kapitals, sondern als einen separat zu bewertenden immateriellen Vermögenswert an. Vgl. Fernández (2001a, S. 6).

<sup>102</sup> Vgl. Spremann (2002, S. 182).

<sup>103</sup> Diese Betrachtungsweise vernachlässigt allerdings psychologische oder irrationale Einflussfaktoren auf die Preisbildung. Vgl. Pfeil (2003, S. 13).

Neben *summarischen/deduktiven* Verfahren zur Bewertung des Intellektuellen Kapitals, bei denen die Bezifferung der "*Marktwert-Buchwert-Lücke*" im Vordergrund steht und die Zusammensetzung des Intellektuellen Kapitals eine *Black Box* darstellt, existieren auch *analytische/induktive* Verfahren, die an der Mikrobetrachtung des Unternehmens ansetzen.<sup>104</sup> Des Weiteren kann zwischen *monetären* und *nicht-monetären* Verfahren unterschieden werden. Das bekannteste nicht-monetäre Verfahren ist die auf Kaplan/Norton (1992, 1996) zurückgehende *Balanced Scorecard*.

Aufgrund der mit einer umfassenden monetären *bottom-up-Bewertung* des Intellektuellen Kapitals verbundenen Schwierigkeiten,<sup>105</sup> spielen wissensbasierte Bewertungsverfahren keine bzw. eine stark untergeordnete Rolle bei der Bestimmung des Fundamentalwerts (des "wahren" oder intrinsischen Werts) z.B. durch Finanzanalysten und/oder im Rahmen eines Unternehmenskaufs oder -verkaufs. Standardisierte Tools zur Messung von Intellektuellem Kapital fehlen bislang ebenso wie eine einheitliche Bilanzierung und weitreichende Akzeptanz dieses Ansatzes am Kapitalmarkt.<sup>106</sup>

Im Zusammenhang mit dem *Management* von Intellektuellem Kapital wegweisend sind dabei nicht-monetäre Ansätze wie der *Skandia Navigator* oder die in *Abschnitt 2.3.6* beschriebene *Balanced Scorecard*. Ausgangspunkt für Identifikation, Operationalisierung und Überwachung von Werttreibern bildet dabei die Aufteilung des Intellektuellen Kapitals in typische Komponenten, bei Skandia *Humankapital* (das zum Angebot von Produkten notwendige Wissen und die Fähigkeiten Einzelner), *Kundenkapital* (das Bindungspotenzial von Kunden) und *Organisationskapital* (der Beitrag von Informationen, implementierten Prozessen und Technologien); die beiden letzteren werden unter dem Begriff *Strukturkapital* zusammengefasst.<sup>107</sup>

---

<sup>104</sup> Für eine entsprechende Übersicht und Klassifizierung der Verfahren siehe North/Probst/Romhardt (1998, S.159ff.). Sveiby (2004) liefert eine Zusammenschau, Kurzbeschreibung und Klassifizierung von 28 Methoden zur Bewertung von immateriellen Vermögenswerten. Er unterscheidet dabei zwischen (a) direkten Methoden zur Bestimmung des Intellektuellen Kapitals, (b) Marktkapitalisierungsmethoden, (c) Return-On-Assets-Methoden (ROA) und (d) Scorecard-Methoden. Letztere sind nicht-monetär. Vgl. Sveiby (2004): *Methods for Measuring Intangible Assets*, <http://www.sveiby.com/articles/IntangibleMethods.htm>, abgerufen am 24.08.2004.

<sup>105</sup> Vgl. ebenda.

<sup>106</sup> Allerdings soll der für die Bilanzierung börsennotierter Unternehmen geltende International Accounting Standard (IAS) mittelfristig um die Bewertung des Intellektuellen Kapitals erweitert werden. Mit der Bilanzierungspflicht des Intellektuellen Kapitals werden international im Wettbewerb stehende Unternehmen nach der Entwicklung von Handlungsrichtlinien streben, auf welche Weise sich durch die neuen Standards zur Berechnung ihres Intellektuellen Kapitals Wettbewerbsvorteile realisieren lassen.

<sup>107</sup> Vgl. Skandia (1998, S. 4), Bontis (2001, S. 45).

Es kann davon ausgegangen werden, dass die Bedeutung von Intellektuellem Kapital (v.a. Humankapital) gerade auch bei *mittelständischen Unternehmen* gross ist.<sup>108</sup> Wenn der Einfluss der verschiedenen Komponenten des Intellektuellen Kapitals im spezifischen Fall auch variieren mag, kann das mit dem typischerweise angebotenen *einen Produkt* im Zusammenhang stehende relevante Wissen (*Humankapital*) häufig wettbewerbsentscheidend sein. Gleichzeitig wird in vielen Fällen ein Unternehmer (Eigentümer und Geschäftsführer in Personalunion) einen wesentlichen Anteil am Humankapital auf sich vereinen. Um diese Personenabhängigkeit zu reduzieren, muss das Wissen *explizit* gemacht werden.<sup>109</sup> Die Implementierung eines Verfahrens zum Wissensmanagement kann hier bei der *Steuerung spezifischer Werttreiber* des Intellektuellen Kapitals *Transparenz* schaffen und gleichzeitig als Mittel zur *Unternehmenskommunikation* genutzt werden. Das Wissensmanagementsystem muss dabei einfach, klar und überschaubar sein, damit der Grundsatz der Verhältnismässigkeit gewahrt wird.

### 2.3 Steigerung des Unternehmenswerts

Je nach verwendeter Bewertungsmethode lassen sich unterschiedliche *Werttreiber* identifizieren, welche direkt oder indirekt auf den Unternehmenswert wirken. Einzelne Werttreiber lassen sich zu einem umfassenden *Werttreibersystem* zusammenfassen. Ziel dieses Kapitels ist, ein Verständnis für die verschiedenen Werttreiber(systeme), ihre Relation untereinander und auch für ihre gegenseitige Überschneidung zu schaffen. Der Fokus liegt dabei auf den vier bekanntesten aus den *diskontierungsbasierten* Bewertungsverfahren abgeleiteten Wertmanagementansätzen, da diese momentan in der Praxis überwiegend eingesetzt werden: *SVA* (Shareholder Value Added), *EVA*, *EP* (Economic Profit) und *CVA* (Cash Value Added).<sup>110</sup> Bei EP und CVA handelt es sich

---

<sup>108</sup> Vgl. Müller (2002, S. 412, 414).

<sup>109</sup> Während *implizites* Wissen vor allem in den Köpfen ist und sich nur schwer formulieren lässt, ist *explizites* Wissen vom Wissensträger unabhängig, sprachlich dokumentiert und Dritten zugänglich. Die Klassifikation in explizites und implizites Wissen geht auf Polanyi (1985) zurück.

<sup>110</sup> Teilweise werden in der Literatur auch EVA- und CVA-Wertmanagementansätze unter Ansätzen nach der DCF-Methodik subsumiert. Vgl. Wortmann, A. (2001, S. 96ff.). Die hier vorgenommene separate Darstellung soll die Eigenständigkeit und Besonderheit der beiden Ansätze betonen.



wie bei EVA um Übergewinnmodelle, entsprechend weisen sie starke Parallelitäten zum EVA-Konzept auf.<sup>111</sup>

Im Anschluss an die diskontierungsbasierten Wertmanagementansätze werden die Werttreiber von *Realoptionen* aufgrund der besonderen Bedeutung der *Flexibilität* für mittelständische Unternehmen behandelt. Den Abschluss des Kapitels bildet eine kurze Darstellung der *Balanced Scorecard* als bekanntestem qualitativem Wertmanagementansatz.<sup>112</sup> Grundlegende Idee ist hier, dass Wert über den Aufbau von Wissen geschaffen wird. Entsprechend kann *Wissensmanagement* als eine Form des *Wertmanagements* interpretiert werden. Dabei ermöglicht die *Balanced Scorecard* massgeschneiderte Lösungen für mittelständische Unternehmen und ihre konkreten Probleme.<sup>113</sup>

Die Kenntnis der Werttreiber dient der Identifizierung und Realisierung von künftigen *Wertsteigerungspotenzialen*. Ausgangspunkt stellen die jeweiligen Bewertungsformeln bzw. die sie beeinflussenden Parameter dar.<sup>114</sup> Sie bilden die Grundlage für den in *Kapitel 7* entwickelten Wertmanagementansatz für mittelständische Unternehmen. Es wird jedoch vermutet, dass in mittelständischen Unternehmen neben der wissenschaftlichen Korrektheit der Messgrößen, auch eine professionelle Implementierung für den erfolgreichen Einsatz wertorientierter Managementsysteme entscheidend ist.<sup>115</sup> Im Folgenden wird neben den im Zentrum der Ausführungen stehenden intern beeinflussbaren *Werttreibern* auch auf die wichtigsten *äusseren Messgrößen der Wertänderung*<sup>116</sup> eingegangen.

---

<sup>111</sup> Aus diesem Grund wurde im vorangegangenen *Abschnitt 2.2* Unternehmensbewertung als Entscheidungshilfe auf eine gesonderte Darstellung von Economic Profit und CVA verzichtet. Aufgrund ihrer Bedeutung als Wertmanagementansatz in der Praxis werden sie in diesem Abschnitt gesondert dargestellt.

<sup>112</sup> Vgl. *Abschnitt 2.2*.

<sup>113</sup> Vgl. Müller (2002, S. 413).

<sup>114</sup> Somit ist gewährleistet, dass nur „harte“, finanzielle Faktoren in das Werttreibersystem einfließen. „Weiche“ Faktoren wie Marken, Humankapital, Wissen, Kundenstamm und die Finanzkommunikation sollten sich über kurz oder lang auf einen oder mehrere der harten Faktoren und somit auf die Unternehmensbewertung auswirken.

<sup>115</sup> Vgl. hierzu die empirische Studie von Haspeslagh/Noda/Boulos (2001), deren Titel eines im Harvard Business Review veröffentlichten Artikels bereits die Kernaussage ihrer empirischen Analysen enthält: „*Managing for Value: It's not just about the numbers*“.

<sup>116</sup> *Innere Messgrößen* können direkt durch Aktionen des Managements beeinflusst werden. Sie sind für das Management von zentraler Bedeutung. Da eine Angleichung der Innen- an die Aussenperspektive ein zentrales Ziel der wertorientierten Führung ist, sollten sie eine hohe Korrelation zu den *äusseren Messgrößen* haben, die für die Investitionsentscheidungen der (externen) Eigentümer der Unternehmen relevant und direkt am Markt

### 2.3.1 Der Ansatz von Rappaport: DCF/SVA

Nach Rappaport ist der DCF-Wert die *intern* zu maximierende Grösse (Innenperspektive), da er die höchste Korrelation zum tatsächlich beobachtbaren *Marktwert* (Aussenperspektive) eines Unternehmens hat.<sup>117</sup> In seinem Hauptwerk *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance* von 1986 identifiziert Rappaport sieben generische Werttreiber, die den Unternehmenswert determinieren und alle (wesentlichen) Bewertungsparameter der DCF-Arithmetik umfassen:<sup>118</sup> die Wachstumsrate des Umsatzes, die betriebliche Gewinnmarge<sup>119</sup>, der (Cash-)Ertragssteuersatz<sup>120</sup>, Nettoinvestitionen in das Umlaufvermögen, Nettoinvestitionen in das Anlagevermögen, der Kapitalkostensatz (WACC) und die Länge der Prognoseperiode.<sup>121</sup>

Im Rahmen seines "*Shareholder-Value-Netzwerks*" zeigt Rappaport die Verbindungen zwischen Führungsentscheidungen, Werttreibern, Bewertungskomponenten<sup>122</sup> und der Zielsetzung des Unternehmens, Wert zu schaffen. Durch diese Systematisierung leistet er eine Hilfe bei der Fragestellung, welche Art von Führungsentscheidungen auf welche Werttreiber wirken: Entscheidungen, die das *laufende Geschäft* betreffen (z.B. Produktsortiment, Preispolitik, Werbung), beeinflussen das Umsatzwachstum, die betriebliche Gewinnmarge und den Cash-Ertragssteuersatz. *Investitionsentscheidungen*

---

beobachtbar sind. Letztere sind stark von den Marktentwicklungen und Erwartungen der Investoren geprägt, sodass sie sich für die direkte Steuerung kaum eignen. Zusammenhänge können nur teilweise durch das bis heute noch dominierende Marktmodell, das CAPM, erklärt werden. Vgl. Spremann/Pfeil/Weckbach (2001, S. 37 ff.).

<sup>117</sup> Die hohe Korrelation zwischen DCF und Marktwert belegt Rappaport durch empirische Studien über die Automobilbranche.

<sup>118</sup> Die direkte Berechnung des Freien Cashflows als Differenz zwischen Einzahlungen und Auszahlungen kann umgeschrieben werden in:  $[(\text{Umsatz des Vorjahres}) \times (1 + \text{Umsatzwachstumsrate}) \times (\text{betriebliche Gewinnmarge}) \times (1 - \text{Cash-Ertragssteuersatz})] - (\text{Nettoinvestitionen ins Anlagevermögen und ins Umlaufvermögen})$ . Geht man von im Zeitverlauf konstanten Werten dieser sieben Werttreiber aus, wachsen die Freien Cashflows in seinem Modell innerhalb der Prognoseperiode mit der Wachstumsrate des Umsatzes. Vgl. Rappaport (1999, S.41).

<sup>119</sup> Berechnet als EBIT/Umsatz.

<sup>120</sup> Der Cash-Ertragssteuersatz unterscheidet sich insofern vom gesetzlich vorgeschriebenen Ertragssteuersatz, als hier die Möglichkeiten der Steuerschonung mittels Steuergutschriften, steuerlicher Absetzungsmöglichkeiten von Investitionen, beschleunigter Abschreibung etc. berücksichtigt werden. Vgl. Rappaport (1999, S. 57).

<sup>121</sup> Vgl. Rappaport (1986, S. 50f.).

<sup>122</sup> Sie umfassen den Freien Cashflow, Diskontsatz und das Fremdkapital. Letzteres wird nach der Kapitalisierung der Freien Cashflows mit dem Diskontsatz vom so erhaltenen Gesamtunternehmenswert abgezogen, um zum Marktwert des Eigenkapitals, dem Shareholder Value, zu gelangen.

beeinflussen selbstredend die Nettoinvestitionen ins Umlauf- und Anlagevermögen, *Finanzierungsentscheidungen* die Kapitalkosten.<sup>123</sup>

Als *Wertsteigerungsmass* für eine bestimmte Periode wird der *Shareholder Value Added (SVA)* eingeführt. Er berechnet sich aus dem Barwert der künftigen Cashflows zuzüglich des Gegenwartswerts der Liquidation am Ende der Prognoseperiode abzüglich des aktuellen Liquidationswerts.<sup>124</sup> Alternativ kann auch die Jahr für Jahr kapitalisierte und auf die Gegenwart abdiskontierte Erhöhung des NOPAT herangezogen werden. Der SVA ergibt sich dann aus der Differenz des Gegenwartswerts der kapitalisierten Erhöhung der NOPAT und dem Gegenwartswert der zusätzlichen Investitionen.<sup>125</sup>

Des Weiteren etabliert Rappaport den Begriff der *kritischen Marge*. Sie entspricht genau der betrieblichen Gewinnmarge, die je Periode notwendig ist, damit der Shareholder Value in seiner Höhe unverändert bleibt. Auf diese Weise repräsentiert sie eine *wertorientierte Break-even Analyse*. Anders ausgedrückt: Die kritische Marge ist genau die betriebliche Gewinnmarge, bei der eine gerade noch ausreichende Mindestrendite erzielt wird, die *Kapitalkosten* (WACC).

Basierend auf dem Ansatz von Rappaport wurde das Konzept des betrieblichen *Übergewinns* entwickelt, bei dem davon ausgegangen wird, dass nur eine über den Kapitalkosten liegende Rentabilität zusätzlichen Wert schafft.<sup>126</sup> Die Kapitalkosten spiegeln die Erwartungen des Marktes an den Gewinn wieder. Ein *Übergewinn* bedeutet ein *Übertreffen* dieser Erwartungen.<sup>127</sup> Die drei bedeutendsten Vertreter dieses Ansatzes sind Stewart, Copeland/Koller/Murrin und The Boston Consulting Group. Die nachstehenden Ansätze unterscheiden sich im Wesentlichen hinsichtlich ihrer Orientierung an buchhalterischen bzw. ökonomischen Bezugsgrößen zur Errechnung des Übergewinns. Es besteht vereinfacht ein Zielkonflikt zwischen der Einfachheit der Umsetzung (buchhalterische Sichtweise, *accounting model*) und der ökonomischen Korrektheit (ökonomische, bzw. marktorientierte oder finanztheoretische Sichtweise, *econo-*

---

<sup>123</sup> Vgl. Rappaport (1999, S. 68).

<sup>124</sup> Vgl. Rappaport (1999, S. 61).

<sup>125</sup> Vgl. Rappaport (1986, S. 60f.).

<sup>126</sup> Vgl. Lewis (1995, S. 124).

<sup>127</sup> Das Konzept des Übergewinns geht auf den britischen Nationalökonom Alfred Marshall zurück, der erkannte: „What remains of his [the owner or manager’s] profits after deducting interest on his capital at the current rate may be called his earnings of undertaking or management.“ Vgl. Marshall (1890, S. 142).

mic model). Allen Konzepten ist das Ziel der Ermittlung der Unternehmenswertsteigerung in einer *Periode* gemeinsam.

### 2.3.2 Der Ansatz von Stewart: EVA<sup>©</sup>/MVA

Anders als bei Rappaport steht bei Stewart der EVA im Zentrum der Betrachtung und stellt den *internen* Wertmassstab dar, der sich über eine entsprechende Marktwertanpassung in die *Aussenperspektive* übertragen soll. So schreibt Stewart in seinem berühmten Werk *The Quest for Value* von 1991: "Thus, EVA is the internal measure which leads to the external consequence of building a premium (or discount) into the market value of a company."<sup>128</sup>

Auf Basis der *Value Spread Formel*, wonach sich der EVA als Produkt des investierten Kapitals und dem "Value Spread", der Differenz zwischen der Rendite des betrieblich eingesetzten Vermögens und des Kapitalkostensatzes ergibt, lassen sich fünf Werttreiber identifizieren, die als Grundlage eines Wertmanagementsystems herangezogen werden können:<sup>129</sup> Umsatzwachstum, Umsatzrendite<sup>130</sup>, Kapitalumschlag, Cash-Ertragssteuersatz und Kapitalkostensatz (WACC).<sup>131</sup>

Wie bereits in *Abschnitt 2.2.2* angeführt, ist EVA vor allem ein Instrument zur *wertorientierten Unternehmensführung*. Es wird zur Performancemessung, zur operativen und strategischen Planung und zur Entscheidungsfindung eingesetzt. Durch die Kopplung der variablen Vergütung an EVA wird das wertorientierte Handeln des Managements zusätzlich unterstützt.<sup>132</sup> Ein entsprechendes EVA-Tool wird weltweit von Stern Stewart & Co bei Grossunternehmen implementiert.

Der wertschaffende Übergewinn EVA (*NOPAT minus Kapitalkosten*)<sup>133</sup> stellt die Basis für den MVA dar.<sup>134</sup> Er lässt sich auf verschiedene Weise berechnen: zum einen *theoretisch* als Summe der auf den Betrachtungszeitpunkt abdiskontierten zukünftigen

---

<sup>128</sup> Vgl. Stewart (1991, S. 153).

<sup>129</sup> So kann die Rendite des investierten Kapitals umgeschrieben werden in: (Umsatzrendite)x(Kapitalumschlag)x[1-(Cash-Ertragssteuersatz)].

<sup>130</sup> Berechnet als EBIT/Umsatz.

<sup>131</sup> Vgl. Eidel (2000, S. 76).

<sup>132</sup> Vgl. Hoke (2002, S. 765).

<sup>133</sup> EVA nach *Capital Charge*-Formel.

<sup>134</sup> Anders als der Begriff *Market Value Added* impliziert, stellt der MVA kein Pendant zum SVA dar, d.h. er gibt nicht die Wertsteigerung eines Unternehmens in einer Periode an.

EVA, zum anderen *real* als Differenz zwischen dem Marktwert des Unternehmens<sup>135</sup> und dem investierten Kapital (die Summe des betrieblich eingesetzten Vermögens und dem Marktwert des nicht betrieblich eingesetzten Vermögens)<sup>136</sup>. Die Messung ist sowohl *vergangenheitsbezogen* als auch *zukunftsorientiert* möglich. Als Näherungsgrösse für die Unternehmenswertsteigerung innerhalb einer Periode kann die *Veränderung* des MVA in dieser Zeit herangezogen werden,<sup>137</sup> wobei dann implizit unterstellt wird, dass das investierte Kapital betragsmässig gleich geblieben ist.

Als grosser *Vorteil* von EVA-basierten Wertmanagementansätzen wird gesehen, dass sie direkt auf dem *betrieblichen Rechnungswesen* aufsetzen. Dabei werden allerdings sowohl bei der Bestimmung des NOPAT als auch des betrieblich eingesetzten Vermögens eine ganze Reihe von Korrekturen, sogenannte *Konversionen*, durchgeführt.<sup>138</sup> Bewertungsansätze des Rechnungswesens, die zu einer Verzerrung der Realität führen, sollen bereinigt und nicht zur Ausführung betrieblicher Tätigkeiten notwendige Positionen eliminiert werden. Ziel ist es, eine substantielle *finanzwirtschaftliche Sichtweise* herzustellen.<sup>139</sup> Indem die EVA-Berechnung grundsätzlich aber auf Daten der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung basiert, ist diese Methode leichter verständlich und damit *einfacher kommunizierbar* als DCF respektive SVA.<sup>140</sup> Dadurch ist EVA *kompatibel* mit bereits bestehenden, typischerweise auf Ergebnisgrössen beruhenden Planungs- und Steuerungssystemen und entsprechend problemlos implementierbar.<sup>141</sup> Des Weiteren sind die notwendigen Ergebnis- und Kapitalgrössen aufgrund

---

<sup>135</sup> Berechnet als Summe des Marktwerts des Eigenkapitals und dem Marktwert des Fremdkapitals.

<sup>136</sup> Dabei ergibt sich der Marktwert des betrieblich eingesetzten Vermögens aus dem MVA und dem betrieblich eingesetzten Vermögen gemäss Bilanz (wobei hier noch Korrekturen vorgenommen werden, siehe weiter unten). Vgl. Wortmann, A. (2001, S. 108f.).

<sup>137</sup> Beispielsweise verwenden Copeland/Koller/Murrin dieses Mass (real berechnet) zur Messung der Steigerung von Shareholder Value. Vgl. Copeland/Koller/Murrin (2000, S. 13f.), (1994, S. 14ff.).

<sup>138</sup> Für eine umfangreiche Zusammenschau dokumentierter Korrekturpositionen siehe Friedlaender/Stabernack (1998, S. 41f.) sowie Böcking/Nowak (1999, S. 286f.).

<sup>139</sup> Vgl. Wortmann, A. (2001, S. 106f.).

<sup>140</sup> Vgl. Stewart (1991, S. 4), Eidel (2000, S. 79). Dieser Vorteil ist allerdings nicht unbestritten. So sieht Wortmann die externe Kommunizierbarkeit aufgrund der Konversionen gerade als Schwäche des Ansatzes. Vgl. Wortmann, A. (2001, S. 121).

<sup>141</sup> Auch der Vorteil des geringeren Anpassungsbedarfs bestehender Systeme ist bei mittelständischen Unternehmen nur bedingt gegeben. Beispielsweise verfügen mittelständische Unternehmen häufig noch gar nicht über Planungs- und Steuerungssysteme.

stabiler Zeitreiheneigenschaften vergleichsweise *einfacher prognostizierbar* und im Unternehmen leichter zugänglich.<sup>142</sup>

Die *Hauptkritikpunkte* an EVA und MVA als Messgrößen für die Wertänderung von Unternehmen sind:

- Gefahr der falschen *Unterscheidung* zwischen *betriebsnotwendigem* und *nicht betriebsnotwendigem* Vermögen<sup>143</sup>
- Notwendigkeit *zahlreicher Konversionen*, um aus buchhalterischen Daten finanzwirtschaftliche zu gewinnen, sodass eine wenigstens ansatzweise *konsistente* Orientierung an Zahlungsströme und Marktwerte möglich wird<sup>144</sup>
- MVA *keine Kennzahl* einer Rendite für *Investoren*,<sup>145</sup> sondern lediglich die Quantifizierung eines Teils des Marktwerts eines Unternehmens zu einem bestimmten Zeitpunkt und daher bei Investoren nicht weit verbreitet
- Berücksichtigung von *Dividenden* nicht möglich
- *Bereinigung* um *Marktschwankungen* und somit relative Betrachtung zu einem Index problematisch

Insbesondere zeigt Fernández (2001d) in einer empirischen Studie mit 582 US-amerikanischen Unternehmen, dass die *Korrelation* der realen Veränderung des MVA und EVA vergleichsweise *gering* ist.<sup>146</sup> EVA und (der auf Basis von EVA berechnete) MVA scheint die Anforderungen an eine objektiv vergleichbare Kennzahl zur Quanti-

---

<sup>142</sup> Vgl. Hoke (2002, S. 767). Auch dieser Vorteil wird kontrovers gesehen. So konstatiert Eidel, dass das Prognoseproblem unangetastet bleibt. Vgl. Eidel (2000, S. 79).

<sup>143</sup> Vgl. Richter/Honold (2000, S. 267).

<sup>144</sup> Der Ansatz kann den Anforderungen einer rein finanzwirtschaftlichen Perspektive dennoch nicht gerecht werden, da EVA und MVA weder rein zahlungswirksame Bestandteile noch tatsächliche Marktwerte enthalten. Vgl. Wortmann, A. (2001, S. 110). Bühner/Tuschke (1999, S. 31f.) sehen in diesem Zusammenhang weiterhin „die Gefahr, dass Unternehmensbereiche oder Investitionsprojekte, die aufgrund ihres Erfolgs über einen besonders hohen Marktwert verfügen, zu gut dargestellt werden, wenig erfolgreiche Bereiche bzw. Projekte dagegen zu schlecht. Dies spricht jedoch nicht gegen die im Konzept des *Economic Value Added* vorgesehene Annäherung von Buchwerten an Marktwerte. Es gilt vielmehr, dass selbst eine relativ grobe Marktschätzung einer genauen Buchwertbetrachtung vorzuziehen ist.“

<sup>145</sup> Viele Investoren beziehen sich hier auf den *Total Shareholder Return* (TSR) als Summe von Kursveränderungen und Dividendenzahlungen. Vgl. *Abschnitt 2.3.4.*

<sup>146</sup> In 210 Fällen war sie sogar negativ. Eine höhere Korrelation mit der MVA-Veränderung wies dabei der NOPAT auf. Vgl. Fernández (2001d).

fizierung des in einer Periode für die Eigentümer geschaffenen Mehrwerts nur sehr bedingt zu erfüllen.

### 2.3.3 Der Ansatz von Copeland/Koller/Murrin: Economic Profit (EP) und MVA

Copeland/Koller/Murrin von der Unternehmensberatung McKinsey&Company definieren in ihrem kontinuierlich aktualisierten, erweiterten und mittlerweile zum Standardwerk arrivierten "*Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*"<sup>147</sup> dargelegten Wertmanagementansatz zwei *Hauptwerttreiber* (*key value drivers*):<sup>148</sup> die *Rendite auf das investierte Kapital (ROIC)*<sup>149</sup> relativ zu den WACC und *Wachstum* (in erster Linie des investierten Kapitals).

Der (*interne*) Wertzuwachs<sup>150</sup> in einer Periode wird anhand des *Economic Profit (EP)* gemessen.<sup>151</sup> Begriff und Inhalt erinnern an EVA: Der Economic Profit ist die *Differenz* zwischen *Betriebsgewinn* nach adjustierten Steuern (NOPLAT) und den *Kapitalkosten* (bestimmt aus dem Produkt des Kapitalkostensatzes WACC und dem investierten Kapital). Dabei weist der Economic Profit mit den darin berücksichtigten Parametern eine gegenüber EVA grössere Nähe zum *DCF-Konzept* auf. Im Gegensatz zum *projektorientierten* Ansatz von Rappaport fusst der Ansatz von Copeland et al. in vielerlei Hinsicht auf der *periodenbezogenen* Sichtweise des EVA.<sup>152</sup> Sie ergänzt die projektbezogene DCF-Methodik, ersetzt sie aber keinesfalls. Copeland et al. nennen als Vorzug die Möglichkeit der Messung des Periodenerfolgs.<sup>153</sup> Anders als bei Stewart

---

<sup>147</sup> Die erste Auflage erschien bereits 1990. Ihr bekanntes und hier besprochenes Werttreibermodell ist allerdings erstmals in der 2. Auflage von 1994 enthalten.

<sup>148</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin (2000, S. 137f., S. 140f., S. 144).

<sup>149</sup> *Return on invested capital*, berechnet als NOPLAT/IK, wobei NOPLAT (net operating profit less adjusted taxes) der Betriebsgewinn nach adjustierten Steuern und IK das investierte Kapital angibt.

<sup>150</sup> Der aus der *Aussenperspektive* geschaffene Wertzuwachs wird wie bei Stewart über den MVA gemessen, alternativ kann nach Copeland et al. (wie bei BCG, vgl. *Abschnitt 2.3.4*) auch der TSR (*total shareholder return*) als Summe von Kurssteigerungen und Dividendenzahlungen herangezogen werden. Vgl. Copeland/Koller/Murrin (2000, S. 56f.)

<sup>151</sup> Die Übersetzung „ökonomischer Gewinn“ ist irreführend. Denn „[er] stellt jenen Teil des Periodenergebnisses dar, der entnommen werden kann, ohne dass die Nachhaltigkeit der wirtschaftlichen Leistung gefährdet wird.“ Vgl. Spremann/Pfeil/Weckbach (2001, S. 301).

<sup>152</sup> Der SVA spielt im Konzept von Rappaport nur eine untergeordnete Rolle. Im Wesentlichen fokussiert sich Rappaport auf die projektbezogene Sichtweise. Vgl. Wortmann (2001, S. 99).

<sup>153</sup> Beim vorliegenden Ansatz führt ein Aufschub von Investitionen deren ROIC den WACC übersteigt zu einer geringeren Wertsteigerung. „For example, you would not track a company’s progress by comparing actual and

und wie bei Rappaport basiert der Ansatz von Copeland et al. konsequent auf *Marktdaten*. Allerdings werden hier die benötigten Daten nicht mittels einer detaillierten Analyse der Werttreiber über eine *direkte* Ermittlung der Freien Cashflows (als Einzahlungen minus Auszahlungen) generiert, sondern am Rechnungswesen angelehnt.<sup>154</sup> Dieser Unterschied wird zum Teil als Vorteil (bessere Kommunizierbarkeit), zum Teil als Nachteil (weniger konsequente finanzwirtschaftliche Sichtweise) ausgelegt.<sup>155</sup> Ein detailliertes Werttreibersystem wie bei Rappaport und bei Stewart, gibt es hier nicht. Konkretisiert werden die beiden genannten sehr generischen Werttreiber in verschiedenen Anwendungsbeispielen zu unterschiedlichen ökonomischen Konstellationen. Vier Handlungsanweisungen werden dem Management auf Basis der beiden Werttreiber an die Hand gegeben:<sup>156</sup>

- Steigerung der auf Basis des investierten Kapitals erwirtschafteten Gewinne
- Steigerung der Gewinne von Neuinvestitionen
- Steigerung der Wachstumsrate von Neuinvestitionen solange deren Rendite über den Kapitalkosten (WACC) liegt
- Reduktion von WACC

Der Ansatz von Copeland et al. wird insbesondere für die Bewertung von Unternehmen und Strategien verwendet. Rappaports Ansatz wird eine bessere Eignung für die wertorientierte Analyse und Steuerung attestiert.<sup>157</sup>

### **2.3.4 Der Ansatz von The Boston Consulting Group: CVA und TSR**

Der Wertmanagementansatz von The Boston Consulting Group (BCG) wurde erstmals von Lewis (1994) umfassend veröffentlicht.<sup>158</sup> Kontinuierliche Weiterentwicklungen

---

projected free cash flow, because free cash flow in any year is determined by highly discretionary investments in fixed assets and working capital. Management could easily delay investments simply to improve free cash flow in a given year at the expense of long term value creation.“ Vgl. Copeland/Koller/Murrin (2000, S. 143). Diese implizite Kritik am Ansatz von Rappaport ist unberechtigt, da er aus genau dem von Copeland et al. geschilderten Grund eine Periodenbetrachtung ablehnt. Bei einer reinen Projektbetrachtung führt eine Vernachlässigung von Projekten mit  $ROIC > WACC$  ebenfalls zu einer suboptimalen Wertsteigerung.

<sup>154</sup> D.h. Copeland et al. ermitteln die Freien Cashflows *indirekt* ausgehend vom Betriebsgewinn.

<sup>155</sup> Vgl. Wortmann, A. (2001, S. 118f.).

<sup>156</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin (2000, S.143).

<sup>157</sup> Vgl. Bühner/Tuschke (1999, S. 25).



finden sich im regelmässig erscheinenden *Value Creators Report* (bisher letzte Ausgabe 2003<sup>159</sup>). Der BCG Ansatz steht ganz im Zeichen der Cashflows und somit des ökonomischen Modells. Wie EVA und EP zählt der *Cash Value Added* (CVA) ebenfalls zu den Übergewinn-Modellen.

Als *interner* Wertmassstab für Unternehmen wird der CVA berechnet, indem die *Differenz* zwischen *CFROI* und *WACC* mit der *Bruttoinvestitionsbasis* multipliziert wird. Der *CFROI*, der *Cash Flow Return on Investment*, ist der *Zinssatz*, bei dem die Summe der abdiskontierten *Brutto-Cashflows*<sup>160</sup> und dem diskontierten *Restwert* am Ende der Prognoseperiode genau der *Bruttoinvestitionsbasis*<sup>161</sup> entspricht.<sup>162</sup> Entsprechend basiert der *CFROI* auf dem Konzept des *internen Zinsfusses*.<sup>163</sup>

Der CVA kann in einen *Werttreiberbaum* herunter gebrochen werden bis hin zu praxisorientierten, operativen Messgrössen für jede Unternehmenseinheit. Dabei sind die beiden *Hauptwerttreiber* (auf oberster Ebene) der *CFROI* (inklusive seiner beiden Hebel *Cashflow-Marge* und *Kapitalumschlag*) und das Wachstum der *Bruttoinvestitionsbasis*.<sup>164</sup> Letzteres wird als *wichtigster* Werttreiber angesehen.<sup>165</sup> BCG untermauert

---

<sup>158</sup> Das Pendant zum *CVA* als *absoluten* Performance-Massstab stellt der weiter unten ebenfalls erläuterte *relative* Performance-Massstab *CFROI* (Cash Flow Return on Investment) dar. Letztere wurde ursprünglich von der Finanzberatungsgesellschaft Holt zur Bewertung von Unternehmen eingesetzt. Das Unternehmen wurde 1991 von BCG übernommen in der Absicht, das *CFROI*-Modell weltweit bei ihren Beratungsaktivitäten einzusetzen. Vgl. Eidel (2000, S. 55).

<sup>159</sup> Vgl. Stelter/Xhonneux (2003).

<sup>160</sup> Der *Brutto-Cashflow* wird - vereinfacht - als operativer Gewinn nach Steuern zuzüglich der Abschreibungen und den Zinsaufwendungen definiert. Zusätzlich können Inflationsausgleich, Rückstellungsanpassungen und Mietaufwand berücksichtigt werden. Vgl. Stelter (1999, S. 235.).

<sup>161</sup> Die *Bruttoinvestitionsbasis* oder das investierte Kapital ist das betriebsnotwendige Vermögen zu Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten. Es wird im Rahmen des *CFROI* definiert als *Nettoumlaufvermögen* plus *Anlagevermögen* zuzüglich der kumulierten Abschreibungen auf das *Sachanlagevermögen*. Zusätzlich können Inflationsanpassungen, kapitalisierte Mietaufwendungen und *Goodwill*-Anpassungen berücksichtigt werden. Vgl. Stelter (1999, S. 234f.).

<sup>162</sup> Mit anderen Worten kann der *CFROI* auch als „das ökonomisch und geldnah ausgedrückte Gesamtergebnis zugunsten aller Kapitalgeber, geteilt durch das eingesetzte Kapital“ beschrieben werden. Vgl. Spremann/Pfeil/Weckbach (2001, S. 160).

<sup>163</sup> Der *interne Zinsfuss* einer Investition gibt den *Zinssatz* an, bei dem der *Gegenwartswert* der Investition gleich Null ist. Vgl. Eidel (2000, 57).

<sup>164</sup> Vgl. Stelter/Xhonneux (2003, S. 18).

<sup>165</sup> Dabei ist wichtig zu beachten, dass *Bruttoinvestitionen* nur dann Wert schaffen, wenn der *CFROI* über den *Kapitalkosten* liegt. Andernfalls vernichtet Wachstum Wert.

seine Aussage mittels empirischer Studien zum Wertwachstum von Unternehmen, wobei als Wertmassstab der *Total Shareholder Return* (TSR) herangezogen wird.<sup>166</sup>

Der TSR stellt bei BCG im Gegensatz zu Stewart die *externe* Messgrösse für die Generierung von Shareholder Value dar. Er berücksichtigt Kurssteigerungen *und* Dividendenzahlungen und ist unter Portfoliomanagern ein weit verbreitetes Performance-mass.<sup>167</sup> BCG nennt drei Vorteile des TSR im Vergleich zu anderen Messgrössen:<sup>168</sup>

- TSR ist ein *realer* Massstab des Verdienstes der Aktionäre – eine Steigerung des Aktienkurses plus Dividendenzahlungen.
- Es ist eine *objektive* Kennzahl für die "externe" Wertsteigerung einer Firma – sie ist nicht von unterschiedlichen Buchhaltungsmethoden beeinflussbar.
- TSR sind sehr einfach *vergleichbar* – relative Vergleiche, z.B. mit Branchenindizes, nationalen und internationalen Indizes, sind leicht möglich.

Neben dem CVA hat BCG eine weitere vom Management direkt beeinflussbare Kenngrösse entwickelt, die eine starke Korrelation zum TSR – dem "Goldstandard" für Wertsteigerung<sup>169</sup> – aufweist, den *Total Business Return* (TBR)<sup>170</sup> (vgl. *Abbildung 2-2*). Er berechnet sich wie der TSR, wobei an Stelle des Aktienkurses der DCF-Wert des Eigenkapitals tritt und an Stelle der Dividendenzahlungen die Freien Cashflows des Eigenkapitals<sup>171</sup>. Dabei lässt sich der TBR (im Gegensatz zum TSR) auch zur Bewertung im Mittelstand heranziehen. *Abbildung 2-2* zeigt eine relativ hohe Korrelation zwischen TSR und TBR gemäss einer empirischen Erhebung von BCG.

Die *Komplexität* des TBR erschwert eine regelmässige Berechnung im Rahmen der Unternehmenssteuerung. Der Performance-Massstab CVA baut zwar auf der TSR/TBR-Logik auf, hat jedoch eindeutige *Vorteile*. Aufgrund seiner klaren Orientie-

---

<sup>166</sup> Vgl. Stelter/Xhonneux (2003, S. 24ff.).

<sup>167</sup> Einen wichtigen Orientierungsmassstab in der Praxis stellt auch das jährliche Wachstum der rechnungsweisenbasierten Kennzahl Ergebnis pro Aktie (Earnings Per Share, EPS) dar. Theoretisch ist die Eignung des Ergebnis pro Aktie als Performance-Massstab allerdings sehr umstritten. Vgl. Jensen (2001, S. 309).

<sup>168</sup> Vgl. Stelter/Xhonneux (2002, S. 16).

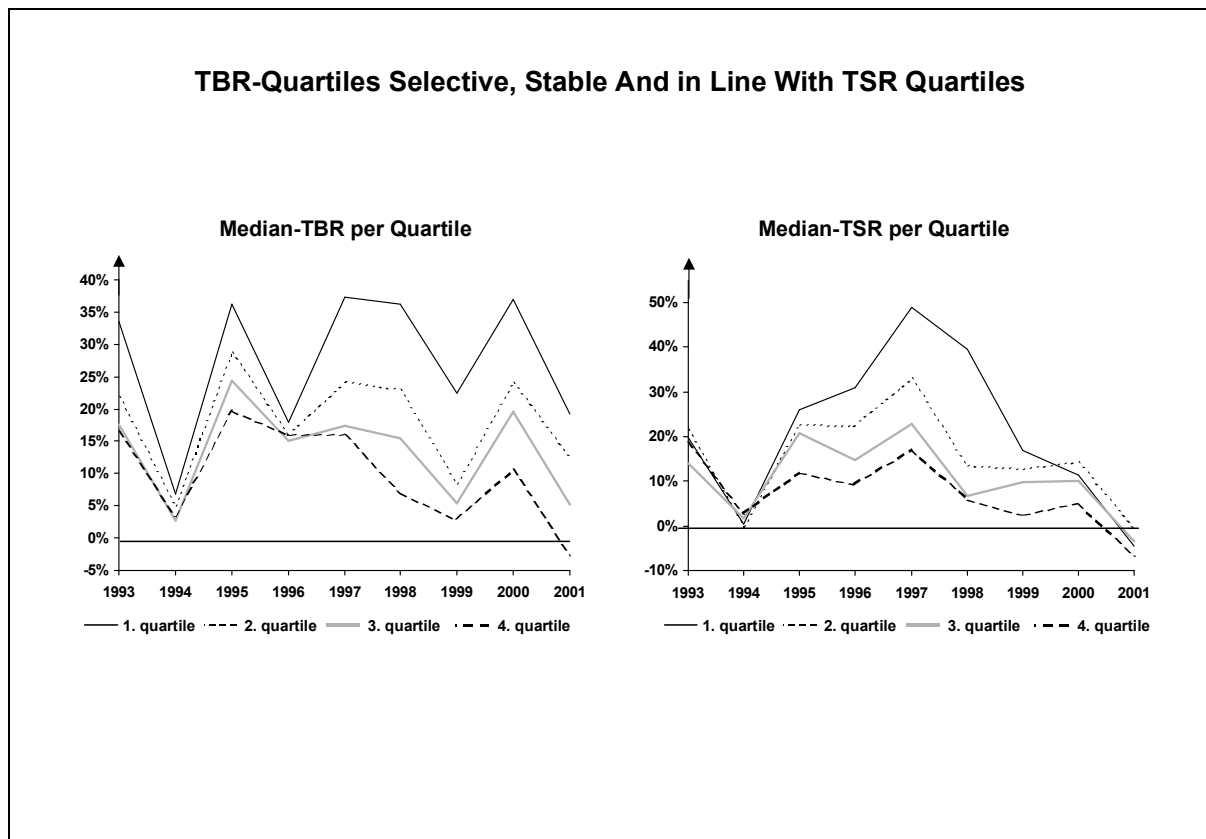
<sup>169</sup> Vgl. Stelter/Xhonneux (2003, S. 38).

<sup>170</sup> Diese Kennzahl wird vornehmlich von der Unternehmensberatungsgesellschaft The Boston Consulting Group verwendet. Vgl. Stelter/Xhonneux (2003, S. 79f.). Sie wird auch in der wissenschaftlichen Literatur diskutiert. Vgl. z.B. Fernandez (2002, Kapitel 13).

<sup>171</sup> Bei der Berechnung der Freien Cashflows des Eigenkapitals (*Equity Free Cash Flow*) werden je nach Verfahren unterschiedliche ökonomische oder buchhalterische Grössen verwendet.

nung an Cashflows und ursprünglichen Cash-Investitionen werden rechnungswesenbedingte Verzerrungen, die z.B. aus unterschiedlichen Abschreibungsmethoden resultieren und die zu einer Beeinträchtigung der Aussagen bei anderen Übergewinn-Ansätze führen können, vermieden.<sup>172</sup> Eine Erhöhung von CVA stellt – im Gegensatz zu EVA – also generell keinen Scheinerfolg dar.<sup>173</sup>

Abbildung 2-2: Korrelation zwischen TBR und TSR



Quelle: Stelter/Xhonneux (2002, S. 19).

Die vorgesehenen Einsatzmöglichkeiten von CVA entsprechen denen von EVA. Dabei gibt BCG umfangreiche, jährlich aktualisierte Handlungsanweisungen für einen Wertmanagementansatz, in dem CVA, TSR und TBR wesentliche Kennzahlen darstellen.<sup>174</sup>

<sup>172</sup> Dieser Vorteil ist insbesondere in kapitalintensiven Branchen von Bedeutung.

<sup>173</sup> Vgl. Stelter/Xhonneux (2003, S. 81), Eidel (2000, S. 357).

<sup>174</sup> Sie sind enthalten im jährlich von BCG publizierten Value Creators Report. So findet sich im Value Creators Report von 2003 eine „CEO Checklist“ für das Wertmanagement mit folgenden 10 Punkten: (1) Messe den Unternehmenserfolg anhand von TSR, dem Goldstandard für Wertgenerierung. (2) Strebe einen unabhängig von der Branche hohen TSR an. (3) Setze ein sich über etwa über drei Jahre erstreckendes TSR-Ziel. (4) Verliere nie die Tatsache aus den Augen, dass die Shareholder-Rendite langfristig von Fundamentalwerten bestimmt ist. (5) Messe die fundamentale Wertentwicklung mit geeigneten Tools; die aus BCG-Sicht geeignetsten sind dabei TBR und CVA. (6) Steuere den Fundamentalwert mit den zwei Kernkomponenten von TBR und CVA: CFROI

### 2.3.5 Wertmanagement mittels Realloptionen

Mangels einer einheitlichen Methode zur Bewertung von Realloptionen, gibt es hier – anders als bei den bisher dargestellten diskontierungsbasierten Wertmanagementansätzen – kein allgemeingültiges, analytisch abgeleitetes Werttreibermodell. Je nach Entscheidungssituation und Investitionsprojekt mag sich ein anderes Optionspreismodell als Bewertungsverfahren anbieten. Grundsätzlich kann hierbei zwischen *analytischen* und *numerischen* Verfahren unterschieden werden.<sup>175</sup> Bekanntester Vertreter der analytischen Verfahren ist die *Black-Scholes Formel* als *geschlossene Lösung* zur Bewertung europäischer Call- und Put-Optionen. Allerdings weisen Realloptionen typischerweise eher Merkmale amerikanischer Optionen auf,<sup>176</sup> was den Anwendungsbereich geschlossener Lösungen erheblich einschränkt. Bei steigender Komplexität muss dann auf ein *Näherungsverfahren* zurückgegriffen werden.

Die *numerischen* Verfahren lassen sich darin unterscheiden, ob zur Modellierung der Wertentwicklung der Option, die entsprechenden *Differentialgleichungen* approximiert werden oder der *stochastische Prozess*.<sup>177</sup> Ersteres ist mathematisch sehr anspruchsvoll, weshalb bei den numerischen Verfahren *Monte-Carlo-Simulationen* und *Lattice-Ansätze* dominieren, bei denen die Approximation des Stochastischen Prozesses im Zentrum steht.

Die Lattice-Ansätze (die bekannteste Variante ist das Binomialmodell) werden zur Bewertung von Realloptionen in der *Praxis* insbesondere aufgrund zwei wesentlicher *Vorteile* empfohlen:<sup>178</sup> Die *mathematischen Anforderungen* sind gering, wodurch die Implementierungsschwierigkeiten der Methode überschaubar bleiben. Zweitens erfordern die Lattice-Ansätze eine *detaillierte Transparentmachung* der Entscheidungssituation hinsichtlich der Risiken, Chancen und sonstiger Projektspezifika. Dadurch wird ein erweitertes *Problemverständnis* und eine bessere *Kommunizierbarkeit* der Entscheidung gefördert.

---

und Bruttoinvestitionsbasis. (7) Stimme das Incentive-System auf die fundamentalen Wertsteigerungsziele ab. (8) Manage die Geschäftseinheiten als ein Portfolio mit Wertgenerierern und Wertzerstörern. (9) Bringe die Unternehmensstrategie in Einklang mit den Erwartungen der wichtigsten Investoren. (10) Überwache und manage die relativen Erwartungsprämien. Vgl. Stelter/Xhonneux (2003, S. 38f.).

<sup>175</sup> Für einen Methodenüberblick vgl. Hommel/Lehmann (2001, S. 121ff.).

<sup>176</sup> Sie können jederzeit während der Laufzeit ausgeübt werden.

<sup>177</sup> Für weitergehende Ausführungen zu den numerischen Verfahren vgl. Hommel/Lehmann (2001, S.117, s.125f.).

Unabhängig von der Bewertungsmethodik und der Art der Optionen können neun Werttreiber von Realoptionen unterschieden werden, wobei sich die ersten sechs aus der Analogie zu Finanzoptionen ableiten.<sup>179</sup>

1. *Wert des Basisinstruments (positiver Werteeinfluss* bei Realoptionen mit Call-Charakter, vice versa beim Put): Im Gegensatz zu Finanzoptionen ist der Wert des Basisinstruments (z.B. Aktienkurs) bei Realoptionen häufig nicht eindeutig bestimmt und auch nicht leicht zu schätzen. Dabei kann es sich bei Realoptionen um imaginäre Basisinstrumente handeln, die erst durch Ausübung der Option (z.B. F&E-Projekt) geschaffen werden. Hier müssen zur Wertbestimmung des Basisinstruments die mit der Ausübung der Option verbundenen Cashflows (z.B. durch die Vermarktung der neuen Technologie oder des neuen Produkts) erst einmal geschätzt werden (z.B. auf Basis von Marktpotenzialschätzungen). Bei der Betrachtung des *Eigenkapitals* als Call-Option stellt der *Unternehmenswert* den Wert des Basisinstruments dar.
2. *Der Ausübungspreis (negativer Werteeinfluss* bei Realoptionen mit Call-Charakter, vice versa beim Put): Er entspricht dem Kapitalwert der notwendigen Investitionen. Auch hier kann im Gegensatz zu Finanzoptionen die Bestimmung nicht eindeutig sein, z.B. bei mehrperiodischen Investitionsprozessen (wie im F&E-Bereich häufig der Fall), bei denen nicht nur die genaue Höhe der jeweils notwendigen Investitionen unsicher ist, sondern auch deren genaue zeitliche Staffelung. Bei der Betrachtung des *Eigenkapitals* als Call-Option stellt der Ausübungspreis den *Nominalwert des Fremdkapitals* dar.
3. *Die Dauer bis zum Verfall der Option* wirkt generell *wertsteigernd* und ist ebenfalls bei Realoptionen häufig nicht eindeutig bestimmt. Beispielsweise kann die Entscheidung in einen neuen Markt einzutreten irgendwann aufgrund der zwischenzeitlich sich entwickelten Wettbewerbsintensität obsolet werden. Wann dieser Zeitpunkt kommen wird, ist vorab nur schwer zu bestimmen. Bei der Betrachtung des *Eigenkapitals* als Call-Option stellt die Verfallszeit der Option die *Laufzeit der Gläubigeransprüche* dar.
4. *Der Wert der (entgangenen) Erträge* (Dividendenzahlungen) (*negativer Werteeinfluss* bei Realoptionen mit Call-Charakter, vice versa beim Put): Hier ist die Schätzung ebenfalls sehr viel schwieriger als bei Finanzoptionen. Die Bestim-

---

<sup>178</sup> Vgl. Hommel/Lehmann (2001, S. 126), Hommel/Pritsch (1999b, S.32f.).

<sup>179</sup> Vgl. Leithner/Liebler (2001, S. 140f.), Dahlheim/Wieland (2001, S. 99), Hommel/Pritsch (1999a, 130ff.).

mung dieser Grösse ist insbesondere für die Festlegung des optimalen Ausübungszeitpunkts der Option von Bedeutung. Wartet man beispielsweise mit dem Eintritt in einen neuen Markt, um noch mehr einem erfolgreichen Start dienende Informationen zu sammeln, verzichtet man gleichzeitig während dieser Zeit auf die mit dem Markteintritt verbundenen Erträge. Bei der Betrachtung des *Eigenkapitals* als Call-Option stellt der Wert der entgangenen Erträge die *Zinszahlungen der Fremdkapitalposition* dar.

5. *Die Volatilität der Erträge des Basisinstruments* wirkt generell *wertsteigernd*: Während ihre Bestimmung bereits bei Finanzoptionen nicht trivial ist, ist sie bei Realloptionen häufig im Grunde unmöglich. In der Praxis sucht man hier nach Hilfsgrössen mit *vergleichbarem Risikoprofil*.<sup>180</sup> Neben ihrer problematischen *Bestimmung* sind im Hinblick auf die Volatilität zwei weitere wichtige Punkte anzumerken: Die Bestimmung der Volatilität hat einen *ausschlaggebenden Einfluss* auf den Wert der Option.<sup>181</sup> Dabei hat die Höhe der Volatilität einer Realloption den gegenteiligen Effekt auf deren Wert (*wertsteigernd*)<sup>182</sup> gegenüber einer Bewertung des Vorhabens nach DCF (*wertsenkend*). Bei der Betrachtung des *Eigenkapitals* als Call-Option wird die *Volatilität der Unternehmenswertentwicklung* herangezogen.
6. *Der "risikofreie" Zinssatz (positiver Werteinfluss bei Realloptionen mit Call-Charakter, vice versa beim Put)*<sup>183</sup>: Er kann bestimmt werden mittels der für den betrachteten Ausübungszeitpunkt der Option korrespondierenden Zero-Coupon-Zinssätze für ein AAA-Rating.<sup>184</sup>
7. *Der Grad der Exklusivität*: Je exklusiver eine Realloption (z.B. Alleininhaber des Rechts, ein Patent zu nutzen), *desto wertvoller* ist sie. Einen Grossteil der Realloptionen wird man sich in der Praxis jedoch mit Wettbewerbern teilen müssen.

---

<sup>180</sup> Beispielweise könnte man die Volatilität der Eintrittsoption in den Telekommunikationsmarkt behelfsweise durch die Volatilität eines Telekommunikations-Indexes approximieren.

<sup>181</sup> Vgl. Leithner/Liebler (2001, S. 141), Fernández (2001c, S. 4f.).

<sup>182</sup> Die Option muss ja nicht ausgeübt werden. Entsprechend ist im ungünstigem Fall eine Risikobegrenzung möglich.

<sup>183</sup> Gerade dieser Zusammenhang, dass der Wert einer Realloption mit Call-Charakter steigt, wenn der risikolose Zinssatz steigt – analog zur Finanzoption – ist umstritten bzw. wird von manchen Autoren als Irrtum betrachtet. Vgl. Fernández (2001c, S. 7).

8. *Die Anzahl bestehender Realloptionen* wirkt ebenfalls *wertsteigernd*. Hier sowie bei Punkt neun geht es vor allem auch darum, Realloptionen zu identifizieren und offen zu legen.
9. *Wertsteigerung* in Abhängigkeit von *Anzahl und Wert mit einer Optionsausübung verbundener neuer Realloptionen*.

Ein realoptionenbasierter Wertmanagementansatz umfasst drei Komponenten:<sup>185</sup> (1) die Identifikation und Priorisierung von Realloptionen, (2) die Bewertung von Realloptionen und (3) das Management von Realloptionen. Dabei lässt sich der Shareholder Value durch gezielte Steuerung der einzelnen Werttreiber auch *vor* der eigentlichen Optionsausübung beeinflussen. Zum Management von Realloptionen zählen die Integration von "*Denken in Optionen*" in die Strategieentwicklung, die Entscheidung über die *Investitionsstrategie* und allgemein die *instrumentelle* und *konzeptionelle* Nutzung des Realloptionenansatzes.

Die theoretische Überlegenheit der instrumentellen Nutzung des Realloptionenansatzes hängt bei Unternehmensentscheidungen gegenüber diskontierungsbasierten Entscheidungsverfahren vor allem von zwei Faktoren ab: der *Bedeutung des inneren Werts der Option* (Wert des Basisinstruments abzüglich Ausübungspreis) und der *Bedeutung der Risikostruktur*. Je stärker die Option "*aus dem Geld*" ist, d.h. der Ausübungspreis grösser als der Wert des Basisinstruments ist, desto grösser ist der Bewertungsfehler bei Verwendung eines diskontierungsbasierten Bewertungsverfahrens. Zweitens, je stärker die *Unsicherheit* bezüglich der korrekten *Diskontrate* ist und diese Unsicherheit für die Beurteilung des Wertes/der Vorteilhaftigkeit eines Vorhabens *wesentlich* ist, desto grösser ist der Bewertungsfehler diskontierungsbasierter Verfahren mit ihren konstanten Diskontsätzen.<sup>186</sup> Trotz bestehender realoptionenbasierter Management-Modelle und Implementierungsleitfäden inklusive Lösungsmöglichkeiten für mögliche Umsetzungshürden<sup>187</sup> bleibt "noch viel zu tun, will man dem Instrument der Realloptionen den Platz in der betrieblichen Praxis eröffnen, den es in der Theorie längs erobert hat."<sup>188</sup>

---

<sup>184</sup> Vgl. Hommel/Pritsch (1999b, S. 132).

<sup>185</sup> Vgl. Pritsch/Weber (2001, S. 27).

<sup>186</sup> Vgl. Pritsch/Weber (2001, S. 22).

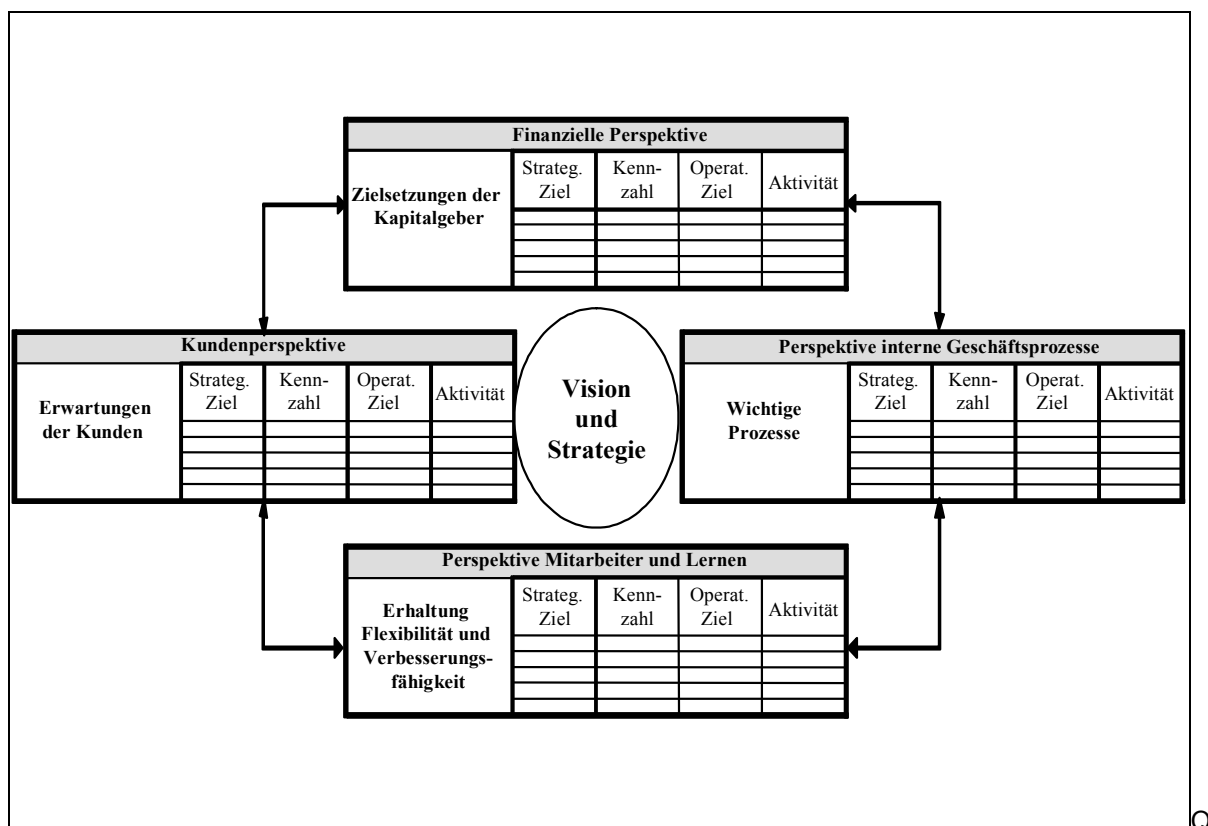
<sup>187</sup> Vgl. Hommel/Pritsch (1999b, S. 6ff.).

<sup>188</sup> Vgl. Pritsch/Weber (2001, S. 38).

### 2.3.6 Balanced Scorecard

Die Balanced Scorecard (BSC) wurde schrittweise von Kaplan/Norton (1992, 1996) zusammen mit 12 US-amerikanischen Grossunternehmen in mehrjährigen Workshops an der Harvard Business School entwickelt. Wie bereits in *Abschnitt 2.2.5* dargelegt, kann die BSC als ein nicht-monetäres Verfahren sowohl zur Bewertung als auch zur Steuerung von Intellektuellem Kapital fungieren. Dabei sind ihre Einsatzmöglichkeiten sehr viel breiter als bei den bisher diskutierten Wertmanagementansätzen. Darin liegt gleichzeitig ihr Vor- und Nachteil.

Abbildung 2-3: Die vier Perspektiven der Balanced Scorecard



Quelle: Kaplan/Norton (1996, S. 76)

Die BSC ist ein Instrument zur *durchgängig wertorientierten Unternehmenssteuerung* unabhängig davon, welche finanzielle Zielgrösse (SVA, EVA, EP, CVA etc.) als Massstab für die Wertsteigerung herangezogen wird. Allgemein ist sie ein Mess- und Managementsystem, das die klassische *Finanzperspektive* mit ihren "harten" Formalzielen mit Kennzahlen einer *Leistungsperspektive* mit "weichen" Sachzielen ergänzt bzw. strategie- und visionsfokussiert verbindet. Dabei wird die Leistung eines Unternehmens als Ganzes als Gleichgewicht ("Balance") zwischen in der Regel vier Per-



spektiven<sup>189</sup> auf einem klar strukturierten Berichtsbogen ("Scorecard") dargestellt (vgl. *Abbildung 2-3*). Bei den vier Perspektiven handelt es sich typischerweise um die *finanzielle* Perspektive, die *Kundenperspektive*, die Perspektive *interne Geschäftsprozesse* und die Perspektive *Mitarbeiter und Lernen*.

Ausgehend von Unternehmensstrategie und -zielsetzungen wird ein integriertes *System* von (rund 25) *Kennzahlen*<sup>190</sup> entwickelt, bei dem *monetäre* Kennzahlen über *Ursache-Wirkungs-Ketten* mit den für die Strategie wesentlichen Aspekten von Kunden, Geschäftsprozessen und Mitarbeitern – erfasst durch *nicht-monetäre* Kennzahlen – verknüpft werden.<sup>191</sup> Dabei müssen die Kennzahlen für das Management respektive für die jeweils Verantwortlichen, für die sie gelten sollen, auch eindeutig *beeinflussbar* sein.<sup>192</sup> Zusammengefasst kann man sagen: "Die BSC gibt Auskunft darüber, welche Kenntnisse, Qualifikationen und Systeme Beschäftigte brauchen werden (Lernen und persönliches Wachstum), damit das Unternehmen innovativ sein sowie die strategisch richtigen Kapazitäten und Leistungskräfte aufbauen kann (interne Prozesse), um marktgerecht Wertangebote machen zu können (Kunden), die letztlich zu einem höheren Shareholder-Value führen (finanzielles Ergebnis)."<sup>193</sup>

Dabei ist die BSC nicht nur eine Kennzahlensystem, sondern bildet als Bindeglied zwischen Strategieentwicklung und -umsetzung einen *Handlungsrahmen für den Managementprozess* und damit Basis für ein integriertes (Wert)Managementsystem. Konkret liefert sie Hilfeleistung für *vier erfolgskritische Teilprozesse* des Managements,

---

<sup>189</sup> Dabei kann Zahl und Inhalt der als relevant erachteten Perspektiven im konkreten Fall abweichen. Die Entwicklung einer BSC muss stets massgeschneidert erfolgen.

<sup>190</sup> Pro Perspektive sollte man sich auf vier bis sieben Kennzahlen beschränken.

<sup>191</sup> Die *finanzielle Perspektive* wird reflektiert durch Kennzahlen wie Cashflow, Umsatzwachstum und Ergebniswachstum (eventuell in bestimmten Zielmärkten), die *Kundenperspektive* durch Kennzahlen beispielsweise für Marktanteil, Kundentreue und Kundenrentabilität, die *Perspektive interne Geschäftsprozesse* beispielsweise durch Anzahl Beratungsstunden für Kunden vor Vertragsabschluss, Anzahl Arbeitstage zwischen Auftragserteilung und Auftragsvollendung oder Anteil Projekte ohne Kostenüberschreitung und die *Perspektive Mitarbeiter und Lernen* beispielsweise durch die Anzahl Verbesserungsvorschläge je Mitarbeiter, durch die Messung des produktlinienübergreifenden Know-hows (z.B. bei Kundenberatern einer Bank) oder durch die Aufstellung von persönlichen BSCs.

<sup>192</sup> Vgl. Horváth/Kaufmann (2004, S. 10).

<sup>193</sup> Vgl. Kaplan/Norton (2004, S. 56). Dieses Zitat suggeriert eine gewisse Priorisierung der vier Perspektiven. Es kann der Eindruck entstehen, dass die finanzielle Perspektive über die anderen Perspektiven gestellt wird, was jedoch von vielen Vertretern der Balanced Scorecard abgelehnt wird.

die miteinander nach dem Regelkreisprinzip verbunden sind:<sup>194</sup> (1) Formulierung und Umsetzung von *Vision* und *Strategie* durch BCS-Entwicklung, (2) *Kommunikation* und *Operationalisierung* strategischer Ziele in BSC-basierte Teilziele für Management und Mitarbeiter inklusive Incentivierungssysteme, (3) Aufstellung von *Businessplänen* einschliesslich Budgets und Meilensteinen und deren Übersetzung in monetäre und nicht-monetäre Kennzahlen der BSC und (4) strategisches *Feedback* und *Lernen*, wodurch es gegebenenfalls zu einer Anpassung von Strategie und BSC kommt.

Die BSC ist in der Lage, *wesentliche Probleme* im Wertmanagementprozess von Unternehmen in der Praxis zu *entschärfen*. Zu nennen sind hier vor allem die fehlende Methodensicherheit bei der Wertsteigerungsanalyse, die begrenzte Verarbeitungskapazität komplexer Informationspakete und die hohen Sickerverluste infolge einer mangelhaften Kommunikation bis hin zur Strategieumsetzung.<sup>195</sup> Die BSC schafft *Transparenz* im Hinblick auf Strategie, relevante Messgrössen und den Leistungsbeitrag von Mitarbeitern und erlaubt eine *proaktive Steuerung* und Kontrolle der *strategischen Ziele*. Entsprechend setzen Schätzungen zufolge ein Grossteil der im DAX notierten Unternehmen und rund 40 Prozent der Fortune-1000-Unternehmen die BSC als Führungsinstrument ein.<sup>196</sup> Auf der anderen Seite ist die Entwicklung und effektive Umsetzung einer BSC ein langwieriger und schwieriger Prozess, der viel Konsequenz und Durchhaltevermögen voraussetzt. Dabei stellt die grösste Herausforderung beim praktischen Einsatz die *Identifikation* der Ursache-Wirkungs-Zusammenhänge dar.<sup>197</sup> Des Weiteren ist die grosse Flexibilität und Anpassungsfähigkeit beim Einsatz der BSC gleichzeitig eine zentrale Schwäche. Das Hauptproblem: Die BSC liefert keinen eindeutigen "Score". Um dieses Problem zu beheben ist die Priorisierung einer Perspektive notwendig, beim klassischen Wertmanagement die Finanzperspektive, mit *einer* zentralen Steuerungsgrösse (EVA, CVA etc.).<sup>198</sup>

Die BSC stellt auch bei *mittelständischen Unternehmen* ein sehr gut geeignetes Instrument zur *Strategieentwicklung* und *-umsetzung* dar.<sup>199</sup> Gerade hier findet im Regel-

---

<sup>194</sup> Vgl. Kaplan/Norton (1996, S. 77).

<sup>195</sup> Vgl. Horváth/Kaufmann (2004, S. 7ff., 16).

<sup>196</sup> Vgl. Frantz/Frommen-Pleterski (2001, S. 4). Zu den Unternehmen, die bereits erste Implementierungen unternommen haben, zählen ABB, BASF, Deutsche Bank, Lufthansa, Deutsche Bahn, IBM, Siemens und 3M.

<sup>197</sup> Vgl. Horváth/Kaufmann (2004, S. 16).

<sup>198</sup> Vgl. Jensen (2001, S. 310 ff.).

<sup>199</sup> Vgl. Frantz/Frommen-Pleterski (2001, S. 6).

fall eine *unzureichende Strategiediskussion* statt, da der Unternehmer die Strategie mehr oder weniger für sich definiert und keine systematische Kommunikation, Konkretisierung und Umsetzungskontrolle stattfindet. Neben einem unklaren Strategieverständnis lassen sich mit der BSC weitere typische Probleme mittelständischer Unternehmen lösen, wie der "Wildwuchs der Aktionen", strategieinkompatible Incentivierungssysteme und der Mangel an Professionalität in der Kommunikation in Führungsgremien oder zwischen Unternehmergenerationen. Wichtig dabei ist, dass die Entwicklung der BSC auch hier stets *massgeschneidert* erfolgt und nicht zu breit oder ungenügend fokussiert. Ihre Einführung ist in jedem Fall *aufwendig* und fordert vom Unternehmer ein hohes Mass an *Eigendisziplin*.<sup>200</sup>

---

<sup>200</sup> Vgl. Müller (2002, S. 412ff.).

### 3 Mittelständische Unternehmen

Kleine und mittlere Unternehmen (KMU), bzw. der Mittelstand sind in vielen Bereichen der Wirtschaftswissenschaften eher ein Randthema.<sup>201</sup> So wird die moderne Finanztheorie durch die *Kapitalmarkttheorie* geprägt, die implizit börsennotierte Unternehmen zum Gegenstand hat.<sup>202</sup> Die Erkenntnisse sind auf privat gehaltene Unternehmen nur bedingt und nur nach erheblichen Anpassungen übertragbar. Obwohl der Mittelstand – nach dem Institut für Mittelstandsforschung in Bonn (IfM) als Synonym zu KMU verwendbar<sup>203</sup> – in Deutschland rund 70% der Beschäftigung und über 40% des Umsatzes auf sich vereint,<sup>204</sup> weichen KMU-spezifische Fragestellungen zur Finanzierung in neueren finanzwissenschaftlichen Lehrbüchern vertiefenden Abhandlungen zur Kapitalmarkttheorie.<sup>205</sup>

In der Literatur wird teilweise argumentiert, dass kleine und mittlere Unternehmen nicht wesensverschieden von Grossunternehmen sind und daher keine gesonderte Behandlung der beiden Gruppen notwendig ist.<sup>206</sup> Im Rahmen der folgenden Eingrenzung des Forschungsgegenstands wird daher untersucht, ob es Kennzeichen *mittelständischer* Unternehmen gibt, die eine besondere Behandlung hinsichtlich des Wertmanagements erfordern. Bei *kleinen* Unternehmen hingegen kann davon ausgegangen werden, dass sie infolge beschränkter personeller und finanzieller Ressourcen, ihrer

---

<sup>201</sup> Vgl. Julien (1993, S. 157) und Brock/Evans (1989, S. 17). Dabei ist seit Mitte der 90-er Jahre allgemein wieder eine verstärkte Hinwendung zu KMU-spezifischen Problemstellungen festzustellen. Zu diesem Zweck entstanden auch eine ganze Reihe KMU-spezifischer Lehrstühle, Institute, Spezialstudiengänge und wissenschaftliche Arbeiten. Vgl. Behringer (1998, S. 6).

<sup>202</sup> Vgl. Rehkugler (1989, S. 402f.).

<sup>203</sup> Vgl. Günterberg/Kayser (2004, S. 1). Analog dazu werden auch in der vorliegenden Arbeit die Begriffe KMU und Mittelstand synonym verwendet.

<sup>204</sup> Vgl. ebenda, S. 5. Unabhängig von der exakten Definition dominieren weltweit in sämtlichen Volkswirtschaften anzahlmässig die KMU. Vgl. Fueglistaller/Müller/Halter (2004, S. 449).

<sup>205</sup> Vgl. Rehkugler (1989, S. 403ff.) Dabei entstanden Ende der 90-er Jahre auch eine Reihe wissenschaftlicher Arbeiten im Bereich des Unternehmertums und der Beteiligungs- und Wachstumsfinanzierung. Im Vordergrund stehen hier meist keine langfristigen Strategien zur Steigerung des Unternehmenswerts, sondern die Selektion, Finanzierung und das Monitoring von Startups auf dem Weg zum Börsengang durch Wagniskapitalfinanzierer. Die Notwendigkeit zu langfristigen, wertorientierten Strategien wurde teilweise erst nach dem Platzen der Aktienmarktblase erkannt.

<sup>206</sup> Vgl. Julien (1993, S. 157).

vergleichsweise geringen Komplexität und eines überschaubaren Aktionsrahmens als Zielgruppe für einen formalisierten Wertmanagementansatz wenig geeignet sind.

### 3.1 Definition von mittelständischen Unternehmen

#### 3.1.1 Probleme bei der Definition

Eine Definition der *mittelständischen Unternehmen* sollte eine *eindeutige Zuordnung* gestatten und eine möglichst *homogene Gruppe* schaffen, die tatsächlich *wesensverschieden* von grossen (und kleinen) Unternehmen ist. Zwischen der Einfachheit der Zuordnung und der Berücksichtigung der Komplexität der Unternehmensstruktur besteht ein *Zielkonflikt*.<sup>207</sup> Um die Wesensverschiedenheit von mittelständischen Unternehmen zu erfassen, ist die Anwendung mehrerer Kriterien – auf Kosten der Einfachheit und Eindeutigkeit der Zuordnung – notwendig. Die abgrenzenden Merkmale *müssen* qualitative Auswirkungen auf die Konstitution eines möglichen Managementansatzes haben. Somit sollte die Abgrenzung in erster Linie eine Frage der Zweckmässigkeit und nicht der Richtigkeit sein.<sup>208</sup>

In Literatur und Praxis existieren weder einheitliche, eindeutige Kriterien der Definition von *kleinen* und *mittelständischen* im Gegensatz zu grossen Unternehmen noch von *mittelständischen* Unternehmen. Wie bereits angesprochen werden die Begriffe KMU und mittelständische Unternehmen zum Teil (aber nicht immer) gleich gesetzt.<sup>209</sup> Insbesondere existieren für das deutsche Phänomen *Mittelstand* eine Unzahl weiterer Versuche für dessen begrifflicher Erfassung.<sup>210</sup> In den folgenden Ausführungen wird insbesondere im Hinblick auf die *quantitativen* Merkmale von mittelständischen Unternehmen und die Abgrenzung von den Kleinunternehmen die EU-Definition zugrunde gelegt. Konstituierend für den Forschungsgegenstand und die Abgrenzung nach oben sind aber vor allem *qualitative* Kriterien. Allerdings stellen die abweichenden quantitativen IfM-Definitionen in Deutschland die relevante Grundlage empirischer betriebswissenschaftlicher Untersuchungen im Bereich mittelständischer Unternehmen

---

<sup>207</sup> Vgl. Pfohl/Kellerwessel (1990, S. 12).

<sup>208</sup> Vgl. Frank (1994, S. 18).

<sup>209</sup> Vgl. auch die Mittelstand-Systematisierung von Hamer (1987, S. 23).

<sup>210</sup> Bereits 1962 kam Gantzel in einer umfassenden Untersuchung auf 190 existente Mittelstands-Definitionen. Vgl. Gantzel (1962, S. 293 ff.).

dar.<sup>211</sup> Auf empirische und theoretische Arbeiten aus dem KMU-Bereich – nicht nur aus Deutschland, sondern auch aus anderen Ländern – wird an verschiedenen Stellen der vorliegenden Arbeit verwiesen, wohlwissend, dass in den Untersuchungen auch Klein(st)unternehmen Berücksichtigung finden und die Zielgruppe der untersuchten Unternehmen nicht unbedingt deckungsgleich ist. Richtigerweise wird in diesen Fällen von *mittelständischen* Unternehmen respektive *KMU* gesprochen. Der Fokus der Arbeit liegt aber – wie bereits dargelegt – auf den *mittelständischen* Unternehmen respektive *grossen mittelständischen* Unternehmen. Sie sind charakterisiert durch die nachstehenden quantitativen und qualitativen Kriterien.

### 3.1.2 Quantitative Merkmale: Abgrenzung gegenüber Kleinunternehmen

Gemäss der EU-Definition erfolgt die *quantitative Abgrenzung* insbesondere anhand von Umsatz- und Beschäftigtenzahlen.<sup>212</sup> Dabei entspricht nur die Obergrenze beim Umsatz der *IfM*-Definition für mittelständische Unternehmen, die insbesondere im Hinblick auf die Beschäftigungszahl *weiter* gefasst ist, um eine Ausgrenzung des in Deutschland vergleichsweise starken industriellen Mittelstands zu vermeiden. Gemäss der EU-Definition werden *mittelständische* Unternehmen folgendermassen abgegrenzt:<sup>213</sup>

- Umsatz in Euro: 10 Mio. – 50 Mio.
- Anzahl Beschäftigte: 50 – 249

Es handelt sich hierbei wiederum um nur eine von vielen verbreiteten Definitionen. *Die* quantitative Definition von mittelständischen Unternehmen gibt es nicht.<sup>214</sup> Die Obergrenze soll jedoch primär durch die qualitative Abgrenzung gesetzt werden. Zwar

---

<sup>211</sup> Vgl. Geiseler (1999, S. 15).

<sup>212</sup> Zusätzlich zieht die EU-Kommission eine Jahresbilanzsumme zwischen 10-43 Mio. Euro als Abgrenzungskriterium heran. Vgl. IfM (2004, S. 84).

<sup>213</sup> Meist dominiert das Beschäftigtenkriterium das Umsatzkriterium.

<sup>214</sup> Auf eine weitere Definition nach Branchen wird hier verzichtet, obwohl sie von einigen Autoren gefordert wird. Vgl. z.B. Rehkugler (1989, S. 628) und Pfohl/Kellerwessel (1990, S. 9f.). Auch das IfM hat im Zuge der Umstellung der Grössenklassenabgrenzung auf Euro die bis dato wirtschaftsbereichsbezogen differenzierte quantitative Mittelstandsdefinition zugunsten einer einheitlichen Grenze zwischen Mittelstand und Grossunternehmen aufgegeben. Ehemals lag die Umsatzobergrenze für mittelständische Unternehmen in den Bereichen Energie, Wasserversorgung, Bergbau, Verarbeitendes Gewerbe, Baugewerbe und Grosshandel vier Mal höher als in den Bereichen Einzelhandel, Verkehr und Nachrichtenübermittlungen sowie Dienstleistungen.

ist die Obergrenze von 500 Beschäftigten in Deutschland (noch) vorherrschend,<sup>215</sup> allerdings ist sie in vielen Ländern enger (und in der Regel nicht weiter) gefasst<sup>216</sup> und auch Deutschland will sich ab 2005 nach den EU-Definitionen und deren Obergrenze von 249 Mitarbeitern richten. In der vorliegenden Arbeit sollen so gesehen "grosse" mittelständische Unternehmen explizit miteinbezogen werden. Zum einen, da gerade sie infolge ihrer Grösse und der damit einhergehenden Komplexität mutmasslich von der Einführung eines Wertmanagementansatzes besonders profitieren. Zum anderen, da sie typischerweise – wie auch die durchgeführten Fallstudien belegen<sup>217</sup> – noch über kein vergleichbares Instrument verfügen.

Eine quantitative Abgrenzung ist in jedem Fall in gewissem Masse willkürlich.<sup>218</sup> Sie ist für die Untersuchung daher *nicht ausreichend*, insbesondere bei der Abgrenzung gegenüber den grossen Unternehmen. Mitunter wirken die qualitativen Merkmale so stark, dass die quantitativen Abgrenzungskriterien zweitrangig werden.<sup>219</sup> Die Abgrenzung nach unten, zu den kleinen Unternehmen erfolgt hingegen in erster Linie anhand der quantitativen Kriterien, da die verwendeten qualitativen Kriterien typischerweise gleichermassen auf Klein- und Kleinstunternehmen zutreffen.

### 3.1.3 Qualitative Merkmale: Abgrenzung gegenüber Grossunternehmen

Ergänzend zu den quantitativen Kriterien ist es angebracht *qualitative* Merkmale für eine Abgrenzung mittelständischer Unternehmen von Grossunternehmen heranzuzie-

---

<sup>215</sup> Vgl. Behringer (1998, S. 8f.). Die 500 Mitarbeiter als Obergrenze für KMU existiert auch in Kanada und China. Vgl. [www.actetsme.org](http://www.actetsme.org) (abrufbar am 11.11.2004). In den USA gilt diese Obergrenze für Kleinunternehmen der verarbeitenden Industrie, die entsprechende Obergrenze für mittelständische Unternehmen liegt bei 1.500. Für alle anderen Branchen erfolgt die Klassifizierung in den USA i.d.R. über den Umsatz. Je nachdem schwankt hier die Umsatzobergrenze für KMU zwischen 6 Mio. und 29 Mio. USD. Vgl. Tarka (2004, S. 6).

<sup>216</sup> So z.B. in Grossbritannien (bis 249 Mitarbeiter), in Hong Kong (je nach Branche bis 50 bzw. 99 Mitarbeiter), in Japan (je nach Branche bis maximal 299 Mitarbeiter *oder* investiertes Kapital unter 100 Mio. Yen). Vgl. [www.actetsme.org](http://www.actetsme.org) (abrufbar am 11.11.2004) sowie Tarka (2004, S. 5). Die einzige Ausnahme bilden hier die USA im Bereich der verarbeitenden Industrie. Siehe *Fussnote 215*.

<sup>217</sup> Vgl. *Kapitel 5*.

<sup>218</sup> Ein Unternehmen mit 499 Beschäftigten ist c.p. grundsätzlich nicht anders zu beurteilen, als ein Unternehmen mit 501 Beschäftigten.

<sup>219</sup> Vgl. Kayser/Wallau (2003, S. 56).

hen. Die folgenden drei qualitativen Merkmale dienen der Abgrenzung des Forschungsgegenstands:<sup>220</sup>

- weitgehende Einheit von Eigentum und Unternehmensführung
- keine Börsennotierung
- rechtliche (keine Filialbetriebe) und wirtschaftliche (keine Abhängigkeit von Muttergesellschaften oder Verbund)<sup>221</sup> Selbständigkeit

Das Abgrenzungskriterium der *Börsennotierung* findet sich gerade in der klassischen betriebswirtschaftlichen Literatur noch häufig,<sup>222</sup> auch wenn es in Europa durch die zeitweilige Popularität der Neuen Märkte teilweise nicht mehr mit der quantitativen Abgrenzung vereinbar zu sein schien.<sup>223</sup> Trotz eines enormen Vertrauensverlustes externer Investoren in die Börsenfähigkeit mittelständischer Unternehmen ist davon auszugehen, dass sich der Trend zu einer *Finanzierung über öffentliche Märkte* in diesem Segment langfristig auch im kontinentaleuropäischen Raum deutlich verstärken wird.<sup>224</sup> Gerade diese Tendenz zu einer marktgetriebenen, externen Sichtweise auf die mittelständischen Unternehmen unterstreicht die Bedeutung der vorliegenden Arbeit: Mittelständische Unternehmen müssen im Falle eines Einbezugs externer Investoren – ob Beteiligungsgesellschaften oder Kreditinstitute – auf deren Anforderungen hinsichtlich der Transparenz und Wertentwicklung eingehen. Der scheinbare Widerspruch, dass das Forschungsobjekt einerseits durch seine Unabhängigkeit (v.a. keine Börsennotierung) charakterisiert wird und andererseits Ziel der Untersuchung die Vorbereitung auf einen *möglichen* Verlust dieser Unabhängigkeit ist, lässt sich wie folgt erklären: Die sorgsame Vorbereitung auf die Anforderungen externer Investoren – egal, ob

---

<sup>220</sup> Drei weitere Kriterien sind eher als typische, nicht notwendigerweise erfüllte Merkmale zu werten: 1. Flache Hierarchie, Konsens zwischen Leitung und Personal, 2. lokaler Bezug, Markt- und Kundennähe, 3. persönliche Beziehung zwischen Unternehmen und Umfeld. Vgl. Behringer (1998, S. 10ff.), Kayser (2003, S. 6).

<sup>221</sup> Wie z.B. bei Franchising.

<sup>222</sup> Vgl. Osteryoung/Newman (1993, S. 226), Rapp (1996, S. 24), Neus (1995, S. 2f.). Ang schreibt beispielsweise: „The simplest definition of a small firm is, that it is privately held.“ Vgl. Ang (1991a, S. 185).

<sup>223</sup> In den USA ist der Anteil börsennotierter KMU (nach quantitativen Kriterien) allgemein deutlich höher als in Europa. Dabei gehen mit der Börsennotierung eine Reihe Veränderungen im Unternehmen einher (Stichworte: Transparenz, externe Kontrolle, externes Management, externe Investoren), die das Wertmanagement – insbesondere seine Zielsetzungen – beeinflussen .

<sup>224</sup> Einen deutlichen Trend hin zu einer stärkeren Kapitalmarktorientierung *mittelständischer* Unternehmen belegt beispielsweise die Befragung des Deutschen Aktieninstituts „Kapitalmarkt und Mittelstand“ durch von Rosen (2002). Siehe auch Finance (2004, S. 29f.).



sie künftig tatsächlich Einfluss auf das Unternehmen haben – stellt eine Option dar, die einen Unternehmer *unabhängig* in der Entscheidung macht, ob externe Investoren zugelassen werden sollen oder nicht. Ohne eine solche Vorbereitung bleibt das Unternehmen überspitzt formuliert *abhängig von seiner künftigen Unabhängigkeit*, da externe Kapitalgeber die beschriebene Marktorientierung fordern.

Eine ähnliche Problematik existiert bei dem Kriterium der *Einheit von Eigentum und Unternehmensführung*.<sup>225</sup> Der Unternehmer ist als Eigentümer und Geschäftsführer in Personalunion aus betriebswirtschaftlicher Sicht die *zentrale Figur* bei mittelständischen Unternehmen.<sup>226</sup> Die personelle Komponente *überwiegt* bei der Klassifizierung von Unternehmen die statistischen Zahlengerüste.<sup>227</sup> Die Unternehmensführung legitimiert sich aus dem Eigentum an dem Unternehmen und plant, entscheidet und kontrolliert im Regelfall allein. Dabei sind die Grenzen, ab wann ein Unternehmen als eigentümer- oder managementgeführt zu betrachten ist, fließend. Aus der Einheit von Eigentum und Unternehmensführung resultieren einerseits KMU-spezifische Vorteile wie Flexibilität und damit verbunden kurze Reaktionszeit, Markt- und Kundennähe. Andererseits geht damit ein ständiger Wettbewerbs- und Anpassungsdruck einher.<sup>228</sup>

---

<sup>225</sup> Vgl. z.B. Sewing (1992, S. 13), Hamer (1990, S. 45), Piltz, (1994, S. 50), Rapp (1996, S. 24) und Bussiek (1996, S. 18).

<sup>226</sup> Vgl. Hake (1996, S. 967). Es können natürlich auch mehrere Unternehmer in einem Unternehmen vorhanden sein, z.B. wenn es sich um ein Familienunternehmen handelt. Ein anderes Beispiel stellt das in *Kapitel 5.4* dargestellte Fallunternehmen, die Q-Cells AG dar.

<sup>227</sup> Eine *Klassifizierung* als mittelständisches Unternehmen nach dem *quantitativen* Kriterium „bis zu 500 Beschäftigten“ führt weitgehend zu gleichen Ergebnissen gegenüber dem überlegenen *qualitativen* Kriterium „eigenergeführt“. Beispielsweise sind rund 83% der Industrieunternehmen in Deutschland eigenergeführt mit bis zu 500 Beschäftigten. Rund 1% weitere Unternehmen sind als eigenergeführt zusätzlich zum Mittelstand zu zählen, haben aber über 500 Beschäftigte. 15% der Unternehmen haben unter 500 Beschäftigte, zählen aber - indem sie managementgeführt sind – gemäss obigen Ausführungen nicht zum Mittelstand (dabei sind die Übergänge fließend und dieses Thema wird in der Literatur kontrovers definiert; vgl. Klein (2000, S. 19ff.)). 1% der Industrieunternehmen sind managementgeführt mit über 500 Mitarbeitern und zählen entsprechend unabhängig vom Klassifizierungskriterium eindeutig nicht zum Mittelstand. Vgl. Kayser (2003, S. 9). Allerdings gibt es in Deutschland eine ganze Reihe von nicht-börsennotierten Familienunternehmen (Unternehmen, die mehrheitlich im Besitz einer oder mehrerer Familien sind), die infolge ihrer schieren Grösse im Grunde nicht mehr zum Mittelstand zu zählen sind. Hierzu zählen etwa Tengelmann (26,7 Mrd. Euro Umsatz 2002/2003), Haniel (23 Mrd. Euro Umsatz 2003) und Aldi (über 20 Mrd. Euro Umsatz 2003). In einer aktuellen Studie von Finance wurden 24 grosse Familienunternehmen zu ihren Finanzierungs- und Wachstumsstrategien befragt. 71% der befragten Unternehmen waren inhabergeführt. Trotz der Grösse der befragten Unternehmen (der Umsatz p.a. liegt zwischen 100 Mio. und 5 Mrd. Euro) spricht Finance auch hier von Mittelstand. Vgl. Finance (2004, S. 25, 29).

<sup>228</sup> Vgl. Kayser/Wallau (2003, S. 56).

Der Unternehmer prägt das Unternehmen und ist ein signifikant wertbeeinflussender Faktor (Werttreiber), auf den entsprechend im Folgenden weiter eingegangen werden muss. Gleichzeitig soll durch die Einführung eines Managementsystems die Transformation von einer *personenorientierten* hin zu einer *institutionsorientierten* Organisation stattfinden. Der Unternehmer öffnet somit seine meist wichtigste Existenzgrundlage anderen Entscheidungsträgern.<sup>229</sup> Wieder verliert der *Unternehmer* seine Unabhängigkeit zu Gunsten einer grösseren Unabhängigkeit des *Unternehmens* von seiner Person.<sup>230</sup>

## 3.2 Organisationsökonomische Besonderheiten

### 3.2.1 Eigentumsverteilung und die Bedeutung des Unternehmers

Die Wirtschaftswissenschaften haben lange Zeit den *Unternehmer* als Faktor in ihrer Analyse von Unternehmen ausgeblendet.<sup>231</sup> Wie bereits angesprochen ist dabei die Rolle des Unternehmers insbesondere in mittelständischen Unternehmen sehr wichtig. In einer betriebswirtschaftlichen Analyse der Wertsteigerung spielt er eine zentrale Rolle. In den vergangenen Jahren hat sich v.a. die Forschungslinie des *Entrepreneurship*-Ansatzes<sup>232</sup> um die Integration der Unternehmerpersönlichkeit in die betriebswirtschaftliche Analyse verdient gemacht.

Die Theorie des Unternehmertums hat eine lange Tradition.<sup>233</sup> Einer der ersten, der die Bedeutung des Unternehmers zum Ausdruck brachte, war Cantillon (1680-1734), der die *Risikobereitschaft* des Unternehmers als konstitutiv für Entstehung und Bestand eines Unternehmens in den Vordergrund stellt. Andere Ökonomen betonen in der Fol-

---

<sup>229</sup> Vgl. Sewing (1992, S. 13) und Mugler (1995, S. 23).

<sup>230</sup> Der "key person discount" wurde in verschiedenen empirischen Studien untersucht. Er besagt, dass die Abhängigkeit von einer „Schlüsselfigur“ den Wert eines Unternehmens signifikant mindern kann. Vgl. Pratt/Reilly/Schweihl (1996, S. 284).

<sup>231</sup> Vgl. Thurik (1996, S. 144), Ripsas (1998, S. 104).

<sup>232</sup> Vgl. für eine Übersicht über Forschungsaktivitäten im *Entrepreneurship*-Bereich in Deutschland Klandt (1996, S. 133ff.). Spezialthemen im Zusammenhang mit Entrepreneurship finden sich in Beiträgen zu den Rencontres de St. Gall 2002 von Volery (2002), de Klerk/Kruger (2002), Kao/Kao/Kao (2002), Obrecht (2002) und Pleitner/Jakl (2002).

<sup>233</sup> Übersichten über historische Unternehmertheorien finden sich bei: Bull/Willard (1995, S.1ff.), Cuevas (1993, S. 77ff.), Chell/Haworth/Brearily (1991), Hébert/Link (1989, S. 39ff.), Redlich (1959, S. 486ff.).

ge weitere Aspekte des Unternehmertums wie *Innovation* (als "schöpferische Zerstörung") bei Schumpeter (1934) und *Arbitrage* bei Hayek (1959) und Kirzner (1973).

Durch seine hohe Identifikation, überdurchschnittliches Engagement, besondere Innovationskraft und unternehmerischen Wagemut kann der Unternehmer als "Herzmuskel" des Unternehmens aufgefasst werden.<sup>234</sup> Dabei verschmelzen *persönliche Ziele* und *Unternehmensziele* in mittelständischen Unternehmen oftmals. Trennt der Eigentümer die unterschiedlichen Zielfunktionen nicht voneinander, kann dies aus beiden Perspektiven zu Fehlallokationen führen. Eine saubere *Trennung* finanzieller und persönlicher, nichtfinanzieller (meta-ökonomischer) Zielsetzungen ist ökonomisch geboten aber praktisch oft schwer implementierbar.<sup>235</sup>

Der Unternehmer trifft strategische Entscheidungen meist *alleinverantwortlich*. Auch wichtige operative Entscheidungen laufen bei ihm zusammen. Gerade in Wachstumsphasen kann dies zu einer chronischen Überlastung des Unternehmers führen.<sup>236</sup> Die (Ein-) *Personenbezogenheit* mittelständischer Unternehmen ist abhängig von verschiedenen Faktoren. Ein wesentlicher Faktor ist die Grösse, der bereits durch die quantitativen Abgrenzungskriterien Rechnung getragen wurde: Je grösser ein Unternehmen ist, desto mehr spielen institutionalisierte Prozesse und Abläufe eine Rolle. Allerdings stehen auch bei grossen eigentümergeführten Unternehmen schnelle Entscheidungen, hohe Flexibilität und Alleinverantwortung im Vordergrund.<sup>237</sup> Der Unternehmer in mittelständischen Unternehmen ist entsprechend als zentraler Einflussfaktor des Unternehmenserfolgs zu verstehen und im Rahmen des wertorientierten Managements auch als solcher zu behandeln. Nur so ist eine intersubjektiv nachvollziehbare Bewertung vorzubereiten und die Grundlage für die Entwicklung eines konsistenten Managementansatzes gegeben.

Aus diesen Ausführungen ergibt sich die Notwendigkeit, den Unternehmer bei einer Unternehmensanalyse detailliert zu berücksichtigen. Die qualitativen Kriterien bei der Bonitätsbeurteilung im Rahmen des Basel II konformen Kredit-Ratings berücksichti-

---

<sup>234</sup> Vgl. Finance (2004, S. 26).

<sup>235</sup> Die Maslow'sche Bedürfnispyramide unterstellt beispielsweise die Verfolgung von Selbstverwirklichung, wenn gewisse materielle Bedürfnisse erfüllt sind. Die Ökonomie geht von der Maximierung (materieller) Grössen wie Gewinn, bzw. Wert aus. Vgl. Mugler (1995, S. 357f.).

<sup>236</sup> Vgl. Hamer (1993, S. 57). Die mangelnde Fähigkeit zur Delegation von Entscheidungen stellt Böstler (1982, S. 126) fest. Siehe zu diesem Problemkomplex auch Fröhlich/Braun (1998, S. 148ff.).

<sup>237</sup> Vgl. Finance (2004, S. 18).

gen bereits die dominante Stellung des Unternehmers. Die Fähigkeit, aus künftigen Erträgen Zins und Tilgung zu bedienen, wird in starkem Mass aus den Qualifikationen des Unternehmers abgeleitet.<sup>238</sup> Entsprechend muss im wertorientiertem Management der Einfluss des Unternehmers genau beachtet werden. Bei einem Eigentumswechsel müssen die Unternehmerpersönlichkeiten des alten und des neuen Eigentümers berücksichtigt werden. Sie sind zentrale Werttreiber. Obgleich die Forderung der Einbeziehung der Unternehmerpersönlichkeit in die Unternehmensbewertung immer wieder erhoben wird,<sup>239</sup> bzw. das Unbehagen über seine Nichtberücksichtigung zum Ausdruck gebracht wird,<sup>240</sup> fehlten lange Zeit Konzepte, die dies leisteten. Erst in jüngerer Vergangenheit gibt es Bestrebungen, den Unternehmer explizit in der Bewertung mittelständischer Unternehmen zu berücksichtigen.<sup>241</sup> Wie sich zeigen wird, sind die wichtige Rolle, die der Unternehmer für das Unternehmen hat, die Betonung der Einheit von Eigentum und Unternehmensführung sowie die damit verbundenen Risiken wesentliche Aspekte im Hinblick auf die Entwicklung eines Wertmanagementansatzes für mittelständische Unternehmen.

Eine besondere Form der mittelständischen Unternehmen ist das *Familienunternehmen*, bei der sich die Mehrheit des Kapitals nicht in der Hand einer Einzelperson, sondern einer Unternehmerfamilie befindet. Meist gibt es neben den Familienmitgliedern, welche die Unternehmerfunktion wahrnehmen, andere Familienmitglieder, die in der Position der Kapitaleigner sind.<sup>242</sup> Grundsätzlich gelten für Familienunternehmen<sup>243</sup> ähnliche Überlegungen wie bei Einzelunternehmern. Allerdings besteht zusätzlich die Gefahr, dass es zu *Interessenkonflikten* zwischen den beiden Arten von Eignern innerhalb der Familien – solchen mit Beteiligung an der Unternehmensführung und solchen ohne – kommt, die das Wertmanagement erschweren können.

---

<sup>238</sup> Vgl. Keiner (2001) und Presber/Stengert (2002) für qualitative und quantitative Kriterien bei der Basel II konformen Kreditwürdigkeitsprüfung ausgesuchter externer Rating-Agenturen und Kreditinstitute.

<sup>239</sup> Vgl. Maltry/Löttgert (1994, S. 20), Funk (1995, S. 513) und Helbling (1996, S. 936).

<sup>240</sup> Vgl. Zimmerer (1988, S. 418).

<sup>241</sup> Vgl. die Dissertation von Behringer (1998).

<sup>242</sup> Vgl. Rapp (1996, S. 23) und von Schultendorff (1984, S. 7).

<sup>243</sup> Oder anderen mittelständischen Unternehmen mit einem oder mehreren Unternehmern, die zusätzlich extern eigenkapitalfinanziert sind. Vgl. das Fallunternehmen Q-Cells AG in Kapitel 5.4.

### 3.2.2 Strategisches Management und Unternehmensführung

Die besondere Stellung des Unternehmers bei mittelständischen Unternehmen hat Konsequenzen für die *strategische Unternehmensführung*. Die Verbindung von Unternehmensleitung und Eigentum führt zu einer starken Übereinstimmung von Unternehmenszielen und persönlichen Zielen.

Das Unternehmen ist ein vielschichtiges Mittel zur Bedürfnisbefriedigung für den Unternehmer. Damit unterscheidet er sich signifikant von professionellen, vollends rationalen Anlegern, deren einziges Ziel häufig eine maximale risikoadjustierte Rendite ist. Grosse Bedeutung haben zum einen *meta-ökonomische Ziele* wie Freude und Selbstverwirklichung, zum anderen die *Unabhängigkeit* von äusserem Einfluss. Zu den vorrangigen Zielen mittelständischer Unternehmer im Einzelnen zählen gemäss der empirischen Studie von Bamberger/Pleitner (1988):<sup>244</sup> Freude an der Arbeit, Herstellung guter Produkte, Unabhängigkeit (persönliche und finanzielle) und Selbstverwirklichung. Dieser Befund spiegelt sich bei der Rangfolge der *Unternehmensziele* wieder:<sup>245</sup> Überleben, Gewinn, Produktqualität, finanzielle Unabhängigkeit und Wachstum. Überleben (bzw. "Sicherung des Unternehmens") ist auch in der von Kayser/Wallau (2003) für das IfM durchgeführten Studie zum Status Quo des industriellen Mittelstands in Deutschland das mit Abstand wichtigste Unternehmensziel.<sup>246</sup> Allerdings steht hier die langfristige *Steigerung des Unternehmenswerts* bereits auf Platz zwei der Zielhierarchie vor der Erhöhung von Marktanteilen, persönlichen Zielen, Verbesserung des Unternehmensimages, gesellschaftlichen Zielen, ökologischen Zielen und kurzfristiger Gewinnmaximierung.<sup>247</sup> Entsprechend kann von einer zunehmenden Wertorientierung mittelständischer Unternehmen (zumindest in Deutschland) ausgegangen werden.

Die Ergebnisse dieser und ähnlicher Studien werden heute jedoch noch oft zum Anlass genommen, einer Adaption von Shareholder Value-Konzepten auf die Realität mittel-

---

<sup>244</sup> Vgl. Bamberger/Pleitner (1988, S.61). Es handelt sich um eine empirische Untersuchung zum strategischen Verhalten bei 1.132 KMU-Unternehmen der Branchen Bekleidung/Textil, Nahrungsmittel und Elektronik aus acht europäischen Ländern.

<sup>245</sup> Vgl. ebenda, S. 65.

<sup>246</sup> Auch in der von Finance (2004) bei 24 deutschen grossen Familienunternehmen durchgeführten Untersuchung hat Erhalt und Fortbestand des Unternehmens klare Priorität vor Renditeinteressen. Bei der Hälfte der Befragten hatte Unabhängigkeit sogar Vorrang vor allen anderen Unternehmenszielen. Vgl. Finance (2004, S. 9, 16).

<sup>247</sup> Vgl. Kayser/Wallau (2003, S. 84).

ständischer Unternehmen zu widersprechen. Unternehmern kann *keine ausschliessliche Wertorientierung* (oder auch Gewinnorientierung) unterstellt werden, da sie sich nicht wie rationale Investoren verhalten.<sup>248</sup> Im Gegenteil kann eine strikte Wertorientierung des Eigentümers als *Prinzipal* zu einer Nutzenminderung des Unternehmensleiters als *Agenten* führen.<sup>249</sup> In anderen Worten: Der finanzielle Erfolg des Unternehmens jenseits der Sicherung des Unternehmensfortbestands fließt bislang nur indirekt und mit geringer Priorität in die Zielfunktion des Unternehmers ein. Allerdings zeichnet sich ein Wertewandel bei mittelständischen Unternehmern bereits ab.<sup>250</sup>

Ein zukunftsorientiertes Unternehmen muss sich den wachsenden Anforderungen der globalisierten Güter- und Kapitalmärkte stellen. Eine Orientierung nur an den persönlichen Zielen des Unternehmers kann zu einer Verschlechterung der Wettbewerbsposition und langfristig zu einem Scheitern des Unternehmens führen. Eine zentrale Frage lautet daher, ob die Unternehmenswertorientierung im Kontext eigentümergeführter Unternehmen eine direkte Befriedigung persönlicher Interessen der Unternehmer zulässt oder ob die Bedürfnisbefriedigung nur mittelbar über aus höheren Dividendenzahlungen finanziertem Konsum erlaubt sein sollte. Ist also eine formale Trennung des Eigentümers als Investor und als Manager sinnvoll?

Unabhängig von der Beantwortung dieser Frage müssen der Eigentümer und andere Anspruchsgruppen *Transparenz* darüber erhalten, welche "Konsumententscheidungen" als Manager ihn als Investor wie viel kosten. Ein Wertmanagementansatz hilft, genau diese Transparenz zu schaffen und ggf. langfristigen Wertverlust gegen Nutzen aus heutigem Konsum des Unternehmers aufzurechnen. Übernehmen externe Investoren Risiken, fordern sie diese Transparenz ein.

Die Entscheidungsautonomie des Unternehmers und die informelle Organisationsstruktur kann gleichzeitig – wie bereits im vorangegangenen *Abschnitt 3.1.3* angespro-

---

<sup>248</sup> Das Verhalten von Unternehmern ist nicht notwendigerweise irrational. Wie bereits dargelegt werden persönliche Zielsetzungen mit ökonomischen *vermischt*. Nimmt man die Prinzipal-Agenten-Theorie als Bezugsrahmen, kann man argumentieren, dass Prinzipal und Agent in einer Person vereint sind. Einerseits wird versucht, eine bestimmte Rendite auf das eingesetzte Kapital zu erreichen, um daraus Konsum zu finanzieren (Eigentümer = Prinzipal), andererseits soll die unternehmerische Tätigkeit *direkt* Nutzen stiften, z.B. durch einen luxuriösen Dienstwagen (Unternehmensleiter = Agent).

<sup>249</sup> Beispielsweise sind nach der Bamberger/Pleitner-Studie die wenigsten Unternehmer bereit, zu Gunsten einer 1%igen Gewinnsteigerung auf 2% Freude an der Arbeit verzichten.

<sup>250</sup> Vgl. hierzu Kayser/Wachau (2003), die eine zunehmende Wertorientierung im industriellen Mittelstand feststellen.

chen – zu einer schnelleren und flexibleren Entscheidungsfindung führen.<sup>251</sup> Zu formalisierte *strategische Planungsprozesse* dürfen diese Flexibilität nicht unverhältnismässig mindern.<sup>252</sup> Strategisches Management in mittelständischen Unternehmen trägt nur dann zu einem grösseren Erfolg bei, wenn dadurch *Umweltveränderungen schneller und wertbringender antizipiert* werden, als ohne ein Instrument zur strategischen Unternehmensführung.<sup>253</sup> Die Tatsache, dass viele mittelständische Unternehmen nur ein Produkt anbieten, wird die Einführungskosten einer strategischen Planung jedoch tendenziell gering halten.<sup>254</sup> Insbesondere bei Investitionsentscheidungen ist ein positives Kosten-/Nutzenverhältnis zu erwarten. Wertmanagement als ein solches Führungsinstrument kann die von vielen Autoren konstatierte "*Planungslücke*"<sup>255</sup> in mittelständischen Unternehmen teilweise schliessen. Empirische Erhebungen haben ergeben, dass Unternehmen, die strategisch planen, signifikant erfolgreicher sind, als solche die keine Planung betreiben.<sup>256</sup> Nicht zuletzt aus diesem Grund ist in empirischen Studien in den USA und in Kontinentaleuropa ein deutlicher Trend hin zur strategischen Planung festzustellen.<sup>257</sup>

### 3.2.3 Finanzmanagement

Eine "*Lücke*" taucht auch bei der Betrachtung des *Finanz- und Rechnungswesens* der mittelständischen Unternehmen auf. Oft gibt es nur eine geringe Dokumentation, mit der die gesetzlich geforderten *Mindeststandards* eingehalten werden.<sup>258</sup> Wird nur eine *Steuerbilanz* aufgestellt, ist die Analyse des Unternehmens insbesondere für Aussenstehende beispielsweise im Zusammenhang mit einer *Rating-* oder *Finanzierungsentscheidung* oder einer Unternehmensbewertung sehr problematisch. Bei der Erstellung

---

<sup>251</sup> Vgl. Aiginger/Tichy (1991, S. 90), Julien (1993, S. 158) und Hamer (1990, S. 93).

<sup>252</sup> Vgl. Ackelberg/Arlow (1985, S. 62f.).

<sup>253</sup> So auch Löffler (1995, S. 134ff.).

<sup>254</sup> Vgl. El-Namaki (1990, S. 82).

<sup>255</sup> Vgl. Kirschbaum/Naujoks (1989, S. 829). Ähnliche Aussagen finden sich bei Mugler (1995, S. 120), von Faber-Castell/Steinmann (1983, S. 1069) und Risseuw/Masurel (1994, S. 314).

<sup>256</sup> Vgl. Bracker/Pearson (1986, S. 503ff.). Die Autoren stellen einen statistisch signifikanten Zusammenhang zwischen Einsatz von Planungsinstrumenten und Unternehmenserfolg bei Wäschereien im Südosten der USA fest. Untersuchungen, die zu ähnlichen Ergebnissen kommen finden sich bei Rehkugler (1989, S. 630), Storey, (1994, S. 218), Armstrong (1982, S. 197ff.), Rhyne (1986, S. 423ff.).

<sup>257</sup> Vgl. MassMutual (2003), Kayser/Wachau (2003).

<sup>258</sup> Vgl. Hamer (1990, S. 115), Julien (1993, S. 158).

der Steuerbilanz existieren *Wahlrechte*, die Einfluss auf die Höhe der steuerlichen Belastung haben. Gründe für die gesetzlich verankerten Wahlrechte liegen in der Vereinfachung, sozialpolitischen Überlegungen (z.B. Schaffung von Arbeitsplätzen, Förderung wirtschaftschwacher Regionen) und wirtschaftspolitischen Lenkungsabsichten (z.B. Förderung von Umweltschutzmassnahmen, Investitionsförderung, Förderung Wettbewerbsfähigkeit). Typischerweise werden die Wahlrechte in einer Weise genutzt, dass die steuerliche Belastung möglichst gering gehalten wird. Eventuell spielen auch noch Liquiditätsbedarfsüberlegungen eine Rolle. Dadurch dass die Steuerbilanz nicht den in der angelsächsischen Bilanzpolitik vorherrschenden "*true and fair view*" des Unternehmens wiedergibt, ist sie als Basis für Unternehmensanalyse und Wertmanagement nur sehr eingeschränkt geeignet.<sup>259</sup> Bei einer grundsätzlich wünschenswerten Umorientierung von steuerlichen Fragestellungen des Rechnungswesen hin zu ökonomischen, müssen wieder Nutzen und Kosten gegenübergestellt werden. An dieser Stelle soll an die Politik appelliert werden, mit dem Steuersystem Anreize zu schaffen, die Wertmaximierung (Allokation) von der Umverteilung (Distribution) zu trennen.

Die *Finanzierung* mittelständischer Unternehmen weist ebenfalls erhebliche Besonderheiten auf: Der Unternehmer hält typischerweise einen grossen Teil seines Vermögens, inklusive des Humankapitals<sup>260</sup>, im Unternehmen gebunden.<sup>261</sup> Damit stellt das Unternehmen vielfach die für seinen Lebensunterhalt massgebliche Einnahmequelle dar. Indem das Portfolio des Unternehmers wenig oder gar nicht diversifiziert ist<sup>262</sup>, ist die Abhängigkeit vom Unternehmenserfolg gross. Der Eigentümer muss – im Gegensatz zum perfekt diversifizierten Investor der modernen Kapitalmarkttheorie – ein erhebliches *idiosynkratisches* (unsystematisches) Risiko tragen. Die Methoden der Kapitalmarkttheorie, die im Rahmen des Shareholder Value Ansatzes die Kapitalkosten und somit die Bestimmung des Unternehmenswerts beeinflussen, mögen entsprechend zunächst ungeeignet erscheinen. Hieraus den Schluss zu ziehen, das Konzept des Shareholder Value und die damit verbundene kapitalkostenbasierte Bewertung aufzugeben

---

<sup>259</sup> Vgl. Behringer (1998, S. 20).

<sup>260</sup> Für den Unternehmer lässt sich der Wert seines Humankapitals als Barwert zukünftig erwarteter Einkünfte aus Erwerbstätigkeit auffassen. Vgl. Winhart (1999, S. 56).

<sup>261</sup> Vgl. Mugler (1995, S. 381), Ang (1991, S. 2).

<sup>262</sup> Diese intuitiv einsichtige Hypothese wurde in einer jüngst erschienenen empirischen Untersuchung US-amerikanischer Daten bestätigt: Eigentümer privater Unternehmen sind typischerweise hoch unterdiversifiziert, durchschnittlich haben sie 30% ihres Vermögens in eine Firma investiert. Vgl. Müller (2004, S. 27ff.) sowie die in Kapitel 2.1.2 und 2.2.2 im Zusammenhang mit dem DCF-Verfahren formulierten Ausführungen.



zu müssen, ist jedoch – wie noch gezeigt wird – voreilig.<sup>263</sup> Zu den wichtigsten Finanzierungsinstrumenten des industriellen Mittelstands zählen – im Gegensatz zu börsennotierten Unternehmen – allen voran die Selbstfinanzierung (aus thesaurierten Gewinnen, Rückstellungen oder Abschreibungsrückflüssen), gefolgt von Bankkrediten und Einlagenfinanzierung.<sup>264</sup> Bemerkenswert dabei ist vor allem, dass 29% der befragten Unternehmen dem Bankkredit als mögliche Finanzierungsquelle geringe bis keine Bedeutung zumessen. Gewinnthesaurierung und weitestmögliche Vermeidung von Fremdfinanzierung korrespondieren mit dem Wunsch nach Erhalt, Fortbestand und Unabhängigkeit des Unternehmens. Eigenkapitalrentabilität steht offenbar hinter diesen Zielen an.

Dabei unterliegt der Kapitalbedarf mittelständischer Unternehmen Schwankungen und es gibt ausgeprägtere *Spitzenbedarfe*. Diese sind Ursache für die doch relativ starke Abhängigkeit von Kreditfinanzierungen.<sup>265</sup> Die *diskontinuierliche Investitionstätigkeit* ist auf Unteilbarkeiten der Investitionsobjekte zurückzuführen. Kapazitäten können nicht schrittweise, sondern nur sprunghaft aufgebaut werden, was bei kleineren Einheiten stärker ins Gewicht fällt.<sup>266</sup> Mittelständische Unternehmen in Deutschland nutzen die *externe Eigenkapitalbeschaffung* momentan in sehr beschränktem Ausmass. Wie bereits erwähnt, ist mit einer Ausdehnung dieser Finanzierungsart zu rechnen,<sup>267</sup> auch vor dem Hintergrund der *hohen Verschuldungsgrade* deutscher Unternehmen im internationalen Vergleich.<sup>268</sup>

---

<sup>263</sup> Insbesondere wird auf die Möglichkeit eingegangen, die geforderten Eigenkapitalkosten direkt aus einer Befragung des Eigentümers zu erfahren. Vgl. Hardtmann (1996, S. 72).

<sup>264</sup> Nur eine mittlere bis geringe Bedeutung haben Leasing und staatlich geförderte Kredite. Geringe bis keine Bedeutung haben die Aufnahme neuer Gesellschafter, Factoring und Mezzaninekapital. Vgl. Kayser/Wallau (2003, S. 144f.). Ein ähnliches Bild zeichnet sich bei den von Finance untersuchten grossen Familienunternehmen ab: 63% der Befragten finanzieren ausschliesslich über Gewinnthesaurierung und klassischen Bankkredit, 12,5% sind ausschliesslich innenfinanziert. Vgl. Finance (2004, S. 10).

<sup>265</sup> Vgl. Wossidlo (1990, S. 247).

<sup>266</sup> Vgl. Schmidt (1984, S. 183).

<sup>267</sup> Vgl. *Abschnitt 3.1.3*.

<sup>268</sup> Vgl. Büschgen (1997, S. 94f.), Bussiek (1996, S. 137), Kruschwitz (1989, S. 209f.), Audretsch/Elston, (1997, S. 102). Auf die Schwierigkeiten der *Abgrenzung* von Eigen- und Fremdkapital soll an dieser Stelle nicht näher eingegangen werden. Kruschwitz diskutiert und verwirft sieben in der betriebswirtschaftlichen Literatur gängige Definitionen des Begriffes „Eigenkapital“. Vgl. Kruschwitz (1989, S. 215ff.). Dieses Problem wird durch Mischformen der Finanzierung, sogenanntes *Quasi-Eigenkapital*, noch verschärft. Vgl. Lwowski (1989, S. 165ff.). Des Weiteren existieren auch steuerliche Gründe für eine niedrigere Eigenkapitalquote. Vgl. RKW (1992, S. 11).

Gemäss der vorgenommenen Definition von mittelständischen Unternehmen ist die Betrachtung von an der Börse notierten Unternehmen in der vorliegenden Arbeit ausgeschlossen.<sup>269</sup> Diese Abgrenzung passt zu dem empirischen Befund der mangelnden Börsentauglichkeit des überwiegenden Teils der mittelständischen Unternehmen.<sup>270</sup> Dessen ungeachtet wächst die Bedeutung öffentlicher Märkte für mittelständische Unternehmen schnell. Viele mittelständische Unternehmen können sich den Gang an die Börse bereits vorstellen und sind dann den Renditeerwartungen des Kapitalmarkts *direkt* ausgesetzt. *Indirekt* fordern Kreditinstitute, die meist an Börsen notiert sind, von ihren Kreditnehmern ähnliche Risiko-/Renditeaussichten, wie der Kapitalmarkt an sie selbst stellt. Der externe Druck zu einer wertorientierten Führung mittelständischer Unternehmen wächst. Sie sollten sich dieser Herausforderung unter Berücksichtigung ihrer organisationsökonomischen Besonderheiten stellen.

### 3.3 Bedeutung der kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)

Die Beschäftigung mit dem Unternehmenssegment der mittelständischen Unternehmen besitzt eine erhebliche gesamtwirtschaftliche Relevanz. In den folgenden Betrachtungen werden ebenfalls die kleinen Unternehmen berücksichtigt, da einerseits die Erkenntnisse zum Wertmanagement vielfach qualitativ übertragbar sind und andererseits wenige Statistiken innerhalb der kleinen und mittelständischen Unternehmen differenzieren.

Die ökonomische *Theorie* kennt zwei Argumentationen zur Rechtfertigung der Existenz von KMU: Einerseits sind es – paradoxerweise – Grössenkostenersparnisse (*Economies of Scale*) und Verbundvorteile (*Economies of Scope*), die gerade im Kontext einer zunehmenden Globalisierung des Wirtschaftslebens zu einer Konzentration auf Kernkompetenzen und "Lean Management" bzw. "Lean Production" führen. Sie machen sowohl *Ausgründungen* aus Grosskonzernen, als auch das *Outsourcing* an spezialisierte kleine und mittlere Betriebe ökonomisch sinnvoll.<sup>271</sup> Schon heute haben viele deutsche Mittelständler in ihren Nischen die Position des Weltmarktführers inne.<sup>272</sup> Andererseits billigt die Empirie den kleinen und mittelständischen Unternehmen eine

---

<sup>269</sup> Vgl. *Abschnitt 3.1.3*.

<sup>270</sup> Vgl. Bussiek (1996, S. 20).

<sup>271</sup> Vgl. Behringer (1998, S. 24f.).

<sup>272</sup> Insbesondere Automobilzulieferer und Maschinenbauer werden immer wieder genannt. Vgl. Simon (1990, S. 875ff.).

grössere *Innovationsdynamik*, insbesondere in jungen Industriezweigen, zu.<sup>273</sup> Unter anderem dadurch verbessern KMU den Wettbewerb in der Marktwirtschaft, verhindern Konzentrationsprozesse und sorgen so in ihrer Vielfalt für wirtschaftliche Stabilität.<sup>274</sup> Sie sind integraler Bestandteil einer ausgewogenen Unternehmensgrößenstruktur, die den Strukturwandel erleichtert und tragen damit zu mehr Wachstum und Wohlstand in einer Ökonomie bei.<sup>275</sup> Neben der Sicherung der *Markteffizienz* wird als Verdienst mittelständischer Unternehmen deren im Vergleich zu Grossunternehmen höhere *Beschäftigungsdynamik* angeführt. Dieser Befund wurde als *Mittelstandshypothese* verallgemeinert.<sup>276</sup>

Die herausragende *praktische* Bedeutung des deutschen Mittelstands wird aus den folgenden Zahlen deutlich. Das Institut für Mittelstandsforschung, Bonn (IfM), veröffentlicht in seinen Unternehmensgrößenstatistiken regelmässig Schlüsselzahlen für den Mittelstand. "Unter Zugrundelegung der neuen Definition des IfM gab es in Deutschland im Jahr 2002 rund 3,3 Millionen mittelständische Unternehmen mit rund 20,1 Millionen Beschäftigten. Das sind:

- 99,7 % aller umsatzsteuerpflichtigen Unternehmen. Diese tätigen
- 43,2 % aller steuerpflichtigen Umsätze. Sie beschäftigen rund

---

<sup>273</sup> Vgl. Acs (1996, S. 52), Acs/Audretsch (1993), Pavitt/Robson/Townsend (1987, S. 297ff.) und Rothwell (1986). Ein anderes Ergebnis erhielt Freeman (1982, S. 140). Er stellte fest, dass lediglich 21% der zwischen 1945 und 1980 in Grossbritannien angemeldeten Patente von Unternehmen mit weniger als 500 Mitarbeitern stammten. In Deutschland wird rund ein Drittel des von Unternehmen investierten Gesamtvolumens für Innovationsprojekte von KMU investiert. Vgl. Kayser (2003, S.10).

<sup>274</sup> Vgl. Albach (1983, S. 877), Zeitel (1990, S. 31), IfM (2004, S. 77).

<sup>275</sup> Vgl. IfM (2004, S. 3).

<sup>276</sup> Vgl. Schmidt (1996, S. 538). Die Formulierung der Mittelstandshypothese geht auf empirische Befunde von Birch für den US-amerikanischen Markt zurück, in denen er zwischen 1969 und 1976 zwei Drittel der Netto-neubeschäftigung auf Unternehmen mit weniger als 20 Beschäftigten zurückführt. Vgl. Birch (1979). Die umfangreiche methodische und inhaltliche Kritik an der Untersuchung von Birch wird bei Storey (1994, S. 163f.) zusammengefasst. Die unterschiedlichen volkswirtschaftlichen Grundannahmen von Birch und seinen Kritikern werden von Kirchhoff/Greene (1998, S. 153ff.) herausgearbeitet. Gruhler findet in seiner Untersuchung Belege für eine bessere Beschäftigungsdynamik in deutschen KMU. Danach haben diese nur 4.600 Arbeitsplätze von insgesamt 530.000 Arbeitsplätzen, die zwischen 1994 und 1996 verloren gingen, abgebaut. Dabei haben kleinere Unternehmen mit bis zu 100 Beschäftigte per Saldo sogar 192.000 Arbeitsplätze geschaffen. Vgl. Gruhler (1997, S. 1). Ähnliche Ergebnisse wurden auch für andere europäische Länder ermittelt. Vgl. für eine Übersicht Schreyer (1996, S. 10ff.). Zur systematischen Überschätzung in diesen Studien aufgrund der fälschlichen Berücksichtigung von juristisch oder wirtschaftlich abhängigen Unternehmen vgl. Schmidt (1996, S. 537ff), wonach „die Mittelstandshypothese nicht als hinreichend gesichert anzusehen ist.“

- 69,7 % aller Arbeitnehmer und bilden rund
- 83,0 % aller Lehrlinge aus. Mittelständische Unternehmen tragen mit
- 48,8 % zur Bruttowertschöpfung aller Unternehmen und mit
- 43,5 % zur gesamten Bruttowertschöpfung (einschl. Staat) bei.

[...] Man bezeichnet mit Fug und Recht den Mittelstand als Rückgrat der deutschen Wirtschaft."<sup>277</sup> Die Beschäftigung mit betriebswirtschaftlichen Besonderheiten der mittelständischen Unternehmen ist entsprechend dringend geboten. Im Gegenteil muss sich die hohe praktische Relevanz des Forschungsobjekts noch viel stärker in theoretischen Beiträgen – gerade im Hinblick auf die in der Theorie und Praxis der Grossunternehmen aktuell befürworteten Managementkonzepte – widerspiegeln. Die von börsennotierten Grossunternehmen<sup>278</sup> erfolgreich eingesetzten Wertmanagementansätze können bei einem ähnlich erfolgreichen Einsatz im Mittelstand zu signifikanten *Wachstums-* und *Beschäftigungsimpulsen* auf makroökonomischer Ebene führen.

---

<sup>277</sup> Vgl. Günterberg/Wolter (2002, S. 21ff.).

<sup>278</sup> Dass Grossunternehmen nicht per se typischerweise auf Wertsteigerung fokussiert sind, zeigt die von Finance auf grosse Familienunternehmen gerichtete Studie. Dabei waren die 24 untersuchten Grossunternehmen mit einer Ausnahme allesamt nicht börsennotiert. Eine angemessene Eigenkapitalverzinsung ist hier als Unternehmensziel i.d.R. von untergeordneter Bedeutung. Allgemein gilt „Je weniger Familie, desto mehr Kapitalmarkt“, d.h. je stärker die Trennung zwischen Eigentümern und Unternehmensleitung, desto stärker ist die Orientierung an Kapitalmarktkriterien. Vgl. Finance (2004, S. 20).

## 4 Forschungsüberblick Wertmanagement in mittelständischen Unternehmen

Wissenschaftliche Literatur zum Einsatz wertorientierten Managements im Mittelstand, insbesondere für *mittelständische* Unternehmen ist bislang kaum existent. Die finanzwirtschaftlichen Forschungsschwerpunkte liegen hier bisher eher im Bereich Bewertung, Performance-Messung und Controlling. Der Wertbegriff wird – wenn überhaupt – häufig aus *nicht-monetärer* Perspektive diskutiert. Dabei stellt Wertgenerierung in KMU ein Thema dar, dass sich neuerdings zunehmenden Interesses in Theorie und Praxis erfreut.<sup>279</sup> Dabei ist zu berücksichtigen, dass die in den Beiträgen zugrunde gelegte quantitative KMU-Definition häufig nach oben hin enger gefasst ist als hier angenommen,<sup>280</sup> gleichzeitig kleine und sehr kleine (sogenannte Mikrounternehmen) den Löwenanteil der KMU bilden.<sup>281</sup> Indem in den relevanten KMU-Forschungsbeiträgen i.d.R. nicht nach mittelständischen Unternehmen differenziert wird, stehen diese entsprechend tendenziell am Rande der Betrachtung.

### 4.1 Zum Wertbegriff in der KMU-Literatur

In der KMU-Literatur wird der Begriff "Wert" typischerweise sehr viel breiter verstanden, als in der Kapitalmarkttheorie, die sich auf die finanzielle Sichtweise be-

---

<sup>279</sup> So standen beispielsweise die Rencontres de St-Gall 2004, die weltweit älteste KMU-Konferenz, unter dem Motto „Wertgenerierung durch Unternehmertum und KMU“.

<sup>280</sup> Vgl. *Kapitel 3.1.2*. Dabei zeichnet sich auch in der europäischen KMU-Forschung keine einheitliche Definition entsprechend den Empfehlungen der EU Kommission ab. Allerdings zeigen Aybar-Arias/Casino-Martínez/López-Gracia, dass beispielsweise im Hinblick auf ihre Analyse der Kapitalstruktur von KMU die Ergebnisse unabhängig sind von konkreter KMU-Definition und Stichprobengrösse. Vgl. Aybar-Arias/Casino-Martínez/López-Gracia (2004, S. 6ff.).

<sup>281</sup> In den USA, der weltweit grössten Wirtschaftsmacht, repräsentieren Mikrounternehmen rund 50%, kleine Firmen 38%, mittelständische Firmen 8% und Grossunternehmen 4% aller Unternehmen. Vgl. OECD (2004). Dabei ist der Anteil der Mikrounternehmen in vielen Ländern grösser, was zumindest zum Teil auf die Unterschiede in den herangezogenen Definitionen zurückzuführen ist. Vgl. Schaper (2004, S. 2). In Deutschland machen Kleinunternehmen (die nach dem IfM nicht nach Mikrounternehmen weiter unterteilt werden) rund 81%, mittelständische Unternehmen 19% und Grossunternehmen deutlich unter 1% (0,3%) aller Unternehmen aus. Vgl. Kayser (2003, S. 3). Naturgemäss ein ganz anderes Bild ergibt sich, wenn die Bedeutung von mittelständischen Unternehmen nach anderen Kriterien beurteilt wird. Beispielsweise sind in Deutschland rund 18% in Kleinunternehmen beschäftigt, 60% (!) in mittelständischen Unternehmen und 22% in Grossunternehmen. Im Hinblick auf die Beschäftigungsverteilung haben hier mittelständische Unternehmen entsprechend die mit Abstand grösste Bedeutung; sie beschäftigen mehr als dreimal so viele Angestellte als Kleinunternehmen.

schränkt. Häufig spielt der monetäre Wert sogar eine untergeordnete Rolle.<sup>282</sup> Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass es – anders als bei börsennotierten Unternehmen – keinen allgemein bekannten Marktpreis gibt und eine finanzielle Bewertung aufgrund der vergleichsweise geringeren Transparenz und Vergleichbarkeit mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden ist. In jedem Fall kann festgehalten werden, dass in der KMU-Literatur keine eindeutige, allgemein akzeptierte Auffassung des Wertbegriffes existiert.

#### 4.1.1 Kein einheitlicher Wertbegriff

Beispielsweise reflektiert nach Gibson (2004) der "Wert" den *Grad der Nützlichkeit* oder *Attraktivität* von etwas, insbesondere im Vergleich mit anderen Dingen. Wert im finanziellen Sinn sei nur einer von vielen Wegen Wert auszudrücken.<sup>283</sup> Klein (2004) definiert Wert bzw. Werte als gleichbedeutend mit *Ressourcen*. Je nach Perspektive stellen sie Input- oder Outputfaktoren beim Wertgenerierungsprozess in Unternehmen dar. Im Einzelnen handle es sich dabei um finanzielle, intellektuelle, menschliche, ethische und soziale Ressourcen. Gemäss Schmidt (2004) geht die Wertdiskussion zurück bis ins 18. Jahrhundert, wobei sich nach seiner Auffassung beim *ökonomischen* Wert vor allem drei Versionen unterscheiden lassen: *Tauschwert*, *Nutzen* und *Ertragswert*. Des Weiteren sei zwischen *subjektiven* und *objektiven* Wert zu differenzieren.<sup>284</sup> Nach Welter/Smallbone (2004) hängt die Art der Wertgenerierung in erster Linie vom *Unternehmer*, seinen Bedürfnissen und Handlungen ab. Dabei können Werte für *Wirtschaft*, *Unternehmen* und *Individuen* geschaffen werden und auch nicht-monetärer Natur sein.<sup>285</sup> Ebenso bei Kettunen (2004) ist Wert ein Konzept mit unzähligen Dimensionen, die sich aber drei Hauptgruppen zuordnen lassen: *Ideale* wie Ehre, Courage und Gerechtigkeit, *konkrete und abstrakte Ziele* wie Geld, Status und Konsum und *Erfahrungen*, die man beispielsweise über Kunst, Abenteuer oder Reisen erlangt. Des Weiteren kategorisiert Kettunen *durch den Unternehmer* geschaffene Werte zum einen in *persönliche Werte* für ihn als *Unternehmer*, persönliche Werte für ihn als *Privatperson*, zum anderen in für die *Gesellschaft* geschaffene Werte, wiederum einerseits als *Unternehmer* und andererseits als *Privatperson*. Entsprechend wird auch hier

---

<sup>282</sup> Vgl. Gibson (2004, S. 8).

<sup>283</sup> Vgl. ebenda, S. 7.

<sup>284</sup> Vgl. Schmidt (2004, S. 1).

<sup>285</sup> Vgl. Welter/Smallbone (2004, S.1).

die Art der geschaffenen Werte aus Sicht des Unternehmers beleuchtet.<sup>286</sup> Szerb/Ulbert (2004) geben zu bedenken, dass eine alleinige Orientierung am Shareholder Value bei der Bewertung eines Unternehmens irreführend sein kann, da eine solche Sichtweise beispielsweise den durch Unternehmen geschaffenen *Social Value*<sup>287</sup> vernachlässigt. Untypisch für die KMU-Literatur stellt bei Neubauer (2004) Wert eine rein finanzielle Grösse dar. Des Weiteren sieht er die Ausrichtung auf den Shareholder Value als oberstes finanzwirtschaftliches Ziel als ein begründbares Ziel für das Innovationsmanagement in KMU. Dabei ist auch bei Neubauer oberstes Unternehmensziel in Übereinstimmung mit der herrschenden Meinung in der KMU-Literatur die Existenzsicherung des Unternehmens und seine erfolgreiche Weiterentwicklung.<sup>288</sup>

Eine wesentliche Rolle im Zusammenhang mit dem Wertbegriff in KMU spielen naturgemäss Eigentümerfamilien, die anders als der typische Aktionär börsennotierter Unternehmen, i.d.R. nicht rein finanzorientierte Ziele verfolgen, weshalb man in diesem Zusammenhang von *Family Value* anstelle Shareholder Value sprechen kann. Des Weiteren wird (v.a. in der kontinentaleuropäischen) KMU-Forschung häufig die Bedeutung der Wertgenerierung für verschiedene *Anspruchsgruppen* (Stakeholder) betont. Nachdem die Stakeholder Theorie bereits in *Kapitel 2.1.3* diskutiert wurde, konzentrieren sich die nachstehenden Ausführungen im Anschluss an die Darstellung des *Family Value* aufgrund ihrer besonderen Bedeutung auf den durch KMU geschaffenen *Customer Value* und den *Social Value*.

#### 4.1.2 Family Value

Die besondere Bedeutung von Familienunternehmen in Kontinentaleuropa führte zu einer vergleichsweise starken Auseinandersetzung mit dem Wertbegriff in diesen Unternehmen.<sup>289</sup> Donckels (2000) tritt beispielsweise im Zusammenhang mit Familienun-

---

<sup>286</sup> Vgl. Kettunen (2004, S. 1ff.).

<sup>287</sup> Vgl. zum *Social Value* weiter unten in *Abschnitt 4.1.4*.

<sup>288</sup> Vgl. Neubauer (2004, S. 4f.).

<sup>289</sup> Ein Grossteil der mittelständischen Unternehmen in Deutschland sind im Besitz einer Familie. „Es wird geschätzt, dass der Wert der Familienunternehmen in Deutschland [...] viermal so gross ist wie der börsennotierter Aktiengesellschaften.“ Vgl. Spremann/Pfeil/Weckbach (2001, S. 49). Dabei sind „Je nach Definition [...] 58 bis 98 Prozent aller deutschen Unternehmen Familienunternehmen und erwirtschaften zwischen 38 und 81 Prozent des Bruttosozialprodukts.“ Vgl. Finance (2004, S. 4). Dabei sind nach Finance Familienunternehmen Unternehmen, die mehrheitlich im Besitz einer oder mehrerer Familien sind. Vgl. ebenda. Nach Havenga sind Familienunternehmen definiert als ein Unternehmen, das gegründet wurde und in Besitz ist von mindestens einem Familienmitglied und bei dem andere Familienmitglieder direkt oder indirekt in die Unternehmenstätigkeit involviert

ternehmen für einen "Übergang" vom Shareholder zum Stakeholder Value ein. Seine Ausführungen sind ein gutes Beispiel für die Instrumentalisierung der insbesondere in Europa ideologisch behafteten Begrifflichkeiten. Es wird in erster Linie die Notwendigkeit der systematischen Führung und Kontrolle von Familienunternehmen durch einen Verwaltungsrat propagiert. Nur am Rande wird deutlich, dass diese Führung "nicht ausschliesslich Angelegenheit der Besitzerfamilie ist. Der Horizont muss sicherlich auf andere Stakeholder ausgeweitet werden."<sup>290</sup> Gleichzeitig wird die Bedeutung der Stakeholder relativiert: "Dazu gehört, dass unter allen Umständen die Kontinuität des Unternehmens Priorität hat [...] Es ist tatsächlich ein Prozess der Optimierung der Geschäftstätigkeit in einem Rahmen sekundärer Bedingungen."<sup>291</sup> Dies zeigt einerseits, dass die Interessen der Eigentümer(familie) nach wie vor oberste Priorität haben und – analog zum Shareholder Value Ansatz von Jensen<sup>292</sup> – gleichzeitig die Bedürfnisse der anderen Stakeholder *berücksichtigt* werden sollen. Andererseits wird als Unternehmensziel die *Kontinuität* festgelegt, nicht die Maximierung der Interessen der Eigentümer. Diese Auffassung ist eher mit dem Ansatz des *Family Value* konform als mit dem klassischen Stakeholder Ansatz. Auf das Modell von Jensen übertragen bedeutet dies: Ja, es soll eine eindimensionale Zielfunktion geben, die jedoch nicht der Eigentümerwert maximiert, sondern die *langfristige Fortführung* des Unternehmens anstrebt.

Spremann/Pfeil/Weckbach (2001) greifen den in der Literatur zu Familienunternehmen bereits häufiger formulierten Wunsch zur Nachhaltigkeit auf und entwickeln ihn weiter zum Konzept des *Family Value*. Zentrale Ziele dieses Ansatzes sind der langfristige Erhalt (*sustainability*) und die langfristige *Unabhängigkeit* des Unternehmens als Familienunternehmen. Sie leiten sich aus den unterschiedlichen organisatorischen Voraussetzungen und Wertvorstellungen der Familienunternehmer ab.<sup>293</sup>

- *Eigentumsbündelung*: Der Hauptteil des Familienvermögens ist im Unternehmen gebunden. Es setzt sich aus dem bereitgestellten Eigenkapital und dem Humankapital der involvierten Familienmitglieder zusammen.

---

sind und bei dem die Absicht besteht, Führung und Eigentum an die nächste Generation weiterzugeben. Vgl. Havenga (2004, S. 3).

<sup>290</sup> Vgl. Donckels (2000, S. 174).

<sup>291</sup> Vgl. ebenda, S. 177.

<sup>292</sup> Vgl. *Kapitel 2.1.1.*

<sup>293</sup> Vgl. Spremann/Pfeil/Weckbach (2001, S. 49f.).



- *Illiquidität*: Familienunternehmer legen meist keinen grossen Wert auf die Liquidität ihrer Geschäftsanteile.
- *Minimierung Flop-Risiko*: Aus den beiden obigen Punkten leitet sich der Bedarf ab, die Wahrscheinlichkeit eines Totalverlusts zu minimieren,<sup>294</sup> da ein substantieller, kurzfristig nicht abziehbarer Teil des Vermögens betroffen ist. Eine Strategie kann entsprechend die unternehmensinterne Diversifikation sein.
- *Langer Zeithorizont*: Im Gegensatz zu Finanzinvestoren, deren Planungszeitraum sich meist auf den eigenen Lebenszyklus beschränkt, herrscht bei Familienunternehmern oftmals ein generationenübergreifendes, dynastisches Denken vor.
- *Unabhängigkeit*<sup>295</sup>: Familienunternehmen möchten ihre Wertvorstellungen nicht an externe Eigentümer anpassen. Aus den oben genannten Gründen sind die Rendite-/Risikoanforderungen teilweise kurzfristiger Finanzinvestoren für Familienunternehmer nicht zielführend.

Ein aktives Wertmanagement im Sinne des Family Value ist wünschenswert. Insbesondere sind Unabhängigkeit und Unternehmenserhalt als zentrale Ziele von Familienunternehmen empirisch und theoretisch allgemein anerkannt. Für die Operationalisierung des Family Value Ansatzes ist die Festlegung messbarer (eindimensionaler) Ziele sinnvoll.<sup>296</sup> Die Forschung hat an dieser Stelle noch keine befriedigenden oder praxistauglichen Lösungsansätze hervorgebracht.

### 4.1.3 Customer Value

*Customer Value* (Kundennutzen bzw. je nach Perspektive "Kundenvorteil" und/oder "Kundenwert")<sup>297</sup> ist ein weiteres in der KMU-Literatur im Zusammenhang mit der

---

<sup>294</sup> Sicherheitsdenken im Hinblick auf Ausfallrisiko und Unternehmenserhalt in der bestehenden Eigentümerstruktur notfalls zu Lasten von Wachstum und Verzinsung konnte beispielsweise auch bei grossen, deutschen Familienunternehmen festgestellt werden. Vgl. Finance (2004, S. 15f.).

<sup>295</sup> So gilt auf bei grossen Familienunternehmen: „Unabhängigkeit steht über allem“. Vgl. ebenda, S. 9ff.

<sup>296</sup> Das genannte Ziel des langfristigen Erhalts und Unabhängigkeit wurde noch nicht in quantitative Messgrößen übersetzt. Denkbar wäre zum Beispiel eine Renditeanforderung in Höhe des risikolosen Zinssatzes. Dies würde eine Übernahme bestehender Konzepte aus dem Bereich des Shareholder Value Managements ermöglichen.

<sup>297</sup> Der Begriff *Customer Value* entstammt ursprünglich der Marketing-Literatur. Er beschreibt hier einerseits, was der Kunde vom Anbieter erhält, andererseits, was der Anbieter vom Kunden erhält. Im letzteren Fall spricht man auch vom Lebenszeitnutzen des Kunden (*customer lifetime value*). Vgl. Volery (2004, S. 7). Auch nach

Wertdiskussion zunehmend stark verbreitetes Konzept, das grundsätzlich auch für Grossunternehmen von aktueller Relevanz ist.<sup>298</sup> Indem im Hinblick auf den Wert in erster Linie die Kundenperspektive zählt, ist der Customer Value *subjektiv* und basiert auf konkreten und abstrakten Attributen.<sup>299</sup> Anders ausgedrückt beinhaltet der Customer Value Ansatz die Betrachtung, was der Kunde bekommt (Leistungen, Nutzen, Qualität) verglichen mit dem, was er dafür zahlt.<sup>300</sup> In einer weiten Definition umfasst der Customer Value ebenfalls die Anbietersicht, den *Wert des Kunden* für das Unternehmen.<sup>301</sup> Der Customer Value Ansatz propagiert eine Verschiebung der Unternehmensaktivitäten von im letzten Jahrzehnt vorherrschenden angebotsseitigen hin zu *nachfrageorientierten* Initiativen.<sup>302</sup> Eine wichtige Rolle beim Customer Value spielt auch der Aspekt der *Nachhaltigkeit*. Nachhaltige Kundenbeziehungen führen zu längerfristigen Wertzuwachs für Unternehmen und Kunden.<sup>303</sup> Entsprechend generiert nach Volery (2004) ein Unternehmer in erster Linie zwei Formen von Wert: Customer Value und Shareholder Value.<sup>304</sup> Dabei ist die Fähigkeit eines Unternehmens zur Schaffung von Kundennutzen ein Schlüsselfaktor für Wettbewerbsvorteile und Unternehmenserhalt.<sup>305</sup> Auch bei Schmidt (2004) steht die Generierung von Customer Value – wenn auch nicht explizit so benannt – im Zentrum der unternehmerischen Aktivitäten von KMU und Wachstumsunternehmen. Nach Schmidt kommen bei diesen Unternehmen vor allem der "subjektive Wertansatz" (Wertschaffung durch Befriedigung individueller Präferenzen) und der "institutionelle Ansatz" (Wertschaffung durch Anpas-

---

Belz/Bieger umfasst der Customer Value sowohl die Sicht des Unternehmens als auch des Kunden. Dabei gibt letztere Sicht den „engen Customer Value“ wieder, „Wert für Kunden“ und „Kundenvorteil“ können hier synonym verwendet werden. Die Sicht des Unternehmens kann auch als „Wert des Kunden“, „Kundenwert“ oder – v.a. in der amerikanischen Literatur – als „Customer Equity“ beschrieben werden.

<sup>298</sup> So ist gerade erst ein knapp 800 Seiten umfassendes Werk mit dem Titel „Customer Value – Kundenvorteile schaffen Unternehmensvorteile“ als Ergebnis einer 1999 gestarteten interdisziplinären Forschungskoooperation an der Universität St. Gallen erschienen. Vgl. Belz/Bieger (2004).

<sup>299</sup> Vgl. ebenda.

<sup>300</sup> Vgl. Hills/Hansen/Hultman (2004, S.2).

<sup>301</sup> Vgl. Belz/Bieger (2004, S. 42). Dabei kann der Kundenwert wiederum als auf Basis einer DCF-Berechnung ermittelt werden. Vgl. Belz/Bieger (2004, S. 41).

<sup>302</sup> Vgl. ebenda, S. 25.

<sup>303</sup> Vgl. ebenda, S. 43.

<sup>304</sup> Des Weiteren sollten Unternehmer neben ethischen Werten auf die Wertgenerierung für die Gesellschaft (Social Value) im Auge behalten. Vgl. Volery (2004, S. 11f).

<sup>305</sup> Vgl. ebenda, S. 8.

sung der Ressourcenallokation an die Diversifikation und Flexibilität der individuellen Nachfrage) zum Einsatz.<sup>306</sup> Fueglistaller/Müller/Halter (2004) fassen zwar den Wert-Begriff in erster Linie finanziell auf, im Zusammenhang mit Wertorientierung und nachhaltiger Wertgenerierung wird aber nicht der Shareholder Value, sondern "der Kundennutzen und damit der *Kundenwert*" in das Zentrum der Betrachtungen gestellt.<sup>307</sup> So auch bei Hills/Hansen/Hultman (2004), die zudem explizit betonen, dass Wertgenerierung nicht mit Vermögensgenerierung gleichzusetzen ist, beides wohl aber korreliert.<sup>308</sup>

Nicht zuletzt da der Kundennutzen vor allem subjektiv ist, ist er als vorrangiger Orientierungsmaßstab für eine wertorientierte Unternehmensführung äusserst fraglich. Auch kann Kundennutzen kein Mittel zum Selbstzweck darstellen. Allerdings eignet sich die Berücksichtigung von Customer Value sehr wohl für einen Einsatz in einem klassischen Shareholder Value Ansatz: allerdings als Werttreiber, nicht als zu maximierende Variable.<sup>309</sup>

#### 4.1.4 Social Value

"Soziales Unternehmertum" (*social entrepreneurship*) ist ein Forschungsfeld, dem eine wachsende Bedeutung zuteil wird.<sup>310</sup> Auch hier haben sich noch keine einheitlichen Definitionen herausgebildet. Nach Dees (1998) haben sich soziale Unternehmer der Mission verschrieben, nachhaltigen *sozialen* – und eben nicht nur privaten – *Wert* (So-

---

<sup>306</sup> Vgl. Schmidt (2004, S. 2f.)

<sup>307</sup> Vgl. Fueglistaller/Halter (2004, S.1 ff.). Dabei sehen die Autoren den „Gewinn [als] eine wichtige Konsequenz aus der Wertgenerierung“. Diese Aussage steht strenggenommen im Widerspruch mit einer finanzorientierten Wertauffassung, da hier Gewinn – unabhängig von der konkreten Bewertungsmethode – eine Voraussetzung für die Steigerung des Unternehmenswert darstellt.

<sup>308</sup> Vgl. Hills/Hansen/Hultman (2004, S.2).

<sup>309</sup> Diese Ansicht wird trotz der etwas irreführenden Überschrift "Customer Value schlägt Shareholder Value" auch von Belz/Binger geteilt. Hiernach will der „Customer Value [...]die Ausrichtung am Mehrwert für Aktionäre nicht ersetzen. [...] Shareholder Value ist also die Folge von Customer Value und treibt den Erfolg von Unternehmen.“ Vgl. Belz/Binder (2004, S. 38).

<sup>310</sup> Vgl. Mair/Noboa (2003), Wallace (1999). Gendron (1996) geht sogar davon aus, dass soziales Unternehmertum gewinnorientiertes Unternehmertum an Bedeutung übertreffen wird. Zu den neueren Arbeiten in diesem Bereich zählen Mair/Noboa (2003), Hibbert/Hogg/et al. (2002), Morse/Dudley (2002), Spence/Rutherford (2001).

cial Value)<sup>311</sup> zu schaffen. Die Studie von Spence/Rutherford (2001) zeigt entsprechend, dass eine beachtliche Gruppe von Eigentümer-Unternehmern bewusst auf Gewinn verzichtet, um sich sozial engagieren zu können.<sup>312</sup> Ihr explizites unternehmerisches Ziel ist die Übernahme gesellschaftlicher Verantwortung. Soziale Unternehmer schaffen z.T. grossen *sozialen Wert*, häufig zu Lasten des privaten Werts der Unternehmer.<sup>313</sup> Spence/Rutherford befürworten dieses Verhalten von KMU, da das Ziel der Gewinnmaximierung aus ihrer Sicht nicht geeignet ist, gesellschaftliche Probleme zu lösen und Unternehmen sich ihrer sozialen Verantwortung *direkt* stellen müssen. KMU sind aufgrund der Einheit von Eigentum und Management für wirtschaftsethisches Verhalten besonders geeignet. Eine wohlfahrtsökonomische Begründung, warum es gesellschaftlich sinnvoll ist, das Gewinnmaximierungsziel zu Gunsten sozialer Ziele zurückzustellen, wird nicht gegeben. Der *Stakeholder* Ansatz geht explizit aus der Aussage hervor: "Natürlich muss ein Unternehmen – auch ein *Sozialunternehmen* – auf die ‚Zahlen unter dem Strich‘ Acht geben, jedoch können *parallel* dazu ganz legitim auch andere Zielsetzungen verfolgt werden."<sup>314</sup>

Die Parallelität der Zielsetzungen drückt die Mehrdimensionalität der Zielfunktion aus. Ob die gesellschaftlichen Vorteile – wenn schon nicht in der ökonomischen Theorie – in der Praxis die Nachteile der erschwerten Steuerung und Kontrolle der Unternehmen überwiegen, bleibt äusserst fraglich. Das Verfolgen gesellschaftlicher Zielsetzungen des Eigentümers kann sogar als ein andere Stakeholder benachteiligendes Shareholder Value Verhalten interpretiert werden: Der Eigentümer zieht Nutzen aus der Verfolgung gesellschaftlicher Ziele, was zum Nachteil anderer Stakeholder, z.B. Mitarbeiter oder Kunden führen kann.

*Sozialistisches* Verhalten<sup>315</sup> bei der unternehmensinternen Ressourcenallokation ist Gegenstand der empirischen Studie für die Schweiz von Joerg/Loderer/Roth (2003). 30% der untersuchten Unternehmen praktizieren *Sozialismus* bei der Investitionsplanung. Sozialistisches Verhalten ist in kleinen Firmen und bei mittelständischen Inves-

---

<sup>311</sup> Nach Porter wird sozialer Wert geschaffen, wenn eine Nonprofit-Organisation einen äquivalenten sozialen Nutzen zu geringeren Kosten generiert oder einen grösseren sozialen Nutzen bei gleichen Kosten. Vgl. Porter (1999, S. 126).

<sup>312</sup> Derartige Unternehmen nennen Spence/Rutherford *Sozialunternehmen*.

<sup>313</sup> Vgl. auch Szerb/Ulbert (2004, S. 3).

<sup>314</sup> Vgl. Spence/Rutherford (2001, S. 31).

<sup>315</sup> Sozialistisches Verhalten wird definiert als: „[...] the deliberate deviation in investment decisions from first-best for reasons of internal fairness.“

titionsprojekten stärker verbreitet. Es wird selten unter dem Vorwand der Maximierung des Shareholder Value betrieben, erhöht allerdings nicht die Arbeitseffizienz, wie teilweise argumentiert wird. Im Gegenteil ist die Aktienkursentwicklung von sozialistisch agierenden Unternehmen im Durchschnitt schlechter als bei anderen Firmen.<sup>316</sup> Dies ist insbesondere nach Phasen steigender Aktienkurse der Fall. Es kann vermutet werden, dass Manager sozialistisch handeln, wenn sie denken, dass sie es sich gerade leisten könnten.<sup>317</sup> Setzt man die Aktienkursentwicklung gleich mit der Wertentwicklung, so ist diese Aussage konform mit den Erkenntnissen von Copeland/Koller/Murrin, die Wirtschaftssystemen mit sozialistischen (oder zumindest sozialmarktwirtschaftlichen) Wertvorstellungen eine geringere Wertschöpfung attestierten als solchen mit rein kapitalistischen. Letztere gingen gleichzeitig mit höherer Beschäftigung und höheren Steueraufkommen einher und sind dadurch auch aus Sicht der ökonomischen Wohlfahrt gesellschaftlich also sozial vorteilhaft.<sup>318</sup>

## 4.2 Unternehmensbewertung in KMU

Trotz der grossen praktischen Relevanz der Unternehmensbewertung bei mittelständischen Unternehmen ist die Literatur zu diesem Bereich nicht sehr umfangreich. Insbesondere hat sich hier noch kein einheitliches, allgemein akzeptiertes Vorgehen herauskristallisiert, das die Besonderheiten von KMU explizit berücksichtigt. In den letzten Dekaden haben kapitalmarktorientierte Ansätze die theoretische Diskussion bestimmt und diese werden vielfach als ungeeignet für mittelständische Unternehmen angesehen. Es gibt nur wenige ernstzunehmende wissenschaftliche Auseinandersetzungen mit dem Versuch einer Integration der grössenspezifischen Besonderheiten der kleinen und mittelständischen Unternehmen in das Kalkül der Unternehmensbewertung. Im Folgenden werden bisher vorgeschlagene Verfahren vorgestellt und diskutiert. Eine

---

<sup>316</sup> Vgl. Joerg/Loderer/Roth (2003b, S. 4ff.).

<sup>317</sup> Vgl. ebenda.

<sup>318</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin (2000, S. 11ff.), (1994, S. 20ff.). Spremann/Pfeil/Weckbach weisen darauf hin, dass die unterschiedlichen Eigenkapitalrenditen in Europa und den USA nicht nur auf Ordnungspolitik, Managementversagen und eine anspruchsrgruppenorientierte Unternehmenskontrolle zurückzuführen sind, sondern stark von Land, Rohstoffen, Humanressourcen und der Kultur abhängen. Den Grund, sich dennoch am Shareholder Value zu orientieren, sehen die Autoren in der zu erwartenden adversen Selektion: Eigenkapitalgeber werden ihre Investitionsentscheidungen zunehmend am Rendite/Risiko-Profil orientieren, das in effizienten Kapitalmärkten langfristig besser sein wird als in koalitionären Konstrukten. Vgl. Spremann/Pfeil/Weckbach (2001, S. 377f.).

besondere Bedeutung nehmen die gerade in der kontinentaleuropäischen Literatur häufig diskutierten *Ertragswertverfahren*<sup>319</sup> ein.

#### 4.2.1 Der Ansatz von Then Bergh

Then Bergh (1985)<sup>320</sup> sieht als besonderes Kennzeichen von KMU deren vergleichsweise *leichte Reproduzierbarkeit*. Anders als grosse Unternehmen verfügen sie typischerweise nicht über ein geschütztes Alleinstellungsmerkmal.<sup>321</sup> Basierend auf dieser Beobachtung geht er davon aus, dass das Ertragswertverfahren gemessen an den tatsächlich für mittelständische Unternehmen gezahlten Verkaufspreisen häufig zu überhöhten Bewertungen führt. Then Bergh sieht die Ursache nicht in der Fehlerhaftigkeit des Ertragswertverfahrens, sondern darin, dass viele KMU einen den Ertragswert unterschreitenden *Reproduktionswert* haben. Entsprechend sei bei KMU nicht allein der Ertragswert bewertungsrelevant, sondern die Differenz des Ertragswerts des bestehenden Unternehmens und der Ertragswert des reproduzierten Unternehmens – die Alternative des potenziellen Käufers. Unabhängig von der Fragestellung, inwieweit ein Verkäufer von diesem Bewertungsansatz zu überzeugen wäre, ist diese Sichtweise für die Entscheidungshilfefunktion von Unternehmensbewertungen nur von bedingter Relevanz, weshalb auf diesen Ansatz nicht näher eingegangen wird. Darüber hinaus kann davon ausgegangen werden, dass die Möglichkeiten der Reproduktion bei den hier im Fokus stehenden mittelständischen Unternehmen respektive grossen mittelständischen Unternehmen sehr viel eingeschränkter – wenn überhaupt vorhanden – sind. Dennoch wird an späterer Stelle auf die Möglichkeit der Verwendung des Reproduktionswerts als Fortführungswert in einem modifizierten DCF-Verfahren verwiesen.<sup>322</sup>

#### 4.2.2 Der Ansatz von Bremer

Der zentrale Gedanke des Verfahrens von Bremer (1996)<sup>323</sup> ist die *Komplexitätsreduktion*. Bei KMU steht nur ein geringes Budget für eine Unternehmensbewertung zur

---

<sup>319</sup> Vgl. Kapitel 2.2.2.

<sup>320</sup> Vgl. Then Bergh (1985, S. 171ff.).

<sup>321</sup> Diese Beobachtung wird beispielsweise gestützt durch die empirische Untersuchung von Kahle zu den Unterschieden in der Entstehung und Sicherung von Wettbewerbsvorteilen bei KMU und grossen Unternehmen. Hiernach sehen KMU die Schutzbedürftigkeit ihrer Wettbewerbsvorteile weniger stark und unternehmen entsprechend weniger zu deren Schutz oder sind dafür auch nur eingeschränkt in der Lage. Vgl. Kahle (2004, S. 12).

<sup>322</sup> Vgl. Kapitel 7.2.2.

<sup>323</sup> Bremer (1996, S. 49ff.).

Verfügung. Sein Ziel ist es daher, das aufwendige Ertragswertverfahren theoretisch korrekt möglichst stark zu vereinfachen. Das von Bremer entwickelte Verfahren nutzt leicht zu bedienende und leistungsfähige Tabellen-Kalkulationsprogramme zur Durchführung der Unternehmensbewertung, worin sein Hauptvorteil für die Verwendung in mittelständischen (und kleinen) Unternehmen liegt. Da sich das Verfahren inhaltlich jedoch vom "normalen" Ertragswertverfahren nicht unterscheidet, insbesondere die sozioökonomischen Besonderheiten von KMU keine Berücksichtigung finden, wird darauf an dieser Stelle nicht weiter eingegangen.

### 4.2.3 Der Ansatz von Tuller

Aus der angelsächsischen Bewertungspraxis kommt der Ansatz von Tuller (1994)<sup>324</sup>. Im Mittelpunkt steht der *Bewertungsprozess*, der zu umfangreichen Erkenntnissen über das zu bewertende Unternehmen führt. Das eigentliche Bewertungsverfahren orientiert sich stark an zukünftigen Cashflows und ist dem DCF-Verfahren verwandt.<sup>325</sup> Ohne deren Prognose ist es unmöglich, eine fundierte Bewertung vorzunehmen. Der Bewertungsprozess ist in zehn Stufen unterteilt (vgl. *Tabelle 4-1*).

Interessant bei diesem Verfahren ist die risikoadjustierte Diskontierung der Cashflows. Analog zum CAPM besteht der Diskontierungsfaktor bei Tuller aus dem risikofreien Zinssatz und einer Risikoprämie. Zur Bemessung der Risikoprämie greift Tuller auf eine von Schilt (1982) vorgenommene Einteilung von *Risikokategorien* zurück, die in *Tabelle 4-2* wiedergegeben wird. Die in zehn Stufen prognostizierten Cashflows werden mit dem so ermittelten risikoadäquaten Zinssatz (Summe aus risikolosem Zins und Risikoprämie) auf ihren Kapitalwert diskontiert und summiert.

*Tabelle 4-1: Bewertungsprozess nach Tuller*

Stufe	Bewertungsprozess
1	Entwicklung von grundlegenden betriebs- und volkswirtschaftlichen Annahmen
2	Prognose der Verkaufszahlen auf Basis dieser Annahmen

<sup>324</sup> Vgl. Tuller (1994, S. 49ff.).

<sup>325</sup> Den Planungszeitraum legt Tuller auf acht Jahre fest, die Bewertung des Fortführungswerts basiert auf einer Zeitspanne von weiteren 50 Jahren.

3	Ableitung von funktionalen Beziehungen zwischen Aufwands- und Ertragspositionen aus alten Jahresabschlüssen
4	Durchführung einer Personalbedarfsplanung
5	Aufstellen von historischen Bilanzrelationen zwischen Kreditoren, Debitoren und Rechnungsabgrenzungsposten
6	Planung der notwendigen Kapazitäten und eventuell notwendiger Investitionen
7	Aufstellen eines Budgets für Forschung und Entwicklung sowie Planung neuer Produkte (wenn relevant)
8	Aufstellen einer "pro forma" Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung aus den vorgenommenen Planungen und Prognosen
9	Ableitung notwendiger Finanzierungen aus dieser "pro forma" Bilanz
10	Projektion zukünftig verfügbarer Cashflows

Quelle: Eigene Darstellung. Vgl. Tuller (1994, S. 49ff.).

Der ebenfalls sehr praxisorientierte Ansatz von Tuller bringt eine klare und konsistente Struktur in den Bewertungsprozess. Die Kategorien lassen die Berücksichtigung gewisser qualitativer, KMU-spezifischer Elemente bei der Bewertung zu. Allerdings baut der Bewertungsprozess sehr stark auf vergangenheitsbezogenen Daten auf. Die Einheit von Eigentum und Management wird kaum berücksichtigt. Auf die Frage der tatsächlichen Opportunitätskosten alternativer Investitionsmöglichkeiten für den Eigentümer wird nicht eingegangen.



Tabelle 4-2: Einteilung von Risikokategorien nach Schilt

Kategorie	Kennzeichen des Unternehmens	Risikoprämie
1	Etabliertes Geschäft, erfahrenes Management, gute Marktposition mit stabilen Erträgen in der Vergangenheit und vorhersehbarer Zukunft	6 – 10 %
2	C. p. Kategorie 1, aber wettbewerbsintensivere Branche	11 – 15 %
3	Unternehmen in sehr wettbewerbsintensiven Branchen, mit wenig Eigenkapital, wenig erfahrenem Management, aber guten Erfolgen in der Vergangenheit	16 – 20 %
4	Kleine Unternehmen, die vom Know-how einer oder zwei Personen abhängen oder grosse Unternehmen in stark zyklischen Branchen mit geringer Vorhersehbarkeit	21 – 25 %
5	Kleine stark personenbezogene Dienstleistungsunternehmen mit einem einzelnen Eigentümer-Unternehmer	26 – 30 %

Quelle: Eigene Darstellung. Vgl. Schilt (1982, S. 115ff.).

#### 4.2.4 Der Ansatz von de Visscher/Aronoff/Ward

Auch der Ansatz von de Visscher/Aronoff/Ward (1995)<sup>326</sup> orientiert sich am CAPM und der Diskontierung zukünftiger Cashflows. Der Fokus liegt hier auf den *Kapitalkosten*, die grundsätzlich über das CAPM berechenbar sind. Sie müssen allerdings bei einer Einheit von Eigentümer(familie) und Management um einen Familieneffekt (*family effect*) angepasst werden. Im Gegensatz zu Tuller ist Ziel dieses Ansatzes die Bereitstellung einer generell gültigen Formel für die Ableitung der erwarteten Rendite der Eigentümer von Familienunternehmen. Der formale Zusammenhang lautet:

$$(Gleichung 4-1) \quad \mu_k = [i + \beta_k \cdot (\mu_M - i)] * (1 + IP) * (1 - FE),$$

wobei zusätzlich zu den bekannten Parametern des CAPM die Illiquiditätsprämie *IP* und der Familieneffekt *FE* aufgenommen werden. Die Illiquiditätsprämie für die schlechtere Vermarktbarkeit wurde in zahlreichen empirischen Studien nachgewiesen

<sup>326</sup> Vgl. de Visscher/Aronoff/Ward (1995). Die Ausführungen basieren hauptsächlich auf einer Wiedergabe des Konzepts in McConaughy. Vgl. McConaughy (1999, S. 353 ff.).

und mindert den gesamten Unternehmenswert – je nach zugrundegelegter Methodik zwischen 33% und 63%.<sup>327</sup> De Visscher et al. gehen von einem Wert für *IP* zwischen 0 und 1 aus. Der die mangelnde Vermarktbarkeit berücksichtigende Multiplikator wird mit einem dem Familieneffekt Rechnung tragenden Term multipliziert. Ein *FE* von 1 steht dabei für eine sich vollkommen für das Unternehmen *aufopfernde* Familie. Der Effekt ist offensichtlich: *FE=1* bedeutet, dass die erwartete Rendite für das Unternehmen, einzelne Geschäftsbereiche oder Investitionsprojekte bei 0% liegt. Geht man von einem positiven, risikolosen Zinssatz aus, bedeutet dies, dass die *Risikoprämie negativ* ist, eine langfristig eher extrem anmutende Annahme. Andererseits wünscht sich eine ruhelose, komplett zerstrittene Familie mit *FE=0* keinen Renditenachteil gegenüber börsennotierten Firmen. Auch diese Annahme ist in der Praxis eher selten erfüllt. Empirischen Studien zufolge ist sie generell sogar sehr unwahrscheinlich.<sup>328</sup> Der Versuch, einen risikoreduzierenden Familieneffekt in das CAPM zu modellieren ist interessant, in dieser Form allerdings wenig zielführend. Insbesondere wird in den Erläuterungen von de Visscher et al. deutlich, dass der Familieneffekt im Wesentlichen der verbesserten Information zwischen Eigentümern und Management Rechnung tragen soll. Im

---

<sup>327</sup> Koeplin/Sarin/Shapiro liefern die aktuellsten Ergebnisse basierend auf marktwertorientierten Bewertungsverfahren über Vergleichsunternehmen (vgl. *Kapital* 2.2.3). Vgl. Koeplin/Sarin/Shapiro (2000, S. 94ff.). Je nach verwendeten *Multiple* stellen sie für privat gehaltene Unternehmen einen Abschlag von bis zu 30% fest. Für einen umfangreichen Überblick weiterer Studien, die zu vergleichbaren Ergebnissen kommen, inklusive detaillierter Beschreibungen der Untersuchungsdesigns siehe Pratt/Reilly/Schweih's. Hierzu zählt die Arbeit von Bielinski (1990). Sie basiert auf empirischen Daten über beschränkte Aktientransaktionen aus den 70-er und 80-er Jahren. Pratt (1996) unterstützt Bielinskis Erkenntnisse mit eigenen Datenreihen über Bewertungen von privat gehaltenen Unternehmen, die später an die Börse gegangen sind. Schreier/Joy (1978) haben bereits weit vor Verbreitung von DCF-basierten Bewertungsmethoden Fälle für fehlende Vermarktbarkeit von Aktien identifiziert, z.B. Restriktionen zum Aktienkauf von Mitarbeitern des Unternehmens, Staatsbürger gewisser Länder, Vorkaufsrechte, Familienzugehörigkeit, etc. Weitere bei Pratt/Reilly/Schweih's dargestellte empirische Arbeiten zur Vermarktbarkeit (die Angaben in den Klammern beziehen sich auf den Untersuchungszeitraum und den ermittelten Median der errechneten Abschläge) sind die SEC Institutional Investor Studie (1966-1969, 32,6% für nicht berichtende OTC Unternehmen), die Gelman Studie (1968-1970, 33,0%), die Trout Studie (1968-1972, 33,5%), die Moroney Studie (1973, 33,0%), die Maher Studie (1969-1973, 35,4%), die Willamette Management Associates Studie (1981-1984, 31,2%) und die Silber Studie (1981-1988, 33,8%), die FMV Opinions, Inc., Studie (1979-1992, 23,0%), die Standard Research Consultants Studie (1978-1982, 45,0%). Vgl. Pratt/Reilly/Schweih's (1996, S. 336 ff.).

Es sei ferner darauf hingewiesen, dass eine ganze Reihe weiterer Effekte den DCF-Wert von privat gehaltenen Firmen beeinflussen. *Wertsteigernd* könnten sich eine *geringere Risikoaversion* der Investoren sowie *geringere Kosten aus asymmetrischer Information* auswirken, *wertmindernd* wirken zusätzlich vor allem die *mangelnde Diversifikation* der Anleger und die *hohe Eigentumskonzentration*. Vgl. Kapitel 7.2.1.

<sup>328</sup> Vgl. z.B. Finance (2004).

klassischen CAPM sind die Kosten der asymmetrischen Information jedoch ohnehin nicht berücksichtigt und müssten ggf. bei der Bewertung von börsennotierten Unternehmen abgezogen werden.

#### 4.2.5 Der Ansatz von Behringer

Behringer (1998/1999)<sup>329</sup> hat im deutschen Sprachraum wohl die umfangreichste theoretische Abhandlung über die Bewertung von KMU verfasst. Folgende für die Bewertung relevanten *Spezifika* werden identifiziert: die Personenbezogenheit, das spezifische Risiko, dem Eigentümer-Unternehmer ausgesetzt sind, die Relevanz des Unternehmerlohns, die Notwendigkeit der Abgrenzung von Privat- und Firmenvermögen sowie Reproduktion und Liquidation als Alternative zum Kauf bzw. Verkauf. In seinem modifizierten Ertragswertverfahren werden – im Gegensatz zu den vorangegangenen diskutierten Ansätzen – diese Spezifika allesamt explizit berücksichtigt. Besonderes Augenmerk hat dabei die *Personenbezogenheit*. Schematisch lässt sich Behringers Ansatz wie in *Abbildung 4-1* darstellen.

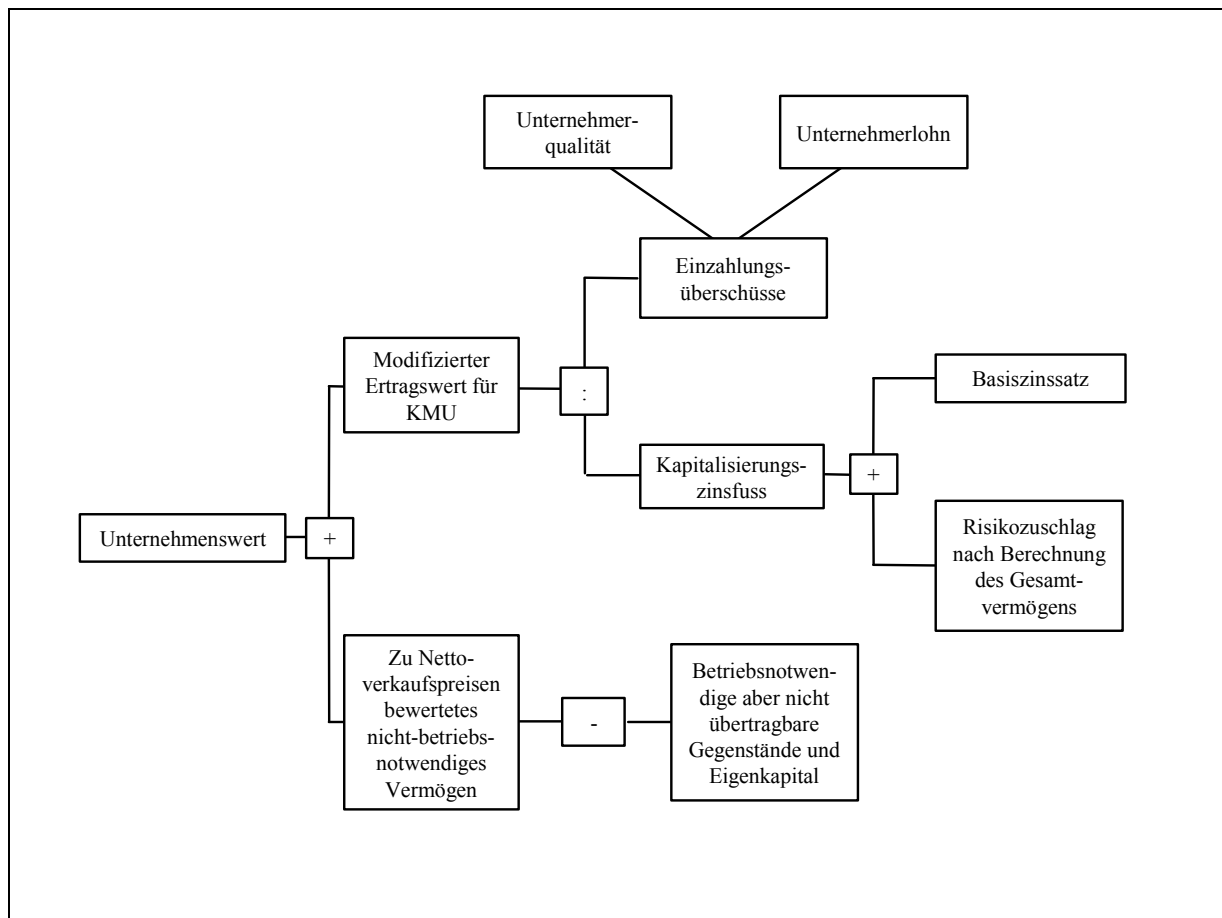
Der zentrale Vorteil von Behringers Modell ist die explizite Berücksichtigung bewertungsrelevanter Besonderheiten in KMU. Darüber hinaus orientiert sich der Ansatz stark am allgemein anerkannten Ertragswertverfahren, das durch leichte Anpassungen modifiziert wird, die überwiegend intuitiv nachvollziehbar sind. Ein wesentlicher Nachteil liegt darin, dass das von Behringer entwickelte Bewertungsverfahren vor allem auf die Situation eines Eigentümerwechsels zugeschnitten ist. Entsprechend ist es weder als Entscheidungshilfe noch als Basis eines Wertmanagementansatzes für KMU geeignet. Des Weiteren ist das konkrete Verfahren zur Bestimmung der Unternehmerqualität noch unausgereift, das vorgeschlagene Vorgehen zur Bestimmung des kalkulatorischen Unternehmerlohns – anhand des Gehalts, das der Unternehmer ausserhalb des Unternehmens in einer Angestelltenposition realisieren könnte – nicht schlüssig.<sup>330</sup>

---

<sup>329</sup> Vgl. Behringer (1998, S. 170ff.), (1999, S.115ff.).

<sup>330</sup> Grössere Relevanz hätte z.B. das geschätzte Gehalt, das jemand Drittes mit gleicher Qualifikation wie der betrachtete Unternehmer an seiner Stelle beziehen würde.

Abbildung 4-1: Systematik von Behringers modifiziertem Ertragswertverfahren



\* Hierbei wird ein Plausibilitätscheck anhand der Risikostruktur des Gesamtvermögens empfohlen  
 Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Behringer (1999, S. 124).

#### 4.2.6 Der Ansatz von Achleitner/Bassen

Achleitner/Bassen (2000)<sup>331</sup> schlagen – "um Manipulationen auszuschliessen" – eine Modellierung des Unternehmenswerts/Shareholder Value von KMU auf Basis des *DCF-Verfahrens* vor. Dabei wird ein *Zwei-Phasen-Modell* verwendet: die erste Phase der expliziten Cashflow-Schätzungen für drei bis fünf Jahre, alsdann für die verbleibende (unendliche) Zeit die Restwertberechnung als Barwert – je nach Annahme – einer jährlich gleichbleibenden Annuität<sup>332</sup> oder von mit konstanter Rate unendlich weiterwachsenden Cashflows. Wie Behringer betonen auch Achleitner/Bassen die KMU-

<sup>331</sup> Vgl. Achleitner/Bassen (2000, S. 154ff.).

<sup>332</sup> Eine realistische Annahme beispielsweise bei reifen KMU.

spezifische Notwendigkeit einer Abgrenzung von Privat- und Firmenvermögen.<sup>333</sup> Des Weiteren müssen – anders als beim herkömmlichen DCF-Verfahren – auch Einkommenssteuern und Steuergutschriften für den Eigentümer bei der Berechnung der Freien Cashflows berücksichtigt werden. Schwerpunkt der Ausführungen liegt wie bei de Visscher et al. auf der Modellierung der *Kapitalkosten*, wobei sich Achleitner/Bassen noch stärker am CAPM orientieren. Das relevante Beta erhält man hier entweder durch die Verwendung des Branchenbetas des Unternehmens oder durch den Beta-Wert eines direkt vergleichbaren börsennotierten Unternehmens. Das so ermittelte Beta muss dann im Hinblick auf Finanzierungsstruktur und Steuern des zu bewertenden Unternehmens bereinigt werden. Um schliesslich zu den WACC zu gelangen, erweist sich als problematisch, dass – im Gegensatz zu börsennotierten Unternehmen – bei KMU insbesondere der Marktwert des Eigenkapitals unbekannt ist. Dieses Problem lässt sich nach Achleitner/Bassen durch ein iteratives Verfahren im Zuge der Shareholder Value Ermittlung lösen. Anders als bei Behringer berücksichtigen Achleitner/Bassen weder die individuelle Risikoaversion, noch die Risikostruktur des i.d.R. wenig diversifizierten/diversifizierbaren<sup>334</sup> Gesamtvermögens des Eigentümers. Anstelle einer subjektiven Risikoprämie, versuchen sie über Marktrisikoprämie und modifizierte Beta-Werte die Herleitung "objektiver" Eigenkapitalkosten. Entsprechend reflektiert ihre Bewertung in erster Linie die Sicht des Kapitalmarkts und nicht die des Eigentümer-Unternehmers, wobei die beiden Sichtweisen durch die Berücksichtigung der persönlichen Steuersituation des Eigentümers teilweise vermischt werden.

#### **4.2.7 Transaction Multiples**

Zu erwähnen sei an dieser Stelle noch einmal die in der Praxis bei KMU recht verbreitete Bewertung über *Transaction Multiples*.<sup>335</sup> Aus am Finanzmarkt zu beobachtenden Transaktionen von vergleichbaren Unternehmen lassen sich Rückschlüsse über den Unternehmenswert des Bewertungsobjekts ableiten. Transaction Multiples werden vor allem in Kauf-/Verkaufssituationen eingesetzt. Hauptschwierigkeiten bei der Bewertung von KMU sind – wie bereits ausgeführt – einerseits überhaupt gut vergleichbare Unternehmen aufzufinden, andererseits die dann notwendigen Informationen zu erhalten. Da die Bewertung anhand von Multiplikatoren eine sehr geringe Entscheidungs-

---

<sup>333</sup> Insbesondere seien bei KMU viele nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte buchhalterisch erfasst, die eine Altersvorsorgefunktion für den Eigentümer darstellen. Vgl. ebenda, S. 155.

<sup>334</sup> Vgl. *Kapitel 3.2.3*.

<sup>335</sup> Vgl. *Kapitel 2.2.3*.

hilfefunktion liefert, ist dieses Bewertungsverfahren als Basis für einen Wertmanagementansatz weitgehend ungeeignet.

### 4.3 Studien zur Wertsteigerung in KMU

Die grundlegende Problematik bei KMU: Die Wertsteigerung ist nur schwer zu messen.<sup>336</sup> Derweil existieren eine Reihe von Studien, die sich mit der Wertsteigerungsfrage in KMU auseinandersetzen. Dabei werden typischerweise entweder einzelne KMU-spezifische Werttreiber ins Visier genommen oder aber es fehlen, bei ganzheitlich ausgerichteten Wertsteigerungsmodellen, Ansatzpunkte für eine Implementierung in der Praxis. Eine Ausnahme bilden hier die praxisorientierten Arbeiten von Bea/Thissen (1997) und Achleitner/Bassen (2000). Allerdings werden in ihren Ansätzen zum Wertmanagement die KMU-spezifischen Besonderheiten in einem nur unzureichenden Ausmass berücksichtigt.

#### 4.3.1 KMU-spezifische Werttreiber

Bei Capaldo/Iandoli/Ponsiglione (2004) hängt die Wertgenerierung in Unternehmen von der Akquisition und Entwicklung kritischer, nicht imitierbarer Ressourcen ab. Dabei liegt bei ihnen der Schwerpunkt der Betrachtung auf den hierfür notwendigen unternehmerischen *Fähigkeiten* und *Kompetenzen*. Capaldo et al. entwickeln einen methodischen Bezugsrahmen zur Kompetenzenanalyse in KMU mit dem Ziel der *Identifikation* der vorrangigen *Schulungsbedürfnisse* des Managements und zur Unterstützung von Organisationsentwicklung, Management des Intellektuellen Kapitals und wissensbasierten Wertgenerierungsstrategien.<sup>337</sup> Auch Gibson (2004) betont die insbesondere für KMU bestehende, hohe Bedeutung des *Intellektuellen Kapitals*<sup>338</sup> für Performance und die Wertgenerierung. Im Fokus seiner Untersuchung steht dabei weniger die Fragestellung, wie immaterielle Vermögenswerte im Sinne der Wertsteigerung gesteuert werden können, sondern ihre Klassifikation, die Messung des durch sie geschaffenen Werts sowie die Probleme ihrer Berücksichtigung im Bewertungsprozess.

Nach Neubauer (2004) stellen *Innovationen* einen für KMU entscheidenden Werttreiber dar, die entsprechend durch ein wertorientiertes Management und Controlling zu

---

<sup>336</sup> Vgl. Achtenhagen/Naldi (2004, S. 2f.)

<sup>337</sup> Auch Schmidt betont die grosse Bedeutung von ständiger Aus- und Weiterbildung für den KMU-Sektor. Vgl. Schmidt (2004, S.8).

<sup>338</sup> Zum Intellektuellen Kapital vgl. ausführlich *Kapitel 2.2.5*.

steuern sind. Neubauer sieht einen Bedarf für ein gesondertes Innovationsmanagement infolge der spezifischen, von Routinevorgängen abweichenden Charakteristika von Innovationen (Komplexität, Zukunftsorientierung, Unsicherheit etc.). Die von Neubauer geforderte Wertorientierung ist vorrangig *finanzieller* Natur und auf die Maximierung des *Shareholder Value* ausgerichtet. Hierzu müssen die individuellen Werttreiber des Innovationsprozesses ermittelt und ihre Wirkungszusammenhänge quantitativ verknüpft werden. Das Aufsetzen eines kontinuierlichen *Innovationscontrollings* soll der operativen *Steuerung* des Innovationsprozesses mit Blick auf das Wertziel dienen. Gleichzeitig liefert das Innovationscontrolling *Entscheidungsgrundlage* bei Fragen der *Innovationsfinanzierung*. Von der Einführung eines systematischen Innovationsmanagements als Führungsunterstützungssystem profitieren KMU vor allem deshalb, da sie sich mit Innovationen einhergehenden organisatorischen Veränderungen häufig besonders schwer tun. Neubauer liefert kein geschlossenes Modell, sondern "Elemente eines Modellrahmens für wertorientiertes Innovationsmanagement"<sup>339</sup>, insbesondere fehlt eine für das Innovationscontrolling notwendige Instrumentalisierung.

Im Zentrum der Betrachtung von Fueglistaller/Halter/Müller (2004) steht die *Loyalität der Mitarbeiter*, die nach Fueglistaller et al. wesentlich verantwortlich sind für die Kundenloyalität und damit für eine *nachhaltige Wertgenerierung*. Dies gilt im besonderen Masse für *Klein- und Kleinstunternehmen*, die typischerweise durch starke bilaterale Beziehungen geprägt sind. Bei mittelständischen Unternehmen seien für die Mitarbeiterloyalität hingegen abstraktere Werte wie Unternehmensimage, Strategie und Kultur massgebend. Das Modell von Fueglistaller et al. stellt kein ganzheitliches Wertsteigerungsmodell für KMU dar. Es dient vielmehr der Analyse des identifizierten Werttreibers Mitarbeiterloyalität, seiner Chancen und Gefahren.

Dana/Etemad/Wright (2004) sehen die Entwicklung *multi-polarer Netzwerke*<sup>340</sup> mit anderen KMU, aber auch mit grossen Unternehmen als ein Mittel zur Wertgenerie-

---

<sup>339</sup> Vgl. Neubauer (2004, S. 10).

<sup>340</sup> Ein Beispiel für ein solches, vor allem über *Kundenbindung* Wert schaffendes Netzwerk, das allerdings nicht dem KMU-Bereich entstammt, stellt der Zusammenschluss von rund 14 Fluggesellschaften (darunter auch die Deutsche Lufthansa) zur sogenannten *Star Alliance* dar. Vgl. Dana/Etemad/Wright (2004, S. 4). Die Bedeutung von Netzwerken für ökonomisches Wachstum aus einer *makroökonomischen* Perspektive anhand des Beispiels Afrika betonen auch de Klerk/Havenga (2004). Gnoth (2004) stellt die Bedeutung von Netzwerken (wenn auch nicht explizit als solche benannt) für KMU in der Tourismus-Branche heraus. Durch Zusammenarbeit soll der Markenwert ihres Ortes als Reiseziel gesteigert werden. Der Netzwerkgedanke liegt auch den in vielen Ländern in den vergangenen Jahren erfolgreich etablierten, durch Direktvermarktung charakterisierten sogenannten *Bauernmärkten* zugrunde, wie Lawson/Guthrie/Fischer (2004) am Beispiel von Neuseeland darstellen.

rung. Auf diese Weise können KMU häufig mangelnde *Economies of Scale* ausgleichen und durch freiwillige Kooperationen *Steigerungen von Effizienz, Effektivität, Gewinn und Wettbewerbsfähigkeit* erzielt werden. Stark unterstützt wird die Möglichkeit zur Bildung und Zusammenschluss von Netzwerken durch das World Wide Web. Auch Rössl/Kessler (2004) betonen die Bedeutung von Netzwerken für KMU zur Realisierung ihrer Wertsteigerungspotenziale, wobei sie ihre Ausführungen auf die Problematik der Bewertung und Umsetzung von *Innovationen* fokussieren. In Folge der spezifischen Besonderheiten von KMU, die auch eine Konzentration ihrer Innovationen auf *Technologie- und marktnahe Entwicklungen* mit sich bringt, seien KMU im besonderen Masse auf *externe Informationen*, beispielweise hinsichtlich neuester Erkenntnisse aus der Grundlagenforschung angewiesen. KMU benötigen daher ein *Unterstützungsnetzwerk*, das ihnen Hilfeleistung stellt, die relevanten Fragen zu formulieren, Informationsquellen zu identifizieren und die gefundenen Informationen problemadäquat aufzubereiten.

### 4.3.2 Wertsteigerungsmodelle

Ähnlich wie Capaldo et al. stellt auch Volery (2004) den *Unternehmer* und seine (notwendigen) *Fähigkeiten* in das Zentrum des "komplexen Phänomen"<sup>341</sup> Wertsteigerung. In seinem Modell findet der Wertgenerierungsprozess auf *verschiedenen Ebenen* (individuelle Ebene, Ressourceneigentümer, Netzwerk, Stakeholder, Gesellschaft) mit jeweils *verschiedenen Beteiligten* (Unternehmer, Eigentümer, Angestellte, Kunden, Lieferanten, Gemeinde, Land etc.) statt und bringt entsprechend *verschiedene Formen von Wert* (v.a. Wert für den Unternehmer, Shareholder Value, Wert für das Netzwerk, Stakeholder Value, Wert für die Gesellschaft) hervor. Dabei ist der Unternehmer individuell verantwortlich für den Wertgenerierungsprozess. Er ist die fehlende Verbindung zwischen unerkannten und ungenützten Gelegenheiten einerseits (der *Nachfrage-seite*) und den für die *Ausnutzung der Gelegenheiten notwendigen Ressourcen* (der *Angebotsseite*). Volery stellt den Wertgenerierungsprozess eines Unternehmens in erster Linie aus einer *Aussenperspektive*<sup>342</sup> dar. Mit Ausnahme der formulierten Anforder-

---

<sup>341</sup> Vgl. Volery (2004, S. 9).

<sup>342</sup> Beispiele für einen im Hinblick auf die Wertsteigerung von Unternehmen rein auf die Aussenperspektive abstellenden Analysen stellen die Beiträge von Bagby/Palich/McMullen (2004) und Schmidt (2004) dar. Bagby/Palich/McMullen zeigen in einer empirischen Studie unter Einbezug von zehn Ländern, dass Wertsteigerung (gemessen am BIP pro Einwohner) und ökonomische Freiheit (gemessen am Umfang staatlicher Einflussnahme) stark korreliert sind. Die empirische Studie von Schmidt – ebenfalls auf Basis von Daten aus zehn Ländern – kommt zu dem Ergebnis, dass die Fähigkeit von KMU zur Wertgenerierung (gemessen am BIP-



rungen an den Unternehmer enthält sein Wertgenerierungsmodell keine Angabe zu unternehmensinternen Werttreibern und deren Steuerung.

Hinter dem vielversprechenden Titel der Dissertation von Wortmann (2001), "Shareholder Value in mittelständischen Wachstumsunternehmen" steht im Wesentlichen das Bestreben der "Etablierung eines neuen Paradigmas zur Steuerung mittelständischer Wachstumsunternehmen [...]".<sup>343</sup> Wortmann unterstreicht insbesondere die Notwendigkeit der Wertorientierung für Unternehmen, deren mittelfristiges Ziel ein Börsengang ist.<sup>344</sup> Fragen zu alternativen Wertüberlegungen, eine tiefere ökonomische Diskussion der Sinnhaftigkeit des Shareholder Value Ansatzes im Vergleich zu anderen in mittelständischen/mittelständischen<sup>345</sup> Unternehmen verbreiteten Ansätzen findet nicht statt. Inwiefern mittelständische Unternehmen, deren Ziel nicht der Börsengang ist, vom Wertmanagement profitieren können, wird ebenfalls nicht thematisiert. Die wohl gravierendste Lücke in der Adaption eines Wertmanagement-Ansatzes für mittelständische Unternehmen konstatiert Wortmann in seinem Schlusssatz: "Zur Umsetzung des Shareholder Value Ansatzes in mittelständischen Wachstumsunternehmen fehlen derzeit sowohl Erkenntnisse zum Shareholder Value Netzwerk (qualitative Dimension), als auch zur Arithmetik der Kalkulation des Shareholder Value (quantitative Dimension)".<sup>346</sup>

Bea/Thissen (1997) propagieren die Übertragbarkeit des klassischen Shareholder Value Konzepts nach Rappaport auf GmbHs. Ausgangspunkt für ihre Überlegungen stellen die bei GmbHs typischerweise unzureichenden internen und externen *Kontrollmechanismen* dar. Diese seien aber trotz der gegenüber der AG umfassenderen Identität von Eigentum und Unternehmensleitung notwendig. Insbesondere könne von einer völligen Absenz von *Agency-Konflikten* bei der GmbH im Regelfall nicht ausgegangen

---

Wachstumsraten) von den internen und externen Bedingungen der unternehmerischen Tätigkeit abhängen, wobei dem Faktor dynamische Arbeitsqualifikation eine entscheidende Rolle zukommt. Entsprechend sieht Schmidt die Aus-, Weiterbildung und Beratung als eine für den KMU-Sektor konstant bestehende Aufgabe.

<sup>343</sup> Vgl. Wortmann (2001, S. 314).

<sup>344</sup> Insofern ist es auch wenig überraschend, dass diese Unternehmen schon im Vorhinein eine kapitalmarktorientierte Sichtweise einnehmen sollten.

<sup>345</sup> Indem Wortmann seine Arbeit auf Unternehmen mit 50 bis 2.000 Mitarbeiter und einem Umsatz von rund 5 Mio. Euro (10 Mio. DM) bis 500 Mio. Euro (1. Mrd. DM) beschränkt, sind Kleinunternehmen aus der Betrachtung ausgeschlossen, dabei ist seine quantitative Abgrenzung von mittelständischen Unternehmen nach oben hin weiter gefasst.

<sup>346</sup> Vgl. Wortmann (2001, S. 314).

werden. Auch bei einer Selbstorganschaft ist nicht von einer rein wertoptimierenden Unternehmenspolitik auszugehen, da der Eigentümer-Unternehmer aus der Unternehmensleitung ebenso anderweitig Nutzen ziehen kann. Entsprechend ist eine Übervorteilung anderer, an der Unternehmensleitung unbeteiligter Gesellschafter nicht auszuschliessen. Bea/Thissen legen daher die Einführung wertorientierter Führungssysteme zur Evaluierung strategischer Projekte nahe. Als Beispiele zur Instrumentalisierung des Shareholder Value-Gedankens schlagen sie zum einem *strategisches Benchmarking* – herausgestellt wird vor allem die Verwendung der *Kapitalkosten* als wertorientierte Kennzahl – zum anderen eine *wertorientierte Vergütung*. Hier gilt es, die richtige Bezugsgrösse zu wählen: beeinflussbare, messbare, wesentliche Werttreiber. Bea/Thissen leisten vor allem einen Beitrag zur *normativen* Diskussion der wertorientierten Unternehmensführung in KMU. In ihren Ausführungen zu Möglichkeiten einer *Implementierung* finden die Spezifika von KMU keine nennenswerte Berücksichtigung.<sup>347</sup>

Die in *Abschnitt 4.2.6* dargestellte Shareholder Value Berechnung von Achleitner/Bassen (2000) ist Bestandteil ihres für KMU entwickelten, integrierten Shareholder Value Konzepts. Ähnlich wie Bea/Thissen betrachten sie bei der *Implementierung* folgende drei Aspekte: Unternehmenskontrolle/Corporate Governance, wertorientiertes Controlling und wertorientierte Entlohnung.<sup>348</sup> Die Vorteile des Einsatzes eines *Kontroll- und Beratungsgremiums* im Hinblick auf eine wertorientierte Unternehmensführung hängen nach Achleitner/Bassen in erster Linie von der *Auswahl der Mitglieder* ab.<sup>349</sup> Als Basis für das *wertorientierte Controlling* schlagen die Autoren zur unterjährigen Erfolgsmessung das *Economic Profit* (EP) Modell<sup>350</sup> von Copeland et al.

---

<sup>347</sup> Im Gegenteil favorisieren Bea/Thissen im Rahmen der Ausführungen zum Kapitalkostenbenchmarking die disziplinierende Wirkung einer Erhöhung des Verschuldungsgrades, die zu einem effizienteren Management „zwingt“. Vgl. Bea/Thissen (1997, S. 791). Eine solche Betrachtungsweise missachtet das bei KMU vorrangige Ziel des nachhaltigen Unternehmensfortbestands und der finanziellen Unabhängigkeit. Des Weiteren sollen die relevanten Kapitalkosten aus vergleichbaren börsennotierten Unternehmen abgeleitet werden. Dieses Vorgehen vernachlässigt Risikoaversion und Risikostruktur des Gesamtvermögens des Eigentümer-Unternehmers, der sein Risiko eben nicht wie der Aktionär eines börsennotierten Unternehmens diversifizieren kann.

<sup>348</sup> Vgl. Achleitner/Bassen (2000, S. 166ff.).

<sup>349</sup> Gegebenenfalls kann es auch zu einem negativen Wertbeitrag kommen, wenn z.B. existenznotwendiges Nischenwissen weitergegeben wird. Vgl. ebenda, S. 167.

<sup>350</sup> Vgl. *Kapitel 2.3.3*.

vor. Insbesondere trägt der geringe Komplexitätsgrad der EP-Ermittlung<sup>351</sup> der geringen Ressourcenausstattung von KMU Rechnung. Nur wenn die Kapitalkosten gedeckt sind, schafft das Unternehmen in der betrachteten Periode Wert. Zur Steuerung ist die beim EP relevante Erfolgsgrösse (der NOPLAT) in ihre Werttreiber zu zerlegen. Achleitner/Bassen entwickeln hierfür beispielhaft eine Werttreiberhierarchie für KMU inklusive möglicher Steuerungsgrössen. Ihre Ausführungen zur *wertorientierten Entlohnung* entsprechen im Wesentlichen denen von Bea/Thiessen, wobei Achleitner/Bassen vergleichsweise stärker die Vorteile einer *Unternehmensbeteiligung* der oberen Führungsebene herausstellen. Insgesamt berücksichtigen letztere in einem stärkeren Ausmass KMU-Spezifika – entscheidende Aspekte bleiben aber auch hier unbeachtet<sup>352</sup> – und bieten wesentliche Hilfestellung bei der Implementierung.

### 4.3.3 Empirische Studien

Allgemein können Ressourcen respektive deren Nutzung als Grundlage und Quell der Wertsteigerung von Unternehmen aufgefasst werden.<sup>353</sup> Ausgehend von dieser weit verbreiteten ressourcenorientierten Sichtweise (*resource-based view*, RBV) identifizieren Achtenhagen/Naldi (2004) drei *Ressourcenpraktiken* für KMU, die Unternehmenswachstum und Wertsteigerung<sup>354</sup> mit sich ziehen (mit aufsteigender Bedeutung): Ressourcenschutz<sup>355</sup>, Erweiterung des Ressourceneinsatzes<sup>356</sup> und innovativer Res-

---

<sup>351</sup> Die hierfür notwendigen Grössen werden überwiegend bereits im Rahmen der Shareholder Value Berechnung ermittelt.

<sup>352</sup> Wie schon bei Bea/Thiessen (vgl. Fussnote 347) ist hier insbesondere die Modellierung der *Kapitalkosten* zu kritisieren. Vgl. *Abschnitt 4.2.6*.

<sup>353</sup> Vgl. Mathews (2002, S. 31), Johnson/Melin/Whittington (2003, S. 7).

<sup>354</sup> Dabei wird Wertsteigerung und Wachstum gemeinsam gemessen auf Basis eines ganzen Sets von Indikatoren wie Umsatzwachstum, Mitarbeiterwachstum, Nettogewinnmarge, Produkt-/Serviceinnovation, Adaption neuer Technologien, Produkt-/Servicevielfalt und Kundenzufriedenheit. Ob die auf diese Weise gemessenen Wertsteigerungen in jedem Fall auch eine finanzielle Wertsteigerung des Unternehmens bedeuten, ist fraglich.

<sup>355</sup> Durch Akkumulation von für Wettbewerber schwer imitierbarer oder zur zukünftigen Nutzung unikalischer Ressourcen sowie durch die Entwicklung von Schutzmassnahmen für die bestehenden Ressourcen. Vgl. Achtenhagen/Naldi (2004, S. 12).

<sup>356</sup> Gemessen im Vergleich zur Konkurrenz an der Nutzung neuer Ressourcen, der Verbesserung der bestehenden Produkte durch Kombination bestehender Ressourcen, der Nutzbarmachung immaterieller Ressourcen zur Strategieunterstützung, der Implementierung neuer Methoden zur besseren Ressourcenausnutzung und Verbesserung der bestehenden Herstellungsprozesse. Vgl. ebenda.

sourceneinsatz<sup>357</sup>. Ist dieser Zusammenhang auch nicht vollkommen überraschend, liefert er aber doch einen wertvollen Beitrag zur Bewusstmachung dieser leicht vernachlässigbaren Notwendigkeiten für KMU.

Szerb/Ulbert (2004) entwickeln ein *Wertsteigerungsmodell für KMU*, um den Einfluss von *individuellen Merkmalen* des Unternehmers<sup>358</sup> und *Unternehmensmerkmalen*<sup>359</sup> auf die Wertsteigerung (gemessen anhand der Wachstumsraten von Umsatz, Gewinn, Eigenkapital und Mitarbeitern) empirisch zu testen. Im Ergebnis konnten Wertveränderungen der betrachteten 86 ungarischen Unternehmen hauptsächlich allein durch drei Variablen erklärt werden: Unternehmensgrösse, Marktexpansion und Branche. Kein statistisch signifikanter Einfluss auf die Wertsteigerung konnte auf die Charakteristika des Unternehmers zurückgeführt werden. Auch fehlte es den für Unternehmertum typischen Merkmalen wie Investitionsumfang und Innovationen an Erklärungskraft. Entsprechend wenig Hilfestellung liefert das Modell von Szerb/Ulbert für das Wertmanagement.

Ferner existieren Studien, die sich mit dem Thema der *Performance* in KMU befassen, ohne explizit auf die Wertorientierung einzugehen. So wurde in einer empirischen Studie von Orser/Hogarth-Scott/Riding (2000) für den kanadischen Markt eine starke positive Korrelation zwischen der Existenz von strategischen und operativen *Geschäftsplänen* und der Performance festgestellt. Die Fähigkeit, auf alternative *Finanzierungsmöglichkeiten* zurückzugreifen, das Wissen über unterschiedliche Finanzierungsoptionen und finanzielle Expertise im Allgemeinen haben ebenfalls einen positiven Effekt auf den Unternehmenserfolg. Des Weiteren zeigen Orser et al., dass ein signifikanter Zusammenhang zwischen *Wachstum* und der *Nachhaltigkeit* der Unternehmen besteht. Dies lässt vermuten, dass eine Orientierung am wertorientierten Wachstum in den meisten Fällen auch dem langfristigen Überleben eines Unternehmens dient. Überspitzt formuliert kann gesagt werden, dass das Streben nach *Family*

---

<sup>357</sup> Gemessen wiederum im Vergleich zur Konkurrenz an der Nutzung in der Branche bislang unbekannter neuer Ressourcen zur Verfolgung neuer Strategien, Entwicklung neuer Ressourcen für neue Unternehmungen, Akquisition neuer Ressourcen oder Nutzung bestehender Ressourcen für zukünftige Expansion, Nutzung neuer Ressourcen für die Entwicklung eines vollkommen neuen Produkts oder Dienstleistung, Produkt-/Serviceinnovation und deren Einführung. Vgl. ebenda.

<sup>358</sup> Sie umfassen Alter, Geschlecht, Familie, Ausbildung, unternehmerische Eigenschaften, Risikoaversion, an Chancen versus Notwendigkeiten orientierter Führungsstil. Vgl. Szerb/Ulbert (2004, S. 6).

<sup>359</sup> Grösse, Alter, Branche, Ort, Marktgrösse, Marktexpansion, Diversifikation, Investitionsumfang, Innovationen. Vgl. ebenda.

*Value*<sup>360</sup> durch wertorientiertes Wachstum im Sinne des *Shareholder Value* in den meisten Fällen zum Erfolg führt.

Zahlreiche weitere Abhandlungen zum *strategischen Management* in KMU streifen das Feld der wertorientierten Führung in mittelständischen Unternehmen. Müller (2002) befürwortet den Einsatz der *Balanced Scorecard*<sup>361</sup> (BSC) bei KMU auf Basis eines durchgeführten Workshops. Einerseits scheint eine Ausrichtung an rein finanziellen Bezugsgrössen nicht auszureichen, andererseits besteht bei Einführung einer BSC mit den von Norton/Kaplan vorgeschlagenen Dimensionen die Gefahr "zu einer zu breit angelegten und nicht genügend fokussierten Scorecard".<sup>362</sup> In Übereinstimmung mit Füglistaller/Frey/Halter (2003) wird die Notwendigkeit eines strategischen Managements in KMU betont, um *Unternehmensziele* klar *definieren* und an interne und externe Anspruchsgruppen *kommunizieren* zu können.

#### **4.4 Zusammenfassung und Stand der Praxis**

Der Begriff "Wert" wird im KMU-Bereich sehr *vielschichtig* diskutiert und ist – anders als bei börsennotierten Grossunternehmen weniger stark auf die finanzielle Dimension fokussiert. Einen besonderen Stellenwert haben darüber hinaus der *Family Value*, der *Customer Value* und der *Social Value*. Auf diese Weise wird zum einen den KMU-spezifischen *Eigentumsverhältnissen* Rechnung getragen, zum anderen der besonderen Bedeutung der *Stakeholder*. Auch hat sich in der KMU-Literatur bislang kein einheitliches Verfahren zur *Bewertung* von KMU herauskristallisiert. Als Ausgangspunkt kommen dabei sowohl das *Ertragswertverfahren* wie auch das vor allem für börsennotierte Unternehmen konzipierte *DCF-Verfahren* in Betracht. *Komplexitätsreduktion* und *Kapitalkosten* sind dabei wesentliche Aspekte der notwendigen Anpassung.

Die *spezifischen*, im Zusammenhang mit Wertsteigerung diskutierten *Werttreiber* von KMU sind typischerweise *immaterieller* Natur und lassen sich gemäss der in *Kapitel 2.2.5* vorgenommenen weiten Definition unter dem Begriff *Intellektuelles Kapital* sub-

---

<sup>360</sup> Vgl. *Abschnitt 4.1.2*.

<sup>361</sup> Vgl. *Kapitel 2.3.6*.

<sup>362</sup> Dieser Vorwurf wurde bereits im Zusammenhang mit dem Einsatz in Grossunternehmen durch Jensen (2001) bekräftigt.

sumieren.<sup>363</sup> Dabei wird vor allem die Rolle von *Wissenskapital* im engeren Sinne (Humankapital), das zum Angebot notwendige Wissen und Fähigkeiten, betont und damit eng verbunden die Bedeutung von *Innovationen*. Des Weiteren wird *Netzwerken* respektive *Networking* ein zunehmender Einfluss auf die Wertsteigerung von KMU zugesprochen. Im Hinblick auf das *Wertmanagement* kann zusammenfassend festgehalten werden, dass Ansätze für eine wertorientierte Steuerung in KMU zwar bereits vorliegen, ein ganzheitlicher, die wesentlichen Charakteristika von mittelständischen Unternehmen berücksichtigender Wertmanagementansatz bislang noch fehlt.

Auf wissenschaftliche Auseinandersetzungen mit den Schwierigkeiten der *Einführung des Wertmanagements* in der Praxis kann momentan noch nicht zugegriffen werden. Die betriebswirtschaftliche Literatur kennt aber einige empirische Untersuchungen aus Deutschland<sup>364</sup>, Österreich<sup>365</sup> und der Schweiz<sup>366</sup> zur *Bewertungspraxis* von mittelständischen Unternehmen. In ihnen zeigt sich eine Dominanz von in der Theorie der Unternehmensbewertung kritisch beurteilter Verfahren, da diese aufgrund ihrer Ein-

---

<sup>363</sup> Entsprechend resümiert Kahle: „Kleine und mittelständische Unternehmen leiten ihre Wettbewerbsvorteile aus „soft skills“ ab“. Vgl. Kahle (2004, S. 11).

<sup>364</sup> In Deutschland ist vor allem die Untersuchung von Peemöller et al. über die Verbreitung von Verfahren der Unternehmensbewertung zu nennen. Im Januar 1995 wurden 1.200 Steuerberater - eine Zufallsstichprobe aus den Mitgliedern der DATEV – angeschrieben. Die teilnehmenden Steuerberater befassten sich überwiegend mit der Bewertung von kleinen und mittelständischen Unternehmen. Die Befragung ergab, dass die folgenden Bewertungsverfahren angewandt wurden: Liquidationswertverfahren 4,5 %, Substanzwertverfahren 3,9 %, Ertragswertverfahren 24,0 %, individuelle Kombinationen aus Ertrags- und Substanzwertverfahren 34,5 %, DCF Verfahren 1,8 %, Stuttgarter Verfahren (für aussersteuerliche Bewertungsanlässe) 22,0 %, pauschale Wertermittlungsverfahren (Multiplikatoren, Vergleichszahlen, Umsatzverfahren) 9,3 %. Vgl. Peemöller/Meyer-Pries (1995, S. 1202ff.).

<sup>365</sup> Für Österreich hat Egger 1989 eine Befragung unter österreichischen Wirtschaftsprüfern durchgeführt, in die 531 Bewertungsfälle eingeflossen sind. Folgende Bewertungsverfahren wurden angewandt: Substanzwertverfahren 6,8 %, Mittelwertverfahren (Mittelwert aus Substanz- und Ertragswert) 15,6 %, Übergewinnverfahren 46,0 %, Ertragswertverfahren 25,1 %, Mehrphasenmethoden (entspricht dem Phasenmodell des deutschen Instituts der Wirtschaftsprüfer) 4,2 % und sonstige Verfahren 2,3 %. Vgl. Egger (1990, S. 111ff.). Auch in Österreich werden demnach zumeist bewertungstheoretisch ungeeignete Verfahren verwendet.

<sup>366</sup> Helbling erhielt 1989 für die Schweiz 199 Antworten von Treuhändern bezüglich ihrer Erfahrungen mit der Unternehmensbewertung. 110 gaben an, dass sie eine Mittelwertmethode (überwiegend das von Helbling lancierte „Schweizer Verfahren“: 2 x Ertragswertverfahren plus 1 x Substanzwertverfahren dividiert durch 3) verwenden, 44 Antworten entfielen auf die ausschliessliche Anwendung eines ertragswertorientierten Bewertungsverfahrens. Vgl. Helbling (1989, S. 561ff.). Die Ergebnisse dieser Untersuchung wurden bestätigt durch eine weitere Umfrage von Knüsel aus dem Jahr 1991 unter Mitgliedern der Schweizer Treuhandkammer. Vgl. Knüsel (1992, S. 309ff.).

fachheit oder steuerlicher Bewertungsanlässe gerne verwendet werden. Nur rund in einem Viertel der Bewertungsfälle werden die von der Betriebswirtschaftslehre als sachgerecht angesehenen Bewertungsverfahren – Ertragswertverfahren und DCF Verfahren – tatsächlich angewandt.

Auch wenn eine aktuelle Umfrage zu zwischenzeitlich etwas höheren Anteilen von Ertrags- und DCF-Verfahren in der Bewertungspraxis von KMU gelangen würde, kann davon ausgegangen werden, dass die Diskrepanz zwischen Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung bei mittelständischen Unternehmen noch sehr viel weiter auseinander liegt als bei börsennotierten Grossunternehmen. Im Sinne einer anwendungsorientierten Betriebswirtschaftslehre sind hier zwei Handlungsalternativen denkbar:

- Schulung der Bewerter mittelständischer Unternehmen
- noch stärkere Orientierung der Theorie an den Anforderungen der Praxis

Vermutlich liegt der richtige Weg zwischen diesen beiden Alternativen. Einerseits müssen sich Bewerter stärker mit den neueren Errungenschaften der Forschung auseinandersetzen, andererseits müssen theoretische Verfahren den Ansprüchen der Bewertungsobjekte und den Anforderungen an die Bewertungsobjekte genügen. Theoretisch fundierte und gleichzeitig implementierbare Lösungen können nur im Dialog erarbeitet werden, sowohl in Fragen der Unternehmensbewertung als auch des Wertmanagements der mittelständischen Unternehmen.

Die Entwicklung in Kontinentaleuropa muss von derjenigen im angelsächsischen Raum getrennt betrachtet werden. In Kontinentaleuropa wird der Markt für Finanzkapital – insbesondere bei KMU – hauptsächlich durch Intermediäre wie Banken (und zunehmend private Beteiligungsgesellschaften) dominiert. In den USA spielen für kleine und mittlere Unternehmen bereits die Kapitalmärkte und somit institutionelle Investoren eine bedeutende Rolle. Die Eigenkapitalquote in Deutschland ist im internationalen Vergleich sehr niedrig und der Anteil des externen Eigenkapitals verschwindend gering. Dies erklärt teilweise die stärkere Verbreitung des wertorientierten Managements in den USA, da der Markt (v.a. institutionelle Investoren) andere Renditeerwartungen hat als beispielsweise die Inhaber von Familienunternehmen.<sup>367</sup>

---

<sup>367</sup> Auch die Zielsetzungen der Banken hinsichtlich der Rückzahlungen ihrer Kredite unterscheiden sich erheblich von denen externer Eigenkapitalgeber.

Wie bereits angesprochen, beeinflusst die Globalisierung der Finanzmärkte die Kapitalvergabe in Kontinentaleuropa. Die Einführung eines generellen Rating für Firmenkunden(Kredite) als Folge der Umsetzung des neuen Eigenkapitalakkords für Banken (Basel II) ist ein Beispiel. Die Auswirkungen für den Mittelstand wurden in zahlreichen, meist praxisorientierten Abhandlungen beschrieben. Eine der zentralen Forderungen der Kapitalgeber ist die *Transparenz der Unternehmensfinanzen* – sowohl vergangenheits- als auch zukunftsbezogen. D.h. Unternehmen müssen nicht nur die Rechnungslegung offen legen, sondern finanzielle Planungen vorlegen, in denen sich die künftige Strategie der Unternehmen widerspiegelt. Diese *Zukunftsorientierung* wird sich sicherlich in der zunehmenden Verbreitung diskontierungsbasierter (zukunftsorientierter) Bewertungsverfahren und einer wertorientierten Unternehmensführung niederschlagen.



## 5 Induktive Kurzfallstudien zur Modellformulierung

Dem vorangegangenen Forschungsüberblick zum Wertmanagement im Mittelstand folgt in diesem Kapitel eine eigene empirische Erhebung zum aktuellen Stand der Praxis hinsichtlich des Einsatzes von Wertmanagement in mittelständischen Unternehmen. Zunächst wird das Ziel der Kurzfallstudien sowie die empirische Vorgehensweise erläutert. Anschliessend werden die wichtigsten im Rahmen der Kurzfallstudien gewonnenen Erkenntnisse zusammengefasst. Untersucht wurden die Unternehmen Fürst Thurn und Taxis Forstbetriebe (TTF), Wenko-Wenselaar GmbH (Wenko) und Q-Cells AG (Q-Cells).

### 5.1 Zielsetzung und Vorgehensweise

Ziel des empirisch-induktiven Teils ist die Entwicklung einer *praxistauglichen* Theorie. Dies bedarf im Bereich mittelständischer Unternehmen dringend des Einbezugs der sozialen Realität in die *Theoriebildung*. Daher wird der logisch-deduktive Forschungsansatz um induktive Fallstudien ergänzt. Die Erkenntnisse aus den Fallstudien müssen einerseits zeigen, welche Probleme mittelständischer Unternehmen im Zusammenhang mit der Definition und Umsetzung von strategischen (Formal-)Zielen<sup>368</sup> real existieren. Andererseits hilft die Auseinandersetzung darauf hinzuweisen, wie dringlich diese Probleme in Abhängigkeit von bestimmten Unternehmensmerkmalen sind. Des Weiteren können die empirischen Erkenntnisse Anhaltspunkte dafür liefern, wie diese Probleme unter Berücksichtigung gewisser Unternehmensmerkmale gelöst werden können. Neben der Theoriebildung auf Basis der bereits erfolgten Literaturdiskussion und -interpretation werden durch ein induktiv-analytisches Vorgehen ergänzend *praktisch relevante Hypothesen* formuliert.

Die Auswahl der drei Fallunternehmen ergibt sich einerseits aus den *formalen* Kriterien *Mitarbeiterzahl* und *Umsatz*. Gesucht wurden Unternehmen mit 100 bis 250 Mitarbeitern und einem durchschnittlichen Jahresumsatz zwischen 2001 und 2003 unter 50 Millionen Euro. Es wird vermutet, dass gerade Unternehmen dieser Grössenord-

---

<sup>368</sup> Unter *Formalzielen* werden nach Kosiol *ökonomische* Ziele wie Erfolgsziele (Gewinn, Umsatz, Rendite) und Finanzziele (Liquidität, Sicherheit vor Überschuldung) verstanden. Im Gegensatz dazu beschreiben *Sachziele* das Leistungsziel eines Unternehmens oder einer öffentlichen Einrichtung im Hinblick auf Produkte, Mengen, Qualität, Zeit und Absatz. Beispiele für Sachziele sind Qualitätsführerschaft, Kundenzufriedenheit oder Marktführerschaft. Vgl. Kosiol (1966, S. 54ff.). Üblicherweise wird gesagt, dass in privaten Unternehmen das Formalziel dominiert, in öffentlichen Einrichtungen hingegen Sachziele.

nung eine Entscheidungshilfe benötigen, ob und in welcher Form sie wertorientiert geführt werden sollten (oder nicht). Die Auswahl muss andererseits *prägnante* Fälle enthalten, mit deren Hilfe die relevanten Themen besonders pointiert beleuchtet werden können. Als besonders prägnant können die Unternehmen TTF und Q-Cells angesehen werden. Ersteres ist der grösste private Forstbetrieb Deutschlands und seit Jahrhunderten im Besitz der Familie des jetzigen Eigentümers. *Kontinuität* und *Tradition* stehen für dieses in einer sehr konservativen Branche tätige Unternehmen. Q-Cells ist zum Zeitpunkt der Durchführung der Fallstudie das nach eigenen Angaben am schnellsten wachsende mittelständische Unternehmen Deutschlands und plant schon fünf Jahre nach der Gründung 1999 den Börsengang.<sup>369</sup> Neben *starkem Wachstum* zeichnet sich das Unternehmen durch einen *hohen Grad an Innovation* aus. Es agiert im weltweit hoch dynamischen Photovoltaik-Markt. Die Firma Wenko hingegen bewegt sich zwischen den beiden Extremen. Sie kann als relativ typischer Fall eines mittelständischen Familienunternehmens in dieser Grössenordnung betrachtet werden. Es war zu Beginn der Fallstudien davon auszugehen, dass aus der begrenzten Auswahl an verfügbaren Fallunternehmen diese besonders gut geeignet sind, die zugrunde liegenden Fragestellungen zu erforschen.<sup>370</sup> Diese Ausgangshypothese konnte im Verlauf der Fallstudien und der folgenden Modellentwicklung bestätigt werden. *Tabelle 5-1* gibt einen Überblick über die Hauptcharakteristika der betrachteten Fallunternehmen.

Aus der erläuterten Zielsetzung, der allgemeinen Problemstellung und den Forschungsfragen ergibt sich die anzuwendende *Forschungsmethodik*. Für die Analyse des strategischen Managements – insbesondere der *Zieldefinition* (strategisch-normativer Teil) und *Zielumsetzung* (operativ-instrumentaler Teil) – in mittelständischen Unternehmen wird ein *qualitatives, exploratives Forschungsdesign* gewählt. Qualitative Sozialforschung ist gerade für die Untersuchung einer subjektiv geprägten, sozialen Realität geeignet.<sup>371</sup> Es zeigt sich, dass dieses Forschungsdesign in dem relativ jungen Teilbereich der Betriebswirtschaftslehre des strategischen Managements in mittelständischen Unternehmen am zielführendsten ist.

#### *Tabelle 5-1: Übersicht Charakteristika der Fallunternehmen*

---

<sup>369</sup> Der damalige Finanzvorstand und heutige CEO Anton Milner wurde in einem Zeitungsinterview mit den Worten zitiert: „Wir sind die am schnellsten wachsende Firma in Deutschland.“ Vgl. o.V.: „Q-Cells stürmt den Markt“, Verlagsbeilage im Handelsblatt Journal Mittelstand vom 26.01.2004, S. 4.

<sup>370</sup> Vgl. Lamnek (1993, S. 5ff).

<sup>371</sup> Vgl. Lamnek (1995) und Mayring (1996) für Einführungen in die qualitative Sozialforschung.

	TTF	Wenko	Q-Cells
Umsatz 2003	Ca. EUR 15 Mio.	Ca. EUR 60 Mio.	EUR 49 Mio.
Mitarbeiter	Ca. 100	Ca. 270	208
Eigentümer	Alleineigentümer	Alleineigentümer**	Sehr heterogen: Gründer, Privat- und Finanzinvestoren
Management	Externer operativer Geschäftsführer*	Ein Eigentümer plus zwei externe Ge- schäftsführer	Zwei Gründer und zwei externe Mana- ger***

\* Strategische Entscheidungen auf Eigentümerebene, \*\* Übergabe an die beiden Söhne in den nächsten 2 bis 5 Jahren geplant, \*\*\* incentiviert durch Aktienoptionen  
Quelle: Eigene Darstellung

Wertmanagement ist gerade bei mittelständischen Unternehmen von subjektiven Auffassungen der Eigentümer und Manager geprägt. Hinzu kommt eine bislang geringe Auseinandersetzung mit Wertmanagementkonzepten, wie sie in der Wissenschaft und in Grossunternehmen verwendet werden. Diese teilweise Unaufgeklärtheit insbesondere bezüglich der Begrifflichkeiten erschwert quantitative Erhebungen durch Befragungen oder sogar breit abgesicherte Auswertungen von unternehmensinternen Kennzahlen.<sup>372</sup> Daher eignet sich als Methode der Datenerhebung insbesondere die *Einzelfallstudie*.<sup>373</sup>

Bei der Einzelfallstudie wird während des Analyseprozesses immer wieder der Rückgriff auf den Fall in seiner Ganzheit und Komplexität bewahrt, um so zu besonders genauen und tiefgreifenden Ergebnissen zu gelangen.<sup>374</sup> Es soll ein *ganzheitliches* und damit *realistisches* Bild der sozialen Welt gezeichnet werden. Ziel der Einzelfallanalyse ist grundsätzlich das *Herausarbeiten typischer Vorgänge und Zusammenhänge*.<sup>375</sup> Grundsätzlich können dazu entweder typische oder besonders prägnante, aussagekräftige Fälle als Untersuchungsobjekte ausgewählt werden. Die ausgesuchten Fallunternehmen spiegeln eine Mischung aus besonders prägnanten Fällen (TTF und Q-Cells) und einem typischen Fall (Wenko) wider. Die empirische Untersuchung darf sich nicht

<sup>372</sup> Die Probleme mit quantitativen Erhebungen zum Wertmanagement im Mittelstand wurden z.B. von Joerg/Loderer/Roth (2003) bestätigt.

<sup>373</sup> Lamnek (1993, S. 4) bezeichnet die Einzelfallstudie als einen Forschungsansatz. Sie ist weder eine konkrete Erhebungstechnik noch ein eigenständiges methodologisches Paradigma.

<sup>374</sup> Vgl. Mayring (1996), S. 29.

<sup>375</sup> Vgl. Lamnek (1993), S. 5ff.

auf die wortgetreue Wiedergabe der Inhalte beschränken. Die wissenschaftliche Leistung liegt erst in der Analyse des Wahrgenommenen durch *Interpretation*, *Typisierung* und *Strukturierung*.<sup>376</sup> Zudem können die Ergebnisse aus drei Fallstudien miteinander verglichen werden.<sup>377</sup> Die Fallstudien werden in einem zusammenhängenden Kapitel vorgestellt. Zusätzlich wird im Rahmen der Entwicklung des Wertmanagementansatzes und der Entscheidungshilfe immer wieder auf Erkenntnisse aus den Fallstudien verwiesen, wo dies angebracht ist.

Die zentrale Datenerhebung in Fallstudien ist das *problemzentrierte Interview*<sup>378</sup>. Die Interviewpartner werden durch einen Interviewleitfaden auf bestimmte Fragestellungen gelenkt, können aber offen, d.h. ohne Antwortvorgaben darauf reagieren.<sup>379</sup> Die hierfür durchgeführten Interviews wurden im Einvernehmen mit den Befragten alle auf Tonband aufgezeichnet. Die wörtliche Transkription ist in normales Schriftdeutsch übertragen, um sie den Interviewten zur Validierung vorzulegen.<sup>380</sup> Alle Gespräche fanden an den alltäglichen Orten der Befragten statt.<sup>381</sup>

Problemzentrierte Interviews sollten *interpretativ-explikativ* ausgewertet werden.<sup>382</sup> Nach der Transkription und Validierung wurde das umfangreiche Material in der Einzelanalyse zusammengefasst, Nebensächlichkeiten entfernt und zentrale Passagen hervorgehoben. Der resultierende, stark gekürzte Text enthält nur noch prägnante Textstellen, die anschliessend kommentiert, strukturiert und zugeordnet wurden. Dieser Einzelanalyse folgte die *generalisierende Analyse*, bei welcher der Vergleich der in einem Fallunternehmen geführten Interviews im Vordergrund steht. Es wurden sowohl Gemeinsamkeiten als auch Differenzen der Interviews herausgearbeitet, um erste

---

<sup>376</sup> Lamnek (1993, S. 34) stellt insbesondere auf die Interpretation und Typisierung ab. Die Strukturierung kann unter die Typisierung subsumiert werden. Ihr kommt vor dem Hintergrund der Entwicklung einer Entscheidungshilfe im vorliegenden Fall eine besondere Bedeutung zu, weshalb sie gesondert aufgeführt wird.

<sup>377</sup> Vgl. die Ausführungen von Yin (1994, S. 44) zum Aufbau von multiplen Fallstudien.

<sup>378</sup> Mayring (1996, S. 50) versteht unter diesem Begriff jede Form der offenen, halbstrukturierten Befragung.

<sup>379</sup> Vgl. Mayring (1996, S. 51). Der Interviewleitfaden wurde den interviewten Personen in der Regel einige Tage vor den Interviewterminen zugeschickt, sodass sie sich auf die Fragen vorbereiten konnten.

<sup>380</sup> In einem Gespräch mit dem Vorstandssprecher der Fürst Thurn und Taxis Forstbetriebe gab es eine technische Panne, sodass etwa ein Drittel der Interviewaufzeichnung verloren ging. Der Inhalt konnte mit Hilfe des Interviewpartners weitestgehend rekonstruiert werden.

<sup>381</sup> Nur ein Interview (mit dem CEO von Q-Cells) musste telefonisch durchgeführt werden. Der Befragte hielt sich zur Zeit des Interviews an seinem normalen Arbeitsplatz auf.

<sup>382</sup> Vgl. für die folgenden Anmerkungen Lamnek (1993, S. 197ff.).

Grundmuster möglicher Anforderungen an das Wertmanagement in mittelständischen Unternehmen zu identifizieren. Während des gesamten Analyseprozesses wurden immer wieder die ursprünglichen Transkriptionen konsultiert, um Fehlinterpretationen zu vermeiden.

Zweite zentrale Datenquelle ist die *Dokumentanalyse*, in deren Rahmen Material erschlossen wird, welches nicht erst vom Forschenden durch eine Datenerhebung geschaffen werden muss. Die Dokumentenanalyse zeigt sich durch die *Vielfältigkeit* des Materials aus, wobei gerade hier die *qualitative Interpretation* des Dokuments entscheidend für die wissenschaftliche Aussage ist.<sup>383</sup> Die auf dieser Datenquelle basierenden Analysemöglichkeiten waren erwartungsgemäss eher eingeschränkt, da mittelständische Unternehmen häufig einen geringen Formalisierungsgrad haben und somit über wenig interne Dokumente verfügen, die analysefähig und aktuell sind.

Auf strukturierte Gruppendiskussionen und teilnehmende Beobachtung – weitere gängige Erhebungsmöglichkeiten im Rahmen der Einzelfallanalyse – wurde aufgrund der zu untersuchenden Thematik verzichtet. Sie fand teilweise am Rande der Interviews bei informellen Mittagessen und Gruppengesprächen statt. Der zusätzliche Erkenntnisgewinn formeller Diskussionen und Beobachtungen wurde geringer eingeschätzt als die mit dem erhöhten Aufwand dieser Erhebungstechniken verbundenen Risiken einer Absage der Fallunternehmen.

Die drei Fallstudien wurden auf Basis von acht problemzentrierten Interviews (in der Regel drei pro Unternehmen mit jeweils einem Vertreter der Eigentümer<sup>384</sup>, der Geschäftsführung und des Controlling) und Dokumentenanalysen (internen Unternehmenspublikationen wie Organisationshandbücher, Visionen, Leitlinien, Stellenbeschreibungen, Zielvorgaben und Korrespondenzen mit externen Kapitalgebern) sowie weiterer, extern verfügbarer Quellen (Presseartikel sowie die Internetpräsenzen der Fallunternehmen) durchgeführt. Die Interviews fanden im Juni und Juli 2004 statt. Der Inhalt des Interviewleitfadens wird durch die Struktur der folgenden Kapitel wiedergegeben. Er wurde teilweise für die einzelnen Gespräche angepasst.

Um sich der Frage zu nähern, inwieweit Wertmanagement bereits explizit oder implizit in den untersuchten Unternehmen betrieben wird, wurden die Interviewaussagen gemäss der in *Tabelle 5-2* wiedergegebenen Systematik strukturiert. Auf *strategisch-*

---

<sup>383</sup> Vgl. Mayring (1996, S. 33).

<sup>384</sup> Im Falle der TTF war ein Gespräch mit dem Alleineigentümer oder seiner Bevollmächtigten nicht möglich, viele der relevanten Fragestellungen konnten jedoch im Rahmen der Dokumentenanalyse beantwortet werden.

*normativer Ebene* wurde ermittelt, welche Anspruchsgruppen hier jeweils im Mittelpunkt der unternehmerischen Entscheidungen stehen und welche Ziele dadurch vorgegeben respektive verfolgt werden – und zwar jeweils aus Eigentümer- und Managementsicht. Auf der *operativ-instrumentalen Ebene* geht es um die Bestimmung der Methoden und Verfahren, die der Erreichung der strategischen Ziele dienen, wiederum aus Eigentümer- und Managementsicht. Durch Gegenüberstellung und Evaluation der Auffassungen von Eigentümer und Management wurden etwaige *Probleme* insbesondere im Hinblick auf einen funktionsfähigen Wertmanagementansatz aufgezeigt. Zum Teil wurden diese von den Unternehmen bereits selbst erkannt und in den Interviews entsprechende *Lösungsansätze* vorgeschlagen.

Abbildung 5-2: Systematik zur Evaluation des Wertmanagement-Status Quo in den Fallstudien

	Eigentümer	Management	Problem	Lösung (erkannt/implementiert)
Strateg.- normativ	<b>Wer?</b>	Relevante Anspruchsgruppen aus Eigentümersicht	Relevante Anspruchsgruppen aus Managementsicht	→ [...]    [...]
	<b>Was?</b>	Unternehmensziele aus Eigentümersicht	Unternehmensziele aus Managementsicht	→ [...]    [...]
Operativ- instrumental	<b>Wie?</b>	Operationalisierung Zielvorgabe	Operationalisierung Zielvorgabe	→ [...]    [...]

Quelle: Eigene Darstellung

## 5.2 Werterhalt: Fürst Thurn und Taxis Forstbetriebe (TTF)

### 5.2.1 Allgemeine Informationen zum Unternehmen

Die fürstliche Familie von Thurn und Taxis verlagerte im Jahre 1748 ihren Familiensitz von Frankfurt nach Regensburg. Seitdem hatte das Fürstenhaus bis Mitte der 1990-er Jahre etwa 30.000 Hektar Wald in Bayern und Baden-Württemberg erworben und war somit zwischenzeitlich der grösste Privatwaldbesitzer Europas.<sup>385</sup> Inzwischen

<sup>385</sup> Vgl. [www.br-online.de/land-und-leute/thema/durchlaucht/geschichte.xml](http://www.br-online.de/land-und-leute/thema/durchlaucht/geschichte.xml), abgerufen am 19.05.2004.

ist der Forstbetrieb mit etwa 22.500 Hektar noch immer der grösste private Waldbesitz Deutschlands. In den vergangenen Jahrzehnten lag die Holzernte relativ konstant bei ca. 200.000 m<sup>3</sup> pro Jahr. Durch den Abbau von Reserven wurde in der jüngeren Vergangenheit der Holzeinschlag temporär auf etwa 400.000 m<sup>3</sup> pro Jahr erhöht.<sup>386</sup> Gemessen an der jährlichen Holznutzung in Deutschland von etwa 40 Millionen m<sup>3</sup> entspricht das einem nationalen Marktanteil von 0,5% bis 1%. Sowohl die Ertragslage der deutschen Forstbetriebe als auch die Preise für Forstflächen sind in den letzten Jahren signifikant gefallen.<sup>387</sup>

Holzverkäufe stellen bislang im langfristigen Vergleich etwa 95% des Umsatzes der TTF – in den vergangenen Jahren zwischen 10 und 15 Mio. Euro pro Jahr – dar. Das Unternehmen lebt somit fast ausschliesslich von der Bewirtschaftung seines (tangiblen) Sachkapitals, der Forstflächen. Eine tiefere Wertschöpfung im Rahmen der Weiterverarbeitung von Holz gibt es nicht mehr. Sämtliche Beteiligungen an Sägewerken wurden verkauft. Die Beteiligung an einem Dienstleister für Holzernte wurde sukzessive gesenkt. Der restliche Umsatz kommt aus sonstigen Erträgen wie forstnahen Produkten (z.B. Verkauf von Christbäumen und Brennholz), Jagd (Verkauf von Begehscheinen und Wildbret), Bodenschätzen (insbesondere Verkauf von Sand, Kies, Lehm und Granitverwitterung) sowie sonstiger Flächennutzung (z.B. Verpachtung von Stellplätzen für Mobilfunkantennen und Windkraftanlagen, Verkauf von siedlungsnahen Grundstücken).<sup>388</sup> Sowohl Umsatzhöhe und -aufteilung waren langfristig relativ konstant, eine signifikante Veränderung ist nicht unmittelbar absehbar.

Die Kapitalrendite liegt seit einiger Zeit bei unter einem Prozent,<sup>389</sup> es wurde bislang jedoch noch nie ein Verlust verbucht. Der Betrieb beschäftigt historisch bedingt noch etwa 100 Mitarbeiter. Geplant ist eine deutliche Reduzierung der Personalkosten. Das Unternehmen befindet sich bezüglich der Produktion in einer Reifephase. Bereits getä-

---

<sup>386</sup> Die folgenden Aussagen stützen sich – wo keine anderen Quellen angegeben sind – primär auf die in den TTF durchgeführten Kurzfallstudie.

<sup>387</sup> Die dramatische Ertragslage zeigt sich an einem Vergleich, wie viele Waldarbeiterstunden von einem Kubikmeter Holz 1955 und 2001 bezahlt werden konnten: 1955 waren es noch etwa 40 Stunden, heute sind es nur noch zwei. Vgl. Bundesministerium für Verbraucherschutz, Ernährung und Landwirtschaft: „Gesamtwaldbericht der Bundesregierung“, Juli 2001, S. 53ff. Abrufbar im Internet am 19.05.2004 unter

<http://www.bundesregierung.de/Anlage250508/Erster+Gesamtwaldbericht+der+Bundesregierung+2001.pdf>.

<sup>388</sup> Diese Umsätze machten in den letzten Jahren zwischen 4% und 17% des Jahresumsatzes aus. Sie sind zwar von Jahr zu Jahr stark schwankend, in der Tendenz aber gleichbleibend.

<sup>389</sup> Auf Basis von Buchwerten, vgl. auch Ausführungen weiter unten.

tigte Verkäufe von Forstflächen, der zunehmende Rückzug aus Holzernte und -verarbeitung sowie geplante organisatorische Neuausrichtungen deuten allerdings auf einen gewissen Umbruch hin.

Die TTF gehören zu 100% dem Anfang 20-jährigen Fürst Albert von Thurn und Taxis. Als Eigentümer wird er derzeit durch seine Mutter, Fürstin Gloria von Thurn und Taxis, vertreten. Der Forstbetrieb bildet einen wesentlichen Bestandteil seines Vermögens neben landwirtschaftlichen Flächen, Immobilien, Industriebeteiligungen und Finanzanlagen. Die forstwirtschaftlich genutzten Flächen sind seit Jahrhunderten der Kern des Familienbesitzes, auf den man sich nach einer 1990 notwendigen Restrukturierung des Gesamtvermögens wieder vermehrt konzentriert hat. Seitdem wurden zahlreiche zum Familienvermögen zählende Unternehmen, die schlechte Ergebnisse erzielten, abgestossen.<sup>390</sup> Von der Restrukturierung sind seit jüngerer Zeit auch die TTF vermehrt betroffen.

### 5.2.2 Unternehmensziele

Die Vertreterin des Eigentümers entscheidet über die Unternehmensziele der TTF alleine. Bei der Zielfindung wird sie durch den Geschäftsleiter des Gesamtkonzerns, den Sprecher des forstlichen Vorstands sowie teilweise durch zusätzliche externe Berater unterstützt, die in etwa ein- bis zweimonatlich stattfindenden Gesamtgeschäftsleitungssitzungen zusammenkommen.<sup>391</sup> Ziel ist es, den Forstbetrieb als Kern des Besitzes zu erhalten, sofern er trotz begrenzter Rendite eine inflationsbeständige, relativ krisensichere und steuerprivilegierte Kapitalanlage ist. Die TTF sollen im Einzelnen folgende *Funktionen* erfüllen:

1. *Einkommensfunktion*: Langfristig sichere Erträge durch Rohholzerzeugung.
2. *Kapitalerhaltungsfunktion*: Erhalt des Substanzwerts ohne die Notwendigkeit von Investitionen – inflationsbeständig und steuerprivilegiert.

---

<sup>390</sup> Zu den verkauften Unternehmen gehörten die T & T Bank, eine Brauerei, Sägewerke, sowie diverse weitere mittelständische Betriebe. Die Informationen stammen aus einem Artikel in der Business Week, in welchem Fürstin Gloria 2002 zu einer der zehn erfolgreichsten Finanzmanagerinnen Europas gekürt wurde. Vgl. o.V.: „Princess Gloria von Thurn und Taxis – Investor, Germany“, Business Week vom 17.06.2002, abgerufen am 19.05.04 unter [http://www.businessweek.com/print/magazine/content/02\\_24/b3787643.htm?gb](http://www.businessweek.com/print/magazine/content/02_24/b3787643.htm?gb).

<sup>391</sup> Der Sprecher des forstlichen Vorstands nimmt an Gesamtgeschäftsleitungssitzungen nur teil, sofern forstliche Themen besprochen und entschieden werden.



3. *Kreditabsicherung*: Sicherheit für die Aufnahme von Krediten auf Gesamtunternehmensebene.

Neben diesen "Funktionen" wurde ein *konkretes Wirtschaftsziel* definiert: *die Maximierung der Kapitalrentabilität* unter gewissen Nebenbedingungen, die den forstlichen Grundsatz der Nachhaltigkeit widerspiegeln.<sup>392</sup> Dieses Ziel ist in einem Strategiepapier zur Organisationsentwicklung festgehalten. Dem expliziten Ziel steht ein implizites *Satisfizierungsziel* in Form einer geforderten Mindestverzinsung des Kapitals von nominal 1-2% gegenüber, welche in den Fallinterviews immer wieder zur Sprache kam.<sup>393</sup> Es wurde ebenfalls deutlich, dass dieses Renditeziel derzeit nicht erreicht wird, wenn die Rendite auf Basis der heutigen Buchwerte des Gesamtkapitals berechnet wird. Legt man hingegen die in dem letzten Verkauf realisierten Marktpreise als Kapitalbasis zu Grunde, ist eine nominale Verzinsung bis zu 2% möglich.<sup>394</sup>

Da vor kurzem etwa ein Fünftel des Waldbesitzes verkauft wurde, ist zu vermuten, dass der Forstbetrieb entweder seine ihm angedachten Funktionen oder die Wirtschaftsziele nicht erfüllt hat. Als Grund für den Verkauf wurde v.a. die niedrige Eigenkapitalverzinsung (Verfehlung Wirtschaftsziel) angesprochen. Auch die anderen Funktionen der TTF scheinen jedoch nicht ausreichend erfüllt worden zu sein:

---

<sup>392</sup> Die Nebenbedingungen sind im Einzelnen:

1. Biologische und ökologische Grenzen: keine Schmälerung der künftigen Erträge durch „Liquidierung des forstlichen Produktionsapparats“ oder ertragsschädigende forsttechnische Methoden.
2. Begrenzung des Betriebsrisikos durch forsttechnische Massnahmen: Investitionen in Risikoreduktion dürfen Reinerträge schmälern.
3. Halten von liquidierbaren Ertragsreserven: drei bis vier Jahreseinschläge vorhalten.
4. Gesellschaftliche Akzeptanz der Waldbewirtschaftung: Beachtung der Sozialfunktionen des Waldes über die gesetzlichen Bestimmungen hinaus sowie Erhaltung der Artenvielfalt, sofern Naturverjüngung dadurch weiterhin möglich.

<sup>393</sup> Bei neuen „Investitionen und Aufwänden“ wurde explizit eine reale Mindestverzinsung von 4% gefordert. Eine konkrete Forderung bezüglich der Mindestrentabilität auf den gesamten Forstbetrieb wurde mit dem Hinweis auf die Unmöglichkeit der Bewertung des Forstbetriebs – zu historischen Anschaffungswerten oder mutmasslichen Marktwerten – abgelehnt.

<sup>394</sup> Dies bedeutet, dass die momentanen Buchwerte *über* den vermutlich realisierbaren Marktwerten liegen. Indem gegenüber den Buchwerten unter Umständen von einer dauerhaften Wertminderung auszugehen ist, liegt hier ggf. eine Verletzung des vom HGB geforderten *Niederstwertprinzips* vor, die allerdings generell in der Buchhaltungspraxis von deutschen Forstbetrieben zu beobachten ist. Die Marktwerte spiegeln nach Aussage des Controlling fast ausschliesslich den Wert des aufstockenden Bestandes wider, wie er alle zehn Jahre in der Waldinventur erfasst wird. Die Fläche selbst wird demnach kaum bewertet. Neben der geringen Kapitalverzinsung gibt es also real einen erheblichen Substanzverlust, der bilanziell noch nicht berücksichtigt wurde.

1. Einkommensfunktion: Das Einkommen aus den TTF bleibt bislang offensichtlich hinter den Erwartungen des Eigentümers zurück. Zur Einkommenssicherung wurde Kapital aus dem Forst freigesetzt, um es in höher rentierende Anlagen zu investieren und somit ein höheres (Kapital-)Einkommen für den Eigentümer zu realisieren.
2. Kapitalerhaltungsfunktion: Der Waldverkauf hat gezeigt, dass sich die bislang bilanzierten Buchwerte im Durchschnitt am Markt nicht mehr realisieren lassen. Der Marktwert liegt vermutlich deutlich unter dem bilanzierten Substanzwert des Forstes. Zusätzlich liegt die nominale Verzinsung des Kapitals (selbst zu Marktwerten) unter der langfristigen Inflationsrate<sup>395</sup>. D.h. es wird real (inflationsbereinigt) Kapital vernichtet.
3. Kreditabsicherung: Die Kosten der Fremdfinanzierung liegen i.d.R. selbst bei dem heutzutage recht niedrigen Zinsniveau über der durchschnittlichen Kapitalrendite der TTF. Eine Rückzahlung von Krediten mit Eigenmitteln, die durch Verkauf von Forstflächen frei würden, wäre somit finanzwirtschaftlich grundsätzlich sinnvoll.<sup>396</sup>

Unter Berücksichtigung der Unternehmensziele und zugeordneten -funktionen der TTF für den Eigentümer ist der Verkauf von Flächen durchaus nachvollziehbar. Inwiefern die Unternehmensziele und deren Umsetzung wertorientiert sind, wird im folgenden Abschnitt diskutiert.

### 5.2.3 Wertmanagement

Hinsichtlich der Anwendung von Wertmanagement muss bei den TTF zwischen der Seite des Alleineigentümers einerseits und andererseits dem Management unterschieden werden. Beiden gemeinsam ist eine eindeutige Orientierung an den Interessen des Eigentümers. Andere Anspruchsgruppen – insbesondere die Umwelt (Forderung hier ist der nachhaltige Umgang mit der Umwelt als vergleichsweise "knapper" Ressource) wurde in verschiedenen Zusammenhängen genannt – spielen bei der Zieldefinition nur eine untergeordnete Rolle. Auf *strategisch-normativer Ebene* besteht entsprechend

---

<sup>395</sup> Gemäss den Angaben des statistischen Bundesamts lag die Inflationsrate in Deutschland in den letzten 10 Jahren typischerweise zwischen 1% und 2%. In den Jahren davor war sie zum Teil sehr viel höher. Die Spitzenwerte seit 1975 betragen 6,3% (1981), 6,0% (1975), 5,4% (1980) und 5,1% (1992). Eine negative Inflationsrate (Deflation) gab es in diesem Zeitraum nur einmal, 1986 (-0,1%). Die durchschnittliche Inflationsrate (gerechnet als arithmetisches Mittel der Jahresinflationsraten) des Zeitraums von 1975 bis Ende 2003 beträgt 2,7%.

<sup>396</sup> Trotzdem Fremdkapitalzinsen die Steuerlast senken können.

weitgehend Einigkeit zwischen Eigentümer und Management, sowohl bei der Fragestellung an welchen Interessen man die Unternehmensführung ausrichten sollte, als auch was diese sind, festgehalten in den Zielvorgaben (vgl. *Tabelle 5-3*).<sup>397</sup> Dabei werden sowohl auf Eigentümer- als auch auf Managementseite die in Grossunternehmen üblichen Begrifflichkeiten zum Wertmanagement nicht verwendet, bzw. sind beim Management unbekannt.

*Tabelle 5-3: Status Quo Wertmanagement bei den TTF*

	<b>Eigentümer</b>	<b>Management</b>	<b>Problem</b>	<b>Lösung</b>
<b>Wer?</b>	Reine Orientierung an Eigentümerinteressen	Reine Orientierung an Eigentümerinteressen	Keine	-
<b>Was?</b>	Erfüllung Funktionen - Einkommenssicherung - Kapitalerhalt - Kreditabsicherung	Erfüllung Funktionen - Einkommenssicherung - Kapitalerhalt - Kreditabsicherung	Keine	-
<b>Wie?</b>	Maximierung Eigenkapitalrendite	Erreichen der "schwarzen Null"	De facto Vernichtung Unternehmenswert statt geforderter Werterhalt	Erhöhung Unternehmenswert durch strategische Eingriffe des Eigentümers (Mehreinschlag, Verkauf von Flächen)

Quelle: Eigene Darstellung

Auf der *operativ-instrumentalen* Ebene gibt es jedoch Differenzen. Der *Eigentümer* folgt in einem Strategiepapier inhaltlich *teilweise* dem *Shareholder Value Ansatz*, indem eine eindimensionale Zielfunktion – die *Maximierung der Kapitalrendite* unter

<sup>397</sup> Man kann argumentieren, dass zur strategischen Ebene auch die explizite Orientierung an der Wertmaximierung des Eigenkapitals gehört. Hier wird dieser Aspekt unter den instrumentalen Teil von Wertmanagementansätzen subsumiert.

gewissen, zumindest minimal zu erfüllenden Nebenbedingungen – vorgegeben wird.<sup>398</sup> Zwei zentrale Werttreiber des klassischen Shareholder Value Ansatzes werden vernachlässigt: die (kalkulatorischen) Eigenkapitalkosten und das eingesetzte Kapital. Wie bereits bekannt, wird nur dann Wert für die Eigentümer geschaffen, wenn die Kapitalrendite über (unter) den Eigenkapitalkosten liegt und das eingesetzte Kapital wächst (reduziert wird). Man kann beispielsweise die Verzinsungsansprüche des Eigentümers von etwa 2% auf die Buchwerte als Eigenkapitalkosten heranziehen.<sup>399</sup> Liegt die tatsächliche Kapitalverzinsung unter den 2%, wird Wert nur durch Verkauf des zugrunde liegenden Kapitals geschaffen.<sup>400</sup> Insofern kann der getätigte Verkauf von Flächen durchaus als wertorientiert bezeichnet werden. Ein weiterer wertorientierter Ansatz ist, die Kapitalrendite so zu erhöhen, dass sie über den Kapitalkosten liegt und somit Wert schafft. Auch diese Strategie ist durch die durchschnittliche Verdopplung des Einschlags über einen Zeitraum von fünf Jahren verfolgt worden, um zusätzliche Substanzverkäufe abzuwenden. Eine Ausweitung der Kapitalbasis wäre nur dann zielkonform, wenn die reale Rendite auf das investierte Kapital mehr als 4% betragen würde.<sup>401</sup>

Voraussetzung für alle diskutierten Formen der Wertsteigerung ist allerdings eine korrekte Bewertung des zu Grunde liegenden Kapitals. Da es offensichtlich einen Markt für Forstflächen gibt, ist eine Orientierung an Marktpreisen vermutlich sinnvoller als das Zugrundelegen Jahrzehnte alter Buchwerte, wie es momentan bei zahlreichen deutschen Forstbetrieben und den TTF der Fall ist.

Auf Seite des *Managements* greift der instrumentale Teil des Shareholder Value Ansatzes<sup>402</sup> noch nicht. Der Begriff wird in Bezug auf Grossunternehmen korrekt verstanden. Die Steuerung der TTF auf operativer Ebene erfolgt aber nicht wertorientiert.

---

<sup>398</sup> S. FN 393 für Renditeziele bezüglich neuer Investitionen und Aufwände.

<sup>399</sup> Die Verzinsungsansprüche sollen den subjektiven Opportunitätszins des Eigentümers reflektieren. In Aktiengesellschaften muss der Opportunitätszins über ein Modell approximiert werden, da nicht die individuellen Verzinsungsansprüche aller Investoren berücksichtigt werden können.

<sup>400</sup> Es ist anzumerken, dass der Renditeanspruch des Eigentümers aus rein ökonomischer Sicht irrational niedrig ist. Eine Anlage mit weitaus geringerem Risiko, z.B. Festgeld oder Staatsanleihen der besten Schuldner, werden i.d.R. höher verzinst.

<sup>401</sup> S. FN 393. Wirklich konsistent wäre die Wertorientierung nur dann, wenn die 4% reale Rendite auch auf das bestehende Kapital angesetzt würde.

<sup>402</sup> Der Stakeholder Value Ansatz sowie Kennzahlen des Shareholder Value Ansatzes oder die Balanced Scorecard waren dem Management hingegen weitgehend unbekannt.

Zielgrösse sind vielmehr langfristig sichere Erträge und gleichzeitig in jedem Jahr die Erwirtschaftung zumindest einer "schwarzen Null". Die geringe Kapitalrendite wird teilweise auf die unvorteilhafte Personalstruktur zurückgeführt. Die Personalkosten stellen momentan etwa 60% der Gesamtkosten dar, obwohl die vergleichsweise personalintensive Holzernte zu 80% durch externe Dienstleister abgewickelt wird.<sup>403</sup> Mit dem Auslaufen alter, beamtenähnlicher Arbeitsverträge in den kommenden Jahren wird davon ausgegangen, dass die Personalkosten signifikant fallen werden. Somit ist eine positive Auswirkung auf die Kapitalverzinsung wahrscheinlich. Ob dieser Effekt ausreichen wird, die Kapitalrendite über die Kapitalkosten steigen zu lassen, ist derzeit unklar. Bei dem heute angesetzten Wert des Kapitals ist dies zumindest fraglich. Der Wert des Forsts gilt nach Aussage des Managements jedoch als Fixum, welches in der Bilanz festgeschrieben ist. Diese substanzorientierte und rein vergangenheitsbezogene "Bewertungsmethode" ist mit instrumentalen Wertmanagementansätzen unvereinbar. Es zeigte sich auch beim jüngsten Verkauf, dass der tatsächliche Wert des Forstbetriebs primär die zu erwartenden abdiskontierten Cashflows aus der forstwirtschaftlichen Nutzung widerspiegelt.<sup>404</sup> Die Fläche an sich wird am Markt sehr gering bis überhaupt nicht vergütet. Da derzeit selbst die Holzvorräte auf den bewirtschafteten Flächen nur alle zehn Jahre im Rahmen einer Inventur bewertet werden, ist effektives Wertmanagement auf operativer Ebene noch nicht möglich.<sup>405</sup> Allerdings gibt es Bestrebungen seitens des Controlling, eine regelmässiger Bewertung der Holzbestände künftig systematisch – u.U. mit Hilfe von EDV – durchzuführen. Dies soll insbesondere der Kommunikation gegenüber dem Eigentümer dienen.

---

<sup>403</sup> Kosten für externe Dienstleister werden als Fremdleistungen unter die Materialkosten subsumiert.

<sup>404</sup> Da es in einem reifen Forstunternehmen, welches selbst kaum Maschinen betreibt, kaum Abschreibungen, sonstige unbare Aufwände und Erträge oder Investitionen gibt, unterscheidet sich der Freie Cashflow nur unwesentlich vom Ertrag.

<sup>405</sup> Auch eine – durchaus als wertorientiert zu bezeichnende – Initiative zur Mitarbeiterbeteiligung wurde verworfen. Nach Aussage des Managements könnte ein Manager momentan theoretisch den Einschlag und somit die Cashflows für etwa zehn Jahre drastisch auf Kosten künftiger Cashflows erhöhen. Dies hätte keine Auswirkungen auf die Bilanz. Selbst die im Rahmen der alle zehn Jahre stattfindenden Inventur quantifizierten Waldvorräte fliessen nach momentaner Buchhaltungspraxis nicht in die Bilanz ein. Somit könnte ein Manager problemlos über Jahre hinweg einen hohen Erfolg ausweisen und sich dafür vergüten lassen, ohne Konsequenzen aus den langfristigen Schäden seiner Strategie fürchten zu müssen.

## 5.2.4 Anforderungen an ein Managementsystem

Das Budget seitens des Forstbetriebs für die Einführung eines EDV-gestützten wertorientierten Management- und Controllingsystems liegt bei maximal 10.000 Euro.<sup>406</sup> Allerdings sind bereits heute zwei wichtige Voraussetzungen für die Instrumentalisierung eines wertorientierten Managementansatzes auf der operativen Ebene des Managements erfüllt:

1. Es wurde seitens des Controlling die Notwendigkeit erkannt, den stehenden Bestand – der heutzutage den Grossteil des Werts der Forstflächen ausmacht – regelmässiger zu bewerten und somit die Voraussetzung für eine wertorientierte Steuerung zu schaffen.
2. Es wird bereits ein Controllingsystem eingesetzt, mit dem eine wertorientierte Planung und somit Entscheidungsunterstützung möglich ist. Die Steuerungsmöglichkeiten des Systems, z.B. nach dem Wert der künftigen, abdiskontierten Cashflows – wurden bislang noch nicht ausgeschöpft.<sup>407</sup>

Der wertorientierte Einsatz eines Controllingsystems erfordert zuvor die Erhebung der relevanten Daten wie erwartete Cashflows und Kapitalkosten. Aufgrund der geringen Anteile unbarer Erträge und Aufwände, der guten Prognostizierbarkeit der Erträge und der direkt durch den Einzeleigentümer vorzugebenden (Eigen-)Kapitalkosten (z.B. 2%), liesse sich eine betriebswirtschaftliche Bewertung im Sinne eines Wertmanagementansatzes leicht abbilden.<sup>408</sup> Eine Integration von Werttreibern dürfte ebenfalls kostengünstig implementierbar sein, da das Geschäftsmodell derzeit von begrenzter Komplexität ist.

Die formalen Voraussetzungen für den Einsatz eines wertorientierten Führungssystems sind grundsätzlich gegeben. Normativ steht eine Orientierung an den Interessen des

---

<sup>406</sup> Ohne Berücksichtigung laufender Kosten.

<sup>407</sup> Die Anwendungsmöglichkeiten des bei den TTF eingesetzten Produkts „Corporate Planner®“ der Firma CP Corporate Planning AG, wurden erst nach einem Gespräch mit einem Vertriebsmitarbeiter des Software Anbieters und des Studiums von Produktbroschüren deutlich. Vgl. hierzu die Produktbroschüre, abgerufen am 17.04.2004 unter [http://www.corporate-planning.com/de/download/integrierte\\_finanzplanung.pdf](http://www.corporate-planning.com/de/download/integrierte_finanzplanung.pdf).

<sup>408</sup> Die hier angeführten 2% reflektieren nicht die schriftlich fixierte Zielfunktion der Maximierung der Eigenkapitalrendite, sondern vielmehr die impliziten Renditeerwartungen. Ohne emotionale Bindung zum traditionsreichen Forstbesitz läge die Renditeerwartung des Eigentümers vermutlich höher. Die Herleitung von marktorientierten Eigenkapitalkosten über Kapitalmarktmodelle reflektiert sehr wahrscheinlich nicht den geforderten Verzinsungsanspruch des Eigentümers. Ein Blick auf den Markt würde der Orientierung jedoch sicherlich nicht schaden.

Eigentümers nicht zur Diskussion. Dieser hat klare Renditeziele vorgegeben, die eine Instrumentalisierung theoretisch möglich machen. Konsequenzen im Falle eines Verfehlens der Renditeziele wurden im Rahmen des Verkaufs ebenfalls sichtbar. Dennoch fehlt bislang eine konsequente Ausrichtung und Steuerung der TTF an diesen Renditezielen. Folgende Erklärungen sind dafür denkbar: Die Renditeerwartungen des Eigentümers sind noch nicht nachdrücklich genug bei dem Management der TTF angekommen. Das schriftlich fixierte Ziel der Maximierung der Eigenkapitalrendite unter gewissen Nebenbedingungen wurde beim Management teilweise als Erreichen einer "schwarzen Null" (fehl-)interpretiert. Des Weiteren kann es sein, dass das Personal derzeit noch nicht in der Lage ist – vielleicht aus fehlender betriebswirtschaftlicher Kenntnis – die Vorgaben operativ umzusetzen. Der starke forstwirtschaftliche Hintergrund des Managements lässt diesen Schluss durchaus zu.<sup>409</sup> Ein weiterer Grund kann der mangelnde Wille sein, die strategischen Vorgaben konsequent umzusetzen. Denn eine Umsetzung würde vermutlich eine erhebliche Restrukturierung des Unternehmens erfordern, insbesondere mit Konsequenzen für die Mitarbeiter, deren Anzahl in der Kurzfallstudie immer wieder als deutlich zu hoch angesehen wurde. Darüber hinaus wäre eine Neubewertung der Forstflächen zu Marktpreisen wünschenswert. Die notwendigen Wertberichtigungen würden zu einem hohen Buchverlust führen, das Ziel einer "schwarzen Null" wäre zumindest in den Jahren der Wertberichtigungen nicht erreichbar. Allerdings könnte damit eine vernünftige Basis geschaffen werden, um die geforderte Eigenkapitalrendite auf einer realistischeren Grundlage tatsächlich zu erwirtschaften. In Verbindung mit einer stärkeren Wertorientierung des Managements könnte die Gefahr weiterer Verkäufe des Betriebskapitals gemindert werden und eine sicherere Zukunft der TTF gewährleistet werden.

---

<sup>409</sup> So wurde beispielsweise argumentiert, dass der Verkauf der 6000 Hektar aus rein forstlicher Sicht keinen Sinn mache. Andererseits wurde eingesehen, dass aus einer „Gesamtvermögensstrategie“ ein Verkauf durchaus sinnvoll sei. Diese Interessenkonflikte zwischen betriebswirtschaftlichen und „technischen“ Sichtweisen sind allgemein bekannt. Versteht man die korrekte Bewirtschaftung des Waldes unter waldbaulichen Gesichtspunkten der Nachhaltigkeit, etc., als ein anzustrebendes Sachziel und die Renditeforderung des Eigentümers als ein Formalziel, so sollte das Sachziel immer dem Formalziel untergeordnet werden. Vgl. Bussiek (1994, S.12): „Zur Sicherung des Unternehmens ist also die Verwirklichung positiver Ergebnisse bei diesen Formalzielen [Wirtschaftlichkeit i.w.S. (Produktivität, Wirtschaftlichkeit i.e.S., Rentabilität); Stabilität; Liquidität] zwingende Voraussetzung. Die Formalziele sind daher den Sachzielen übergeordnet.“ In Unternehmen, deren Management oder Eigentümer einen technischen Hintergrund haben, werden Sachziele oftmals den Formalzielen übergeordnet.

### 5.2.5 Zusammenfassung

*Strategisch-normativ* stellen die Interessen des Eigentümers den alleinigen Orientierungsmassstab dar – sowohl für Eigentümer als auch für das Management. Andere Anspruchsgruppen, "*Stakeholder*", finden keine Berücksichtigung. *Operativ-instrumental* erfolgt die Orientierung auf beiden Ebenen an der Eigenkapitalrendite. Quantitativ werden jedoch Unterschiede deutlich. Der Eigentümer verlangt grundsätzlich eine Maximierung der Eigenkapitalrendite und gibt somit eine eindeutige Zielfunktion vor. Allerdings hält der Eigentümer den Betrieb für strukturell niederrentierlich. Daher wurde zusätzlich implizit eine minimale Renditeerwartung geäußert. Sie ist auf einen *realen Werterhalt* ausgerichtet. Dieser Ansatz soll im Folgenden als *Shareholder Value Conservation* bezeichnet werden. Das Management interpretiert die (nominale) Renditeerwartung des Eigentümers zwischen "schwarzer Null" und 2% für den Forstbetrieb, wobei – zu den heutigen, viel zu hohen Bilanzwerten, eine durchschnittliche Verzinsung von vermutlich unter 1% erreicht wird. D.h. die Orientierung am Interesse des Eigentümers wird zwar prinzipiell akzeptiert, aber letztlich nicht erfolgreich umgesetzt. Es wird weder das explizite Ziel der Shareholder Value Maximierung noch das implizite Ziel der Shareholder Value Conservation erreicht. Von Ebene der Gesamtgeschäftsführung und des Eigentümers wurden in der Konsequenz implizit wertorientierte Strategien verordnet: zunächst eine befristete Erhöhung der Eigenkapitalrendite durch Verdopplung des Umsatzes und somit der Cashflows (Einschlag) und später der Verkauf eines kompletten Forstbetriebs (etwa ein Fünftel des ursprünglichen Gesamtbetriebs).

Wertorientiertes Management wird also auf strategischer Ebene vorgegeben, jedoch noch nicht erfolgreich auf operativer Ebene umgesetzt. Es existiert *kein Erkenntnisproblem* auf normativ-strategischer Ebene (wer gibt die Ziele vor, was sind die Ziele), sondern ein *Umsetzungsproblem* (wie sollen die Ziele erreicht werden, "schwarze Null" ist hier nicht ausreichend). Dies ist in zweierlei Hinsicht überraschend: gerade bei einem auf Nachhaltigkeit ausgerichteten, Jahrhunderte alte Traditionen pflegenden Forstbetrieb ist verwunderlich, dass auf Kosten der Substanz (und in den Augen vieler Anspruchsgruppen auch auf Kosten der Tradition) wertorientierte Entscheidungen gefällt wurden. Darüber hinaus erstaunt, dass für ein ex ante so gut kalkulierbares, sachkapitalorientiertes Geschäftsmodell auf operativer Ebene keine expliziten Finanzplanungen und Szenarien existieren, die ein erfolgsorientierteres Wirtschaften erleichtern, das zumindest den realen Werterhalt als Minimalziel sichert.



## 5.3 Generationenwechsel und Wachstumsprobleme: Wenko-Wenselaar GmbH<sup>410</sup>

### 5.3.1 Allgemeine Informationen zum Unternehmen

Die Firma Wenko-Wenselaar GmbH (Wenko) wurde Mitte der sechziger Jahre gegründet und hat ihren Sitz in Hilden bei Düsseldorf. Das Unternehmen entsprang einer einzigen Produktidee, dem Vertrieb eines metallisierten Bügelbrettbezuges über deutsche Versandhändler. Das Produkt gab es damals bereits in den USA, in Europa war es noch weitgehend unbekannt. Ende der sechziger Jahre kam der jetzige Alleineigentümer und Stiefsohn des Firmengründers in das Unternehmen. Zu diesem Zeitpunkt machten Bügelbrettbezüge noch einen Anteil von 98% des Gesamtumsatzes der Wenko in Höhe von jährlich etwa 800.000 DM aus. Der jetzige Eigentümer erweiterte das Produktsortiment kontinuierlich um diverse Haushaltswaren und Badezimmerartikel. Im Versandhandel wird inzwischen eine Vielzahl von Gebrauchsgütern ausser Textilien und elektrischen Geräten angeboten. Bügelbrettbezüge machen heute weniger als 5% des Gesamtumsatzes von etwa 60 Millionen Euro aus.<sup>411</sup> Zusätzlich hat Wenko neue Vertriebskanäle erschlossen. Ende der sechziger Jahre wurde ausschliesslich über den Versandhandel vertrieben. Heute macht der stationäre Handel etwa 50% des Umsatzes aus.<sup>412</sup> Das Unternehmen ist im Segment Versandhandel klarer Marktführer mit einem deutlich zweistelligen Marktanteil. Weitere Kennzahlen konnten im Rahmen der Fallstudie nicht erhoben werden.

Wenko hat sich auf die besonderen Bedürfnisse der etwa 250 bis 260 europäischen Versandhändler spezialisiert. Zentrale Erfolgsfaktoren sind einerseits die ständige kreative Erneuerung des Produktangebots sowie das Vorhalten der erwarteten Nachfrage entsprechender Produktmengen, andererseits die Übernahme von Servicefunktionen

---

<sup>410</sup> Die hier dargestellten Informationen basieren ausschliesslich auf persönlichen Interviews mit dem Alleineigentümer, dem kaufmännischen Geschäftsführer, sowie dem kaufmännischen Leiter des Controllings. Geeignete schriftliche Unterlagen konnten bedauerlicherweise nicht zur Verfügung gestellt werden. Gleichzeitig fanden die Gespräche zum Zeitpunkt einer relativ tiefgreifenden Restrukturierung des Unternehmens statt, die inzwischen erfolgreich abgeschlossen wurde.

<sup>411</sup> Momentan werden jährlich etwa zwei Millionen Bügelbrettbezüge verkauft. Zu Spitzenzeiten waren es fünf bis sechs Millionen Stück pro Jahr.

<sup>412</sup> Zum stationären Handel gehören insbesondere Kaufhäuser und Verbrauchermärkte. Diese Vertriebskanäle werden mit einem kleineren Produktsortiment beliefert als die Versandhäuser.

im Bereich des Endverbrauchermarketings der angebotenen Artikel.<sup>413</sup> Wenko hat sich aus der Eigenfertigung vollständig zurückgezogen. Die Produktion erfolgt ausschliesslich über Partnerunternehmen im Ausland, insbesondere in China und der Türkei. Eine vertikale Integration in Richtung Produktion ist nicht vorgesehen.<sup>414</sup> Eine horizontale Expansion in andere Produktsegmente ist ebenfalls nicht geplant. Weiteres Wachstum soll über regionale Expansion in andere europäische Märkte, insbesondere Südwest- und Osteuropa realisiert werden. Trotz gewisser Sättigungserscheinungen auf dem deutschen Markt liegen im Umsatzwachstum noch erhebliche Chancen und Erfolgspotenziale.

Das Unternehmen verfügt kaum über Anlagevermögen. Die Aktiva bestehen fast ausschliesslich aus den Posten Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie Vorräten.<sup>415</sup> Diese beiden Posten sind momentan im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt und im Branchenvergleich sehr hoch. Es wird derzeit im Rahmen des Asset Managements an einer deutlichen Reduktion des Sachkapitals gearbeitet. Die Erträge des Unternehmens basieren traditionell in erster Linie auf Immaterialgütern. Bei Wenko sind dies insbesondere das *Humankapital* und die guten *Kundenbeziehungen*.

In den letzten Jahren traten Risiken auf der *Kostenseite* zu Tage. An erster Stelle sind die hohen Lagerbestände (Vorräte) zu nennen. Diese sind teilweise Bestandteil des Geschäftsmodells, da der Versandhandel nur durch Vorhalten der entsprechenden Mengen jederzeit beliefert werden kann. Die zusätzlichen Erträge durch diesen "Service" rechtfertigen nach Aussage des Eigentümers die Kosten der tendenziell höheren Lagerbestände. Insbesondere die Banken teilen diese Auffassung nicht in dieser Form. Auch deshalb wurde Wenko schlecht *geratet*, was zu einer temporären Reduktion der Kreditlinien führte. Ausser Frage steht, dass die Kosten der Lagerhaltung signifikant reduziert werden müssen. Zwei sehr kostspielige Massnahmen konnten die Lagerkosten bislang nicht reduzieren. Weder mit Hilfe der Einführung eines EDV-Systems der Firma SAP, noch mit der Beauftragung einer Unternehmensberatung konnte das Problem gelöst werden – im Gegenteil wurden durch Eingabe- und Managementfehler zu-

---

<sup>413</sup> Die Servicefunktionen beinhalten z.B. die Bestimmung des Verkaufspreises und die Gestaltung der Angebotsseiten in den Katalogen der Versandhändler inkl. Bildern und Beschreibungen des angebotenen Artikels.

<sup>414</sup> Nach Aussage des Eigentümers liegt die Zukunft eher in einer vertikalen Integration in Richtung Servicefunktionen für den Kunden, wie die bereits angesprochenen Seitengestaltungen für Kunden im Versandhandel.

<sup>415</sup> Nur die Logistiktochter hat in ein Lager investiert, das inzwischen allerdings bilanziell über Verkauf und *Lease-back* wieder aus dem Anlagevermögen verschwunden ist.

sätzlich Mehrkosten in Millionenhöhe verursacht, die das Unternehmen zeitweilig in erhebliche Liquiditätsschwierigkeiten brachten.

Weitere Risiken bestehen auf *organisatorischer Ebene*. Die Organisations- und Führungsstruktur des Unternehmens wurde aufgrund des rasanten Wachstums der Vorjahre nicht in ausreichendem Masse an die jetzigen Erfordernisse angepasst – ein offensichtlich typisches Problem für mittelständische Unternehmen. Gerade die Führungskräfte im mittleren Management sind ihren Aufgaben nur bedingt gewachsen. Dies gilt vor allem hinsichtlich strukturiertem Denken und Vorgehen, Teamarbeit und analytischen Fähigkeiten. Auf operativer Ebene kommen viele der etwa 270 Mitarbeiter vor allem mit den EDV-technischen Anforderungen an ihre Stelle unzulänglich zurecht. Das Unternehmen wird darüber hinaus tendenziell patriarchalisch, also stark personenorientiert geführt. Organigramme, Stellenbeschreibungen und Prozessabläufe sind kaum schriftlich fixiert oder informationstechnologisch abgebildet. Zuständigkeiten und Verantwortungen sind vielfach noch nicht eindeutig definiert, klare und konsistente Zielvorgaben fehlen auf beinahe allen Ebenen. Wenko steht vor der Herausforderung, seine internen Strukturen den gewachsenen Anforderungen an ein Unternehmen dieser Grössenordnung anzupassen, um bei Umsatzeinbrüchen lebensbedrohliche Liquiditätskrisen vermeiden zu können.

### 5.3.2 Unternehmensziele

Die Unternehmensziele sind weder auf Seite des Eigentümers, noch auf Managementseite explizit formuliert. Darüber hinaus ist kein klarer Prozess für die Zieldefinition festgelegt. Dies ist vermutlich einer der wesentlichen Gründe für die derzeitigen Führungsprobleme bei Wenko. Im Rahmen der Interviews wurden einige Zielsetzungen geäussert, die sich allerdings zwischen Eigentümer und Management unterscheiden, wobei auch innerhalb des Managements keine Klarheit herrscht. Als *Management* wurde der *Geschäftsführer* und der *Leiter des Controllings* befragt. Letzterer ist *gleichzeitig "kaufmännischer Leiter"* und als solcher dem Geschäftsführer unterstellt.

"Mein erstes Ziel ist, dass das Unternehmen *funktionierend* in die Hände der nächsten Generation kommt."<sup>416</sup> "Funktionierend" konkretisierte der Eigentümer in seinen weiteren Ausführungen vor allem in Form der finanziellen Unabhängigkeit, "dass man keine Bankgespräche mehr führen muss, die unangenehm sind". Dafür ist nach den Ausführungen des Eigentümers ein gewisser Ertrag erforderlich, "zumindest [...], dass

---

<sup>416</sup> Vgl. Interview Köllner am 21.06.2004.

die Gebäude abbezahlt werden". Es werden jedoch "keine Renditeziele vorgegeben. Ich möchte, dass man in Ruhe arbeiten kann, v.a. dass man keine Reklamationen hat, dass der Service so gut ist, dass die [Kunden] mit uns leben können, d.h. zufrieden und froh sind, dass sie mit uns arbeiten." Müsste sich der Eigentümer zwischen wertorientiertem aber risikobehaftetem Wachstum und relativ sicherem Werterhalt entscheiden, würde er momentan eindeutig zum Werterhalt tendieren.

Besonders wichtig ist im Zusammenhang mit der Bewertung der Aussagen des Eigentümers die Betrachtung der Umstände, in denen sich das Unternehmen und er zum Zeitpunkt der Fallstudie befunden haben. Der Eigentümer war mit dem Unternehmen in den vergangenen Jahrzehnten sehr erfolgreich und konnte sich und seine Familie finanziell weitestgehend absichern. Er ist beinahe sechzig Jahre alt, die endgültige Übergabe des Unternehmens an seine beiden Söhne steht in den kommenden drei bis fünf Jahren bevor. Bis dahin ist ein schrittweiser Rückzug aus dem operativen Geschäft geplant. Ein Sohn ist bereits seit fast zwei Jahren im Vertrieb von Wenko tätig, der andere unterstützt seit dem Sommer 2004 den Einkauf. Beide Söhne haben ein wirtschaftswissenschaftliches Studium abgeschlossen und studienbegleitend zahlreiche Praktika in Handelsunternehmen absolviert. Die Arbeitsmotivation des Eigentümers ist nach eigener Aussage nur noch gering und vor allem durch persönliche, nicht ökonomische oder finanzielle Motive getrieben. Im Vordergrund steht eine problemlose Übergabe an und partnerschaftliche Fortführung des Unternehmens durch seine beiden Söhne. Primäres Ziel ist somit der Verbleib eines finanziell unabhängigen Unternehmens in der Familie. Dieses *persönliche Ziel dominiert* derzeit alle *unternehmerischen Zielsetzungen*.

Der Verbleib des Unternehmens in der Familie war nicht immer primäres Ziel des Eigentümers. Im Gegenteil bedauert er heute, dass er das Unternehmen vor einigen Jahren nicht zumindest teilweise verkauft hat. Ein Verkauf kommt heute nur deswegen nicht in Frage, weil sich das Unternehmen in einer schwierigen Phase befindet und es aus Sicht des Eigentümers vermutlich "unter Wert"<sup>417</sup> verkauft werden müsste. Nach den notwendigen Umstrukturierungen könnten nach Aussage des Eigentümers die Söhne immer noch entscheiden, ob sie sich von Teilen des Unternehmens trennen wol-

---

<sup>417</sup> Dabei indiziert der Preis, der sich am Markt für ein Unternehmen erzielen lässt, gerade den aktuellen Wert des Unternehmens. „Unter Wert“ muss daher vielmehr verstanden werden als „in der momentanen Unternehmensverfassung“ (die aus Sicht des Eigentümers durchaus noch positiv beeinflussbar ist), „in der aktuellen Wirtschaftslage“ und/oder „im Vergleich zu früheren Zeiten“ (in der ein höherer Preis erzielbar gewesen wäre).

len. Vor Auftauchen der ersten Probleme bevorzugte der Eigentümer nach eigener Aussage tendenziell eher Wertsteigerung statt Werterhalt.

Auf Ebene des *Geschäftsführers* sind die Unternehmensziele weder explizit fixiert noch implizit klar. Zum Interviewleitfaden Stellung nehmend werden derzeit sowohl das langfristige Überleben, der Verbleib im Familienbesitz sowie Gewinn- und Wertsteigerung zu den Wirtschaftszielen gezählt. Es wird allerdings keine Priorisierung zwischen den genannten Zielen vorgenommen. Zusätzlich wird die Umsatzrendite angesprochen, die es zu erhöhen gilt. An anderer Stelle sagt der Geschäftsführer: "Die eigentliche Zielsetzung ist, dass Gewinn entsteht und dann eine Ausschüttung möglich ist." Insofern kann tendenziell von einer (nachhaltigen) Gewinnorientierung gesprochen werden. Aus dem weiteren Gespräch entstand der Eindruck, dass die Gewinnorientierung eher in einer langfristigen Gewinnsatisfizierung – auf nicht genanntem Niveau – als in einer Gewinnmaximierung zum Ausdruck kommt. Die Nennung der anderen Ziele ohne Priorisierung belegt, dass die Zielformulierung noch nicht ausgereift ist, was als Indiz für ein Führungsvakuum interpretiert werden kann.

Auf die Frage nach den Unternehmenszielen antwortet der *kaufmännische Leiter/Controller* spontan: "Sie sind nicht definiert. [...] Es gibt Ziele in den Köpfen. [...] Wir wollen schwarze Zahlen schreiben." Auf den "funktionierenden Betrieb" angesprochen wurde wieder auf "schwarze Zahlen" und "ein Ergebnis [...], mit dem man gut leben kann" verwiesen. Ein richtiges Zielsystem, das erlaubt, die Zielerreichung regelmässig zu kontrollieren, existiert nicht. Auf der operativen Ebene wird dies eindeutig kritisiert. Aus Sicht des Controllers sind klare Zielvorgaben und eine Vision für ein erfolgreiches Controlling und eine strategische Unternehmensführung dringend notwendig. Die Zielvorgaben sollten sich eher auf Wachstums- als auf Renditeziele beziehen. Eine Überprüfung, ob Wachstum derzeit mehr Wert schafft, als eine höhere Rentabilität, findet allerdings nicht statt. "[...] Marktanteile zu sichern. Das ist unser primäres Ziel. Darüber hinaus gibt es sicherlich Potenzial für Marktanteilszugewinne [...]". Erst auf erneutes Nachfragen wird beispielhaft "eine Umsatzrendite von 4-10%" angegeben, die für den Handel eine durchaus realistische Zahl sei. Die teilweise etwas inkonsistenten Aussagen zeigen, dass es in der derzeitigen Situation weniger um konkrete Zielgrössen geht als vielmehr um die Tatsache, dass man überhaupt Zielvorgaben hat.

Es gibt keinen formalisierten Prozess für die Zieldefinition. Ziele und Vision sind nirgends schriftlich festgehalten. Strategische Entscheidungen werden meist vom Eigentümer getroffen. In den vergangenen Jahren sind Geschäftsentscheidungen häufig an

den damaligen externen Geschäftsführer delegiert worden. Dies galt vor allem für die Bereiche Organisation, Logistik und EDV. Mit der Delegation hat der Eigentümer sehr schlechte Erfahrungen gemacht. Inzwischen werden Entscheidungen gemeinsam mit der Geschäftsführung und teilweise mit dem Beirat – bestehend aus einem ehemaligen Geschäftsführer und einem langjährigen Wirtschaftsprüfer der Wenko – erörtert und getroffen. Dabei ist es dem Eigentümer nach wie vor sehr wichtig, sich von den Fachabteilungen beraten zu lassen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Wenko *weder explizit noch implizit eindeutig operationalisierbare Unternehmensziele* formuliert hat, insbesondere keine formalen Wirtschaftsziele. Ein Prozess für die Zieldefinition ist ebenfalls nicht definiert. Die Notwendigkeit zur kurzfristigen Festlegung auf eindeutige Ziele, sowie die mittelfristige Entwicklung eines kontrollierbaren Zielsystems wird auf der operativen Ebene stärker gefordert als auf Ebene des Eigentümers oder der Geschäftsführung. Dies hängt unter anderem mit den persönlichen Erfahrungen und Zielsetzungen des Eigentümers zusammen.

### 5.3.3 Wertmanagement

Die Fragestellungen bezüglich des Wertmanagements lassen sich wiederum entlang der Dimensionen Eigentümer und Management sowie strategisch-normativ (Wer?, Was?) und operativ-instrumental (Wie?) analysieren (vgl. *Tabelle 5-4*). Wie bei den TTF sind sich Management und Eigentümer auf *strategisch-normativer Ebene* einig, dass sich das Unternehmen ausschliesslich an den *Interessen und Zielvorgaben des Eigentümers* zu orientieren hat.<sup>418</sup> Der Shareholder Value Ansatz ist dem *Eigentümer* ein Begriff. Er versteht darunter das Streben nach höheren Gewinnen und hoher Liquidität (Cashflow). Der Ansatz solle im Mittelstand unbedingt mehr Verwendung finden, um gegenüber den Banken eine grössere Unabhängigkeit zu erlangen. Der *Geschäftsführer* hält "diese Managementansätze für den Mittelstand für nicht geeignet, weil sie zu pauschal sind." Er versteht unter Wertmanagement eher das effiziente Erreichen der gesetzten Unternehmensziele, unabhängig davon, welche dies sind. Unter der Shareholder Value Orientierung versteht der Geschäftsführer v.a. die *Sicherung der Ertragslage*, nicht eine langfristige Maximierung des Unternehmenswerts. Dem *Leiter des Controlling* (kaufmännischen Leiter) ist der Shareholder Value Ansatz grundsätzlich

---

<sup>418</sup> Allerdings sieht die Geschäftsführung ihre Aufgabe auch darin, dem Inhaber die unternehmerischen Auswirkungen seiner teilweise persönlich motivierten Ziele und Entscheidungen transparent zu machen, z.B. bei Firmenkäufen, Markteintrittsstrategien aber auch dem Verzicht der Einstellung von notwendigen Mitarbeitern.

ein Begriff. Für eine qualifizierte Aussage zu dem normativen oder instrumentalen Inhalt hat er sich zu wenig mit dem Ansatz auseinandergesetzt.<sup>419</sup> Die Haltung gegenüber dem Shareholder Value Ansatz bei Wenko ist als sehr heterogen zu bezeichnen. Dies ist vermutlich in erster Linie auf eine *mangelnde Kenntnis* des Ansatzes zurückzuführen. Im Gegensatz dazu ist die Stakeholder Theorie komplett unbekannt. Auf eine Erklärung der Theorie folgte auf allen drei Ebenen klare Ablehnung. Fremdkapitalgebern, Arbeitnehmern, anderen gesellschaftlichen Gruppen und sogar der Unternehmerfamilie werden über bestehende Verträge hinaus keine impliziten Ansprüche auf Mitentscheidung zugestanden.<sup>420</sup> Eine Diskussion von Möglichkeiten zum Einsatz von Wertmanagement bei Wenko hat bisher offensichtlich noch nicht stattgefunden.

Eine Instrumentalisierung von Wertmanagementkonzepten auf operativer Ebene ist explizit nur möglich, wenn auf strategischer Ebene die Voraussetzungen dafür geschaffen worden sind. Dies ist bei Wenko noch nicht der Fall. Dennoch soll im Folgenden betrachtet werden, inwiefern *implizit wertorientiert* gehandelt wird, wenn man Wertmanagement im Sinne des Geschäftsführers versteht: die gesetzten Ziele konsequent und effizient zur Sicherung der Ertragslage umsetzen.

Auf *operativ-instrumentaler Ebene* ist die Eigentümerorientierung beim *Eigentümer* selbst in einem patriarchalischen, auf seine *Person* ausgerichteten Führungsstil verankert. Eine Wertorientierung im Sinne einer Ausrichtung an der Eigenkapitalrendite, Überrendite oder irgendwelchen anderen Kennzahlen findet nicht statt.<sup>421</sup> Der Unternehmenswert spielt für Unternehmensführung durch den Eigentümer bei Wenko derzeit keine Rolle.<sup>422</sup> Vor die Alternativen Werterhalt oder Wertsteigerung gestellt, tendiert der Eigentümer momentan aufgrund der schwierigen Situation, in der sich das Unternehmen befindet, zum Werterhalt bzw. vermutlich nur zu einer "schwarzen Null". Eine daraus resultierende reale Wertvernichtung wird kurzfristig zu Gunsten des Unternehmenserhalts in Kauf genommen, damit die Söhne nach Übergabe des Unter-

---

<sup>419</sup> Für eine Möglichkeit, ein Zielsystem abzubilden wurde immer wieder das Führungsinstrument Balanced Scorecard erwähnt, ohne jedoch auf Details der Ausgestaltung derselben einzugehen.

<sup>420</sup> Im Gegenteil hätten nach Aussage des Eigentümers die Arbeitnehmer in Deutschland eher zu viele Rechte, was besonders in ertragsschwachen Phasen zu erheblichen Unternehmenskrisen führen kann.

<sup>421</sup> Ein erstes Anzeichen zunehmender Wertorientierung ist die geplante variable Vergütung des Führungspersonals. Diese wird jedoch nicht wertorientiert im klassischen Sinne sein, sondern sich vermutlich an Ertragszahlen orientieren.

<sup>422</sup> Auf die Frage nach einer aktuellen Unternehmensbewertung wird lediglich auf das *Rating* der Banken abgestellt. Eine aktuelle *Bewertung* des Unternehmens gibt es derzeit nicht.

nehmens selbst über einen Verkauf entscheiden können, falls sich die Ertragslage nicht bessern sollte.<sup>423</sup> Nach eigener Aussage interessiert sich der Eigentümer persönlich für Wertmanagement im Zusammenhang mit seinem Unternehmen nicht sehr. Die finanziellen Details lägen ihm grundsätzlich nicht besonders. Er hätte in der Vergangenheit immer so hohe Gewinne gemacht, dass er auf konkrete Verzinsungen seines Kapitals nicht achten musste.

*Operatives Ziel* des kaufmännischen *Geschäftsführers* ist "sicherzustellen, dass die Ertragslage in einer vernünftigen Relation zur Zukunftssicherung steht – auch unter Substanzgesichtspunkten." Aufgrund der Aussagen des Eigentümers kann davon ausgegangen werden, dass dieses Ziel grundsätzlich mit seinen eigenen Zielen vereinbar ist, womit eine Orientierung am Interesse des Eigentümers prinzipiell gegeben ist. Es kann aber keinesfalls von einem wertorientierten Ansatz gesprochen werden. Eine reine Orientierung an zukünftigen Erträgen (bzw. Cashflows) wie bei DCF oder anderen diskontierungsbasierten Verfahren kommt für den Geschäftsführer nicht in Frage, da es sich dabei um "Anleihen auf die Zukunft" handle – eine mit instrumentalen Wertmanagementansätzen unvereinbare Aussage. Der Ansatz des Geschäftsführers ist höchstens wertorientiert im Sinne eines Werterhalts. Der Unternehmenswert würde ggf. allerdings aus einer Kombination von Ertrags- und Substanzwertverfahren ermittelt. Das Streben nach dem Fortbestehen und Werterhalt des Unternehmens unter Verwendung dieser Wertermittlung wird bei Wenko operativ bislang sehr unstrukturiert bis gar nicht umgesetzt. Konkrete operative Kennzahlen zur Steuerung und Kontrolle dieses strategischen Ziels wurden nicht formuliert.

*Tabelle 5-4: Status Quo Wertmanagement bei Wenko*

	<b>Eigentümer</b>	<b>Management</b>	<b>Problem</b>	<b>Lösung</b>
<b>Wer?</b>	Reine Orientierung an Eigentümerinteressen	Reine Orientierung an Eigentümerinteressen	Keine	-
<b>Was?</b>	- Weitergabe "funktionierendes" Unternehmen	Viele Ziele u.a.: - Gewinnsatisfizierung/-steigerung	Mangel an klaren/ eindeutig operativen	-

<sup>423</sup> Bewertungstechnisch liesse sich die Entscheidung des Zuwartens über einen Realoptionenansatz abbilden, nicht aber über den in der Praxis vergleichsweise sehr viel häufiger zum Einsatz kommenden DCF-Ansatz. Bei der DCF-Methode wird implizit stets von jetzt-oder-nie-Entscheidungen ausgegangen (bzw. noch realitätsferner, dass Investitionen irreversibel sind). Entsprechend bleibt die Möglichkeit, eine Handlung zu verschieben und deren Wert unberücksichtigt. Vgl. Khadjavi (1999, S. 25).



men an nächste Generation (Söhne) - Werterhalt	- Überlebenssicherung/ Verbleib in Familienbesitz - Sicherung/ Steigerung Marktanteile	rationalisierbaren Zielvorgaben	
---	---	---------------------------------	--

<b>Wie?</b>	Gewinnerwirtschaftung	Sicherstellung "vernünftiger" Relation von Ertragslage zu Zukunftssicherung	→	Nicht eindeutige Zielvorgabe analog zur strategischen Ebene, mangelndes gemeinsames Verständnis, kein funktionsfähiges Controlling	Planung funktionsfähiges Controlling mit Steuerung über Kennzahlen wie Deckungsbeiträgen in drei Jahren
-------------	-----------------------	---	---	--	---

Quelle: Eigene Darstellung

Den grössten Bedarf für den Einsatz eines zielorientierten Managementsystems mit Steuerungs- und Kontrollinstrumentarium sieht bei Wenko der *Controller* (gleichzeitiger kaufmännischer Leiter). Wertmanagement ist dem Leiter der Controllingabteilung vor allem im Rahmen des Einsatzes der Balanced Scorecard ein Begriff. Diese wird als mögliches Instrument für die Formulierung, Steuerung und Kontrolle strategischer Ziele genannt. Der Controller ist auch gegenüber anderen, rein quantitativ orientierten Instrumenten und Kennzahlensystemen offen. Wichtig sei, dass man sich überhaupt mit diesen Themen auseinandersetzt und eine konsistente Lösung implementiert. Trotz des identifizierten Handlungsbedarfs ist man von der Umsetzung noch relativ weit entfernt, da einerseits dringliche Probleme im Tagesgeschäft zu lösen sind und andererseits *zahlreiche Voraussetzungen* für die Einführung eines solchen Managementsystems *nicht erfüllt* sind: Zunächst fehlen klare Organisationsstrukturen sowie formalisierte Abläufe. Des Weiteren sind die Adressaten von Zielvorgaben aus dem Controlling nur ungenügend ausgebildet. Es fehlt darüber hinaus eine eindeutige Definition der Grössen aus Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Liquiditätsrechnung, welche die Grundlagen für die Kennzahlen bilden. Momentan wird bei Wenko daran gearbeitet, genau diese Voraussetzungen zu erfüllen. In drei Jahren soll das gesamte

Controllingsystem voll funktionsfähig sein. Die Kennzahlen, die dann geliefert werden könnten, sollen zwar nicht direkt wertorientiert sein, aber wichtige Informationen zu Deckungsbeiträgen auf Kunden- und Materialebene geben. Die Umstellung auf ein wertorientiertes Controlling wäre dann ein vergleichsweise kleiner Schritt. Das Unternehmen ist noch lange nicht an dem Punkt zu entscheiden, ob *buchhalterische* oder *wertorientierte* Kennzahlen besser sind. Nach Auffassung des Controllers sind buchhalterisch orientierte Kennzahlen zumindest besser als überhaupt keine Kennzahlen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass es noch *kein effektives Instrumentarium zur zielorientierten Steuerung* des Unternehmens gibt. Dieses Instrumentarium wird gerade aufgebaut, bzw. es werden die Voraussetzungen dafür geschaffen. Die gesetzten Ziele des *Werterhalts* durch Erhöhung der Umsatzrendite und *Umsatzwachstum* sollen zunächst auf Basis einer kunden- und materialorientierten Deckungsbeitragsrechnung gesteuert werden. Wertmanagement spielt bei Wenko also derzeit weder auf strategischer noch operativer Ebene eine Rolle.

#### **5.3.4 Anforderungen an ein Managementsystem**

Die Anforderungen an ein Managementsystem sind auf Ebene des *Eigentümers* nicht definiert. Ihm ist nicht bekannt, ob überhaupt ein Controllingsystem existiert. Organisatorische und informationstechnologische Fragestellungen werden in der Regel an den Geschäftsführer delegiert. Das Controlling spielt bei Wenko offensichtlich keine bedeutende Rolle. Nach Aussage des Geschäftsführers gibt es *keine der derzeitigen Unternehmensgrösse angemessene Controllingabteilung*. Sie besteht aus einem Controller, der gleichzeitig eine kaufmännische Leitungsfunktion innehält. Daneben gibt es Mitarbeiter in weiteren Abteilungen, die teilweise Controllingaufgaben wahrnehmen, insbesondere in der Materialwirtschaft. Die personelle Ausstattung des Controllings ist also eher gering. Dafür ist das informationstechnische Instrumentarium für ein professionelles Controlling vorhanden. Das Hauptproblem bezüglich des Fehlens eines funktionierenden Management- und Controllingsystems liegt jedoch in der *mangelnden Aufnahmefähigkeit und -Bereitschaft* der Adressaten von Informationen aus dem Controlling – gerade im Vertrieb und auf Ebene des Eigentümers. Anforderungen sind somit nicht primär an die EDV oder die Controllingabteilung zu richten, da das bereits erworbene SAP-System die informationstechnologische Abbildung der mittel- und langfristig angestrebten Zielsysteme ermöglicht. Vielmehr müssen die Bereiche, für welche die Informationen aufbereitet werden, so *geschult* werden, dass sie diese als sinnvolle Entscheidungsgrundlagen verwenden können. Zusätzlich wäre vermutlich eine personelle Aufstockung der Controllingabteilung erforderlich.

Die Anforderung des *Geschäftsführers* an ein Managementsystem ist – wie erwähnt – in erster Linie eine Hilfe zur effizienten Umsetzung der strategischen Ziele. Diese Umsetzung muss in Abteilungen wie dem Vertrieb und dem Einkauf stattfinden, das Controlling kann dafür lediglich die richtigen Instrumente liefern. In einem ersten Schritt könnten dies Kennzahlen wie Deckungsbeiträge auf Kunden- und Produktebene sein, Umschlagshäufigkeiten, Wiederbeschaffungsdauer oder Logistikkosten. Die Zielgrößen der zur internen Steuerung verwendeten Kennzahlen leiten sich dabei nicht allein aus den Unternehmenszielen ab. Sie müssen zusätzlich mit Kennzahlen von ähnlich strukturierten Unternehmen vergleichbar sein.

Die Berücksichtigung von den Kapitalkosten und der Kapitalbasis, also wertorientierte Kennzahlen spielen bei Wenko derzeit keine Rolle. Der Geschäftsführer "halte wenig von den neudeutschen Kennzahlen, weil sie sehr häufig von der eigentlichen Zielsetzung ablenken. Die eigentliche Zielsetzung ist, dass Gewinn entsteht und dann eine Ausschüttung möglich ist." Diese Aussage zeigt, dass sich der Geschäftsführer vermutlich nicht detailliert mit wertorientierten Kennzahlen auseinandergesetzt hat, da gerade die Cashflows für den Eigentümer eine zentrale Steuerungsgröße wertorientierter Managementsysteme sind. Als Anforderung an ein Managementsystem kann man daraus ableiten, dass die verwendeten Kennzahlen auf operativer Ebene gut verständlich sein müssen und die richtige Balance zwischen einfacher Handhabung und wissenschaftlicher Korrektheit gefunden werden muss. Aufgrund der geringen Zahlenaffinität der meisten Mitarbeiter bei Wenko dominiert sicherlich die einfache Handhabung.

Das Controlling selbst hat ähnliche Anforderungen wie die Geschäftsführung. Hinzu kommen Anforderungen bezüglich der Qualität der Stammdaten, aus denen die Kennzahlen zu errechnen sind. Grundsätzlich können bereits heute eine Vielzahl von Kennzahlen aus dem SAP Modul CO-PA gewonnen werden. Hierfür werden gut gepflegte Stammdatensätze benötigt. In diesem Zusammenhang wurde kürzlich eine eigene Abteilung zur Pflege der Stammdaten gegründet. In einem nächsten Schritt soll das SAP Modul – teilweise mit Hilfe externer Unterstützung – so angepasst werden, dass im System eine Deckungsbeitragsrechnung auf Kunden- und Materialebene möglich ist. Momentan ist ähnlich wie bei den Unternehmenszielen und dem Wertmanagement das Problem vorgelagert: Der erfolgreiche Einsatz des grundsätzlich bereits vorhandenen Management- und Controllingsystems scheitert derzeit an der schlechten Qualität der Stammdaten, den geringen Interpretationsfähigkeiten der Fachabteilungen und der geringen Priorisierung durch die Gesamtgeschäftsführung.

### 5.3.5 Zusammenfassung

Wenko ist ein mittelständisches Handelsunternehmen, das in den letzten Jahren mit seiner derzeitigen Organisations- und Führungsstruktur an die Grenzen seines rasanten Wachstums gestossen ist. *Liquidität* und *Humankapital* sind für sein wissensbasiertes Geschäftsmodell von elementarer Bedeutung. Werden diese kritischen Ressourcen erfolgreich gemanagt, bestehen aus Sicht von Eigentümer und Management für die Zukunft erhebliche Wachstumspotenziale. Gelingt dies nicht, sind finanzielle Unabhängigkeit und der Fortbestand eines "funktionierenden" Unternehmens gerade in umsatzschwachen Zeiten immer wieder gefährdet.

*Strategisch-normativ* orientieren sich sowohl Eigentümer als auch Management des Unternehmens an den Unternehmenszielen des Eigentümers als allein entscheidungsberechtigter Anspruchsgruppe. Diese sind nicht schriftlich fixiert. Selbst implizit kann nicht von klaren Zielvorgaben gesprochen werden. Das Ziel ist momentan am ehesten als *Werterhalt* zu bezeichnen. Vom operativen Management wird darunter kurzfristig – zumindest zum Zeitpunkt der Fallstudie – das Anstreben einer "schwarze Null" verstanden und kann somit nicht einmal als Shareholder Value Konservation bezeichnet werden. Da mittelfristig die finanzielle Unabhängigkeit angestrebt wird, muss der Gewinn nachhaltig hoch genug sein, um das Wachstum weitestgehend intern finanzieren zu können. Insofern kann als mittel- bis langfristiges Ziel die Wertsatifizierung angegeben werden.

*Operativ-Instrumental* gibt es von Seiten des Eigentümers keine Vorgaben, da er sich ungern mit Zahlen beschäftigt und dies in der Vergangenheit aufgrund der hohen Profitabilität des Unternehmens nicht notwendig war. Auf Ebene der kaufmännischen Geschäftsführung und des Controllings wird derzeit geplant, buchhalterische Kennzahlen bei der Steuerung der Fachabteilungen einzusetzen. Die Geschäftsführung hält wenig von den "neudeutschen Kennzahlen" der verschiedenen Wertmanagementansätze, das Controlling ist diesen Instrumenten mittel- bis langfristig eher aufgeschlossen. Sie wären mit der derzeitig eingesetzten EDV durchaus abzubilden. Zunächst bedarf es jedoch der Lösung vorgelagerter Probleme, insbesondere der

- klaren Festlegung von strategischen Zielen und Erarbeitung eines Zielsystems zur Steuerung und Kontrolle der Fachabteilungen
- einheitlichen Festlegung von Prozessen, Verantwortlichkeiten und Schnittstellen

- Schulung von Mitarbeitern der Fachabteilungen bezüglich der Bedeutung und Verwendung von Informationen aus dem Controlling
- einheitlichen Definition von buchhalterischen Grössen, auf deren Basis Kennzahlen berechnet werden
- Beschaffung und Überprüfung der Stammdaten zur Errechnung der buchhalterischen Grössen

Wertorientiertes Management spielt weder auf strategischer noch auf operativer Ebene eine Rolle. Auf Ebene des Eigentümers wurde im Gegensatz zu den TTF bislang die Notwendigkeit einer kennzahlenbasierten Steuerung des Unternehmens nicht gesehen. Erst das jetzige Management hat diesen Mangel vor dem Hintergrund der wirtschaftlich angespannten Lage und der Abhängigkeit von externem Fremdkapital erkannt und erste Schritte in diese Richtung eingeleitet. Diese können insofern als wertorientiert im weiteren Sinne bezeichnet werden, als effizient nach den implizit vorhandenen Zielen und Werten gesteuert werden soll.

## **5.4 Fremdfinanziertes Wachstum: Q-Cells AG**

### **5.4.1 Allgemeine Informationen zum Unternehmen**

Q-Cells ist der grösste unabhängige Produzent von Hochleistungssolarzellen in Europa. Das Unternehmen wurde 1999 von drei Mitarbeitern eines Herstellers von Solarmodulen – einem heutigen Kunden von Q-Cells – gegründet. Im Jahr 2000 wurde das bislang rein technologisch ausgerichtete Gründerteam um ein weiteres Mitglied mit kommerziellem Hintergrund aus dem Energiebereich und der Unternehmensberatung erweitert. Die Gründung wurde durch Privatpersonen und einen Wagniskapitalgeber finanziert. Im selben Jahr wurden erste substanzielle Beteiligungen des Landes Sachsen-Anhalt und einer weiteren Wagniskapitalgesellschaft akquiriert. Mit diesen Finanzmitteln in Höhe von über 10 Millionen Euro wurde 2001 die erste Produktionslinie erbaut, mit der im ersten Jahr der Produktion Umsätze von etwa 900.000 Euro erwirtschaftet wurden. Bis Ende 2003 wurden mit Hilfe weiteren externen Kapitals die ursprünglichen Produktionskapazitäten vervierfacht, der Umsatz auf 48,8 Millionen Euro gesteigert und die Anzahl der Mitarbeiter von 39 auf 208 erhöht. Die Gewinnzone wurde bereits im März 2002 erreicht. Seitdem war eine für diesen Sektor weit überdurchschnittliche Profitabilität Voraussetzung für das rasante Wachstum, das zu einem erheblichen Teil immer noch innenfinanziert wird. Die aktuellen Planungen für 2004 und 2005 sehen eine Beschleunigung des bisherigen Wachstums vor: Die Produkti-

onkapazität soll sich versiebenfachen, der Umsatz auf über 300 Millionen Euro steigen. Dennoch liegt die Nachfrage für 2004/05 etwa bei der doppelten Menge des dann möglichen Angebots.

Q-Cells ist ein *reiner Produktionsbetrieb*. Das Unternehmen stellt ausschliesslich Solarzellen aus einem Vorprodukt, den sogenannten *Silizium-Wafern*, her und vermarktet diese an unabhängige Solarmodulhersteller. Q-Cells sieht sich als Technologieführer – sowohl in der Entwicklung und Fertigung der Zellen als auch in der Produktionstechnologie. Es werden Hochleistungszellen in verschiedenen Grössen entwickelt, wobei grössere Formate sukzessive die kleineren Formate ersetzen. Zusätzlich werden erstmals zwei leichte Abwandlungen der Standardtechnologie produziert, einerseits monokristalline Solarzellen (Markteinführung Anfang 2004), sowie multikristalline Rückkontaktzellen (*back contact cells*) für die Markteinführung Ende 2005. Des Weiteren wurde in eine Firma investiert, die eine neue Solarzellentechnologie entwickelt hat, deren Massenfertigung für 2005/06 vorgesehen ist. Die bislang angebotenen Produkte unterscheiden sich für die Kunden nur hinsichtlich Grösse und Qualität (Leistung), weshalb man durchaus von einem *Ein-Produkt-Unternehmen* sprechen kann.

Q-Cells ist im Besitz von Anlagevermögen im Wert von etwa 70 Millionen Euro bei einer Eigenkapitalquote von etwa 40%. Das *Sachkapital* repräsentiert einen wesentlichen Anteil des Unternehmenswerts dar. Es ist jedoch davon auszugehen, dass ein noch grösserer Teil des Unternehmenswerts auf die Bewertung des *Intellektuellen Kapitals*<sup>424</sup> zurückzuführen ist, da sich das Unternehmen in einer Phase explosiven Wachstums befindet. Das *Rating* der Banken ist derzeit "*Investment Grade*"<sup>425</sup>. Dies spricht für eine hervorragende Bonität, was für Unternehmen dieser Grössenordnung und diesen Alters generell sehr ungewöhnlich ist. Das Eigenkapital ist im Besitz des Managements (etwa 20%), privater Investoren aus der Gründungszeit (etwa 23%) und institutioneller Investoren (etwa 57%), zu denen acht Wagniskapitalgesellschaften und Banken gehören.<sup>426</sup> Bisher wurde die Expansion projektbezogen mit einer Mischung

---

<sup>424</sup> Verstanden als „die *Fähigkeit* einer Unternehmung mit Sachkapital *nachhaltige Gewinne* zu erzielen, wobei die Wertschöpfung auf den kompetenten und kreativen Menschen und seine Arbeit, seine intellektuelle und kreative Leistung zurückgeht“. Formal bemisst sich das intellektuelle Kapital als Differenz zwischen Unternehmenswert und Sachkapital. S. Spremann (2002, S. 182), vgl. auch Spremann (2001, S. 104 ff.).

<sup>425</sup> Entspricht Ratingeinstufungen bei Moody's von Aaa bis Baa, bei S&P von AAA bis BBB.

<sup>426</sup> Die letzte Beteiligungsrunde über 10 Millionen Euro wurde im Februar 2004 mit den APAX Investment Fonds abgeschlossen. Weitere Grossaktionäre sind Good Energies, Inc., und die Mithril GmbH, hinter denen sich jeweils vermögende Industrielle und deren Familien verbergen.

aus Fremd- und Wagniskapital finanziert. Ein Börsengang ist für 2005 geplant, um einerseits das weitere *Wachstum* und die Unternehmensentwicklung zu finanzieren und andererseits die *Finanzierungsbasis* zu verbreitern, indem man sich Zugang zu den Kapitalmärkten verschafft.

#### 5.4.2 Unternehmensziele

Auf Ebene des Vorstands und der zweiten Managementebene sind die Unternehmensziele in einer *Vision* klar formuliert worden. Das *Formalziel* wird folgendermassen beschrieben: "Wir sind ein wirtschaftliches Gebilde: wir sind leistungsgetrieben und streben danach, rasch und gewinnbringend zu wachsen. Wir haben eine grosse Verantwortung gegenüber unseren *Aktionären*, unseren Kunden, unseren Angestellten, unseren Geschäftspartnern."<sup>427</sup> Der CEO betonte, dass bei Interessenkonflikten die Verantwortung gegenüber den genannten Anspruchsgruppen in der aufgeführten Reihenfolge berücksichtigt wird. Die primäre Verantwortung besteht somit gegenüber den Aktionären, "ohne die es die Firma nicht geben würde", entsprechend liegt das übergeordnete Ziel in der *Maximierung des Aktienwerts*. Erst danach werden im Zielkonflikt die Interessen der Kunden, Mitarbeiter und Partner berücksichtigt. Diese Zielkonflikte traten bislang allerdings noch nicht zu Tage. Die Erreichung des primären Ziels wird nicht über mit dem Aktienwert korrelierte Kennzahlen – wie z.B. eine angestrebte Eigenkapitalrendite – instrumentalisiert und gesteuert. Die Eigenkapitalrendite seit der Gründung des Unternehmens und die geplante Wertentwicklung sind so hoch, dass dem Verzinsungsanspruch selbst der vermutlich anspruchsvollsten Aktionäre – der Wagniskapitalgesellschaften – bislang immer gerecht wurde.<sup>428</sup> Das Unternehmen wird nicht nach einem einzigen Formalziel, sondern einem Mehrjahresplan und einem operativen Jahresplan gesteuert. Diese Planungen werden auf Vorstandsebene entschieden und anschliessend dem Aufsichtsrat präsentiert. Der Verzinsungsanspruch der befragten Eigentümer-Unternehmer ist nicht so konkret wie derjenige der Wagniskapitalgeber. Ein wichtiges von den Eigentümern genanntes Ziel liegt momentan vor allem darin, aus den bislang relativ unfungiblen Anteilen z.B. im Rahmen eines IPO, *fungiblere* zu machen – unabhängig davon, ob sie dann tatsächlich verkauft werden sollen. Grundsätzlich entsteht der Eindruck, dass das Unternehmen auf formaler Ebene

---

<sup>427</sup> Vgl. [http://www.q-cells.de/3\\_de.php](http://www.q-cells.de/3_de.php), abgerufen am 08. Juli 2004.

<sup>428</sup> Die kalkulatorischen Eigenkapitalkosten wurden im Rahmen der letzten Bewertung durch die Wagniskapitalgesellschaften mit etwa 30% angegeben. Die bisherige Eigenkapitalrendite durch Steigerung des Aktienwerts lag um ein Vielfaches über den angesetzten Kapitalkosten.

so hervorragend läuft, dass sich die Eigentümer um das Erreichen von Wirtschaftszielen keinerlei Sorgen machen, es also keine kritischen Herausforderungen gibt, die explizit gemanagt werden müssen.

Die *Sachziele* von Q-Cells sind konkreter festgelegt. Die langfristige Vision wird wie folgt beschrieben:

1. "To become a major contributor to the commercial development and industrial application of photovoltaic technology in order to realise the economic, environmental and societal benefits, and to help create a better and sustainable energy base.
2. Specifically, to drive cost/performance improvements through PV [photovoltaic] cell technology to make this energy form more competitive and develop the widespread application of the technology."<sup>429</sup>

Die mittelfristige Strategie zum Erreichen dieser langfristigen Ziele ist in erster Linie *Wachstum*. Die ursprünglichen Ziele der Marktführerschaft zunächst in Deutschland, später in Europa wurden bereits erreicht. Inzwischen wird offiziell vom Erreichen der Gruppe der "weltweiten Top Drei" bezüglich der Produktionskapazität gesprochen, inoffiziell bereits über das nächste Ziel, die *Weltmarktführerschaft*. Ein weiteres, bereits angesprochenes Ziel ist die *Kostenführerschaft* durch die Realisierung von Skaleneffekten. In Deutschland ist dieses Ziel bereits erreicht: Q-Cells ist seit kurzem nicht nur Markt-, sondern auch Preisführer.<sup>430</sup>

Die Unternehmensziele haben für Q-Cells von Anfang an eine wichtige Rolle gespielt. Man hat sich auf bestimmte Produkte und Marktsegmente fokussiert und konkrete Ziele gesetzt. Fast alle Anfangsziele wurden bereits erreicht, in regelmässigen Abständen werden durch den Vorstand und das Managementteam neue, ambitioniertere Ziele gesetzt. Bisher liegt der Fokus auf den Sachzielen. Formalziele spielten insofern keine grosse Rolle, als das erfolgreiche Fortbestehen des Unternehmens bislang von keiner Anspruchsgruppe in Frage gestellt wurde.<sup>431</sup> Mit einer möglichen Öffnung des Unternehmens für die Kapitalmärkte im Rahmen eines Börsengangs würden diese Fragestellungen nach Aussage des CEO an Bedeutung gewinnen. Die Aktionäre werden im

---

<sup>429</sup> Die Formulierung der Vision stammt aus einem Email des CEO an einen Finanzanalysten im Juli 2004.

<sup>430</sup> Gemessen wird hierfür der Preis pro erbrachte Stromleistung einer Solarzelle.

<sup>431</sup> Bussiek (1994, S. 7ff.) ordnet Formalzielen wie Rentabilität, Produktivität, Wirtschaftlichkeit, etc. die Aufgabe zu, das Überleben von Unternehmens zu sichern. Offensichtlich machen sich derzeit weder Management noch Eigentümer Sorgen um das Überleben von Q-Cells.



Zweifelsfall eine nachvollziehbare Operationalisierung der in der Vision des Unternehmens festgehaltenen primären Orientierung an ihren (Rendite-)Zielen fordern. In diesem Zusammenhang wird die Bedeutung von Wertmanagement für Q-Cells vermutlich zunehmen.

### 5.4.3 Wertmanagement

Analog zu den beiden vorangegangenen Fallstudien wird wiederum zwischen der strategisch-normativen und der operativ-instrumentalen Ebene des Wertmanagements unterschieden, jeweils aus Eigentümer- und Managementsicht (vgl. *Tabelle 5-5*). Das "Management" umfasst hier den Vorstand und die zweite Managementebene. Auf *strategisch-normativer Ebene* sind sich Management und die verschiedenen Eigentümergruppen offensichtlich einig: Man orientiert sich primär an den *Interessen der Aktionäre*. Zusätzlich kam sowohl im Vorstand als auch bei einem der technisch orientierten Gründer eine recht deutliche Orientierung an der *Maximierung des Aktienwerts* zur Sprache. Letzterer sagte schliesslich unmissverständlich: "Die Steigerung der Aktie ist das Wichtigste." Von den Wagniskapitalgesellschaften – die in diesem Zusammenhang nicht explizit befragt wurden – kann man davon ausgehen, dass diese ebenfalls eine Wertmaximierung anstreben. Hierbei ist allerdings anzumerken, dass tendenziell eine kurzfristige Wertsteigerung bevorzugt wird, da diese Gesellschaften einen Investitionshorizont von wenigen Jahren haben und in der Regel schnellstmöglich nach einem IPO ihre Anteile verkaufen wollen. Insofern streben die Finanzinvestoren nach einer mittel- bis kurzfristigen Wertmaximierung. Die minimalen Renditeziele spiegeln sich in den vom Controlling angegebenen kalkulatorischen Eigenkapitalkosten von etwa 30% wider.<sup>432</sup> Aus Sicht der verschiedenen Aktionäre soll sich Q-Cells primär an einer Wertsteigerung des Unternehmens orientieren. Weitere 20 Mitarbeiter streben ebenso nach einer Unternehmenswertsteigerung, da sie durch ein Aktienoptionsprogramm von einem hohen Aktienwert profitieren.<sup>433</sup>

Das Aktienoptionsprogramm deutet bereits auf eine *erste Instrumentalisierung* des *Shareholder Value Ansatzes* hin, handelt es sich hierbei doch um ein zentrales Instrument zur wertorientierten Ausrichtung des Managements von Shareholder Value ori-

---

<sup>432</sup> Genaugenommen ergibt sich der Verzinsungsanspruch des Gesamtunternehmens auf Basis der WACC = Eigenkapitalrendite x Eigenkapitalquote + Fremdkapitalzinssatz x Fremdkapitalquote = 30% x 40% + 5% x 60% = 15%.

<sup>433</sup> Die Teilnehmer am Aktienoptionsprogramm erhalten allerdings nur dann Aktien, wenn die Firma auch tatsächlich an die Börse geht.

entierten Grossunternehmen. Die Operationalisierung von Wertmanagement drückt sich bei Q-Cells derzeit allerdings nicht in der Verwendung von speziell wertorientierten Kennzahlen aus. Das Unternehmen wird operativ nach EBIT bzw. EBITDA gesteuert. Die Kennzahl EVA<sup>©</sup> und das zu Grunde liegende Wertmanagementkonzept sind dem CEO namentlich und inhaltlich bekannt. Nach seiner Aussage, werden Kennzahlen, welche eine Wertsteigerung für die Aktionäre ausdrücken, nach dem Börsengang an Bedeutung gewinnen. Eine Umstellung auf ein wertorientiertes Kennzahlensystem ist derzeit konkret jedoch noch nicht geplant, vor allem aus Zeitmangel. Dies kann drei Gründe haben:

1. Die zusätzliche Berücksichtigung der Kapitalkosten und der Kapitalbasis bietet derzeit *keinen zusätzlichen Erkenntnisgewinn*: es wird kontinuierlich erheblicher Wert geschaffen, alle Investitionsprojekte liegen deutlich über den Kapitalkosten. Gleichzeitig wächst das Unternehmen rasant. Rentabilität und Wachstum sind als Werttreiber bekannt.
2. Die bereits vorhandenen Kennzahlen liefern *genug Transparenz* für die strategische Steuerung des Unternehmens (intern) sowie das externe Reporting an die Investoren. Auf operativer Ebene würden sich die Kennzahlen ohnehin nicht signifikant unterscheiden. Wirkungsgrad, Fehlerquoten und andere produktionstechnische Stellgrößen werden auch in einem wertorientierten Kennzahlensystem die zentralen Werttreiber bleiben.
3. Der jetzige Controller ist mit wertorientierten Kennzahlen noch *nicht vertraut*. Sicherlich auch deshalb, weil sie bislang von niemandem gefordert wurden.

Tabelle 5-5: Status Quo Wertmanagement bei Q-Cells

	<b>Eigentümer</b>	<b>Management</b>	<b>"Problem"*</b>	<b>"Lösung"*</b>
<b>Wer?</b>	Reine Orientierung an Eigentümerinteressen	Reine Orientierung an Eigentümerinteressen →	Keine	-
<b>Was?</b>	Maximierung Aktienwert (Börsengang)	Maximierung Aktienwert (Börsengang) →	keine	-
<b>Wie?</b>	Maximierung EBIT/EBITDA durch Wachstum und Produktinnovation	Maximierung EBIT/EBITDA durch Wachstum und Produktinnovation →	Keine explizite Berücksichtigung von Kapitalkosten und Investitionsbasis	Ggf. Einführung wertorientierter Kennzahlen im Rahmen Börsengang

\* Bislang findet eine derart rasante Wertsteigerung statt, dass die Einführung eines Wertmanagementansatzes im Hinblick auf eine effiziente Ressourcenallokation von untergeordneter Bedeutung ist.

Quelle: Eigene Darstellung

Aus Sicht der Eigentümer wird mit dem aktuellem Instrumentarium erheblicher Wert geschaffen. Eine Instrumentalisierung wertorientierter Kennzahlen ist daher derzeit nicht notwendig. Im Rahmen des Börsengangs werden diese Fragestellungen für die Aktionäre an Bedeutung gewinnen. Insbesondere wird dies dann der Fall sein, wenn die Wertsteigerungen in Zukunft nicht mehr so deutlich ausfallen und die Steuerung des Unternehmens an seine zunehmende Komplexität angepasst werden muss. Dann könnten konkrete Vorgaben für die geforderte Eigenkapital- oder Überschussrendite formuliert werden.

Vermutlich hätte eine Umstellung der *operativen* Ebene auf neue, wertorientierte Kennzahlen nur geringen Einfluss. Schon heute sind wesentliche Werttreiber identifiziert und dienen der operativen Steuerung des Unternehmens auf Vorstands- und Managementebene. Diese Kennzahlen sind insbesondere Qualitätskennzahlen wie der Wirkungsgrad, Fehlerquote, etc. Wie bereits angedeutet spielt die leistungsabhängige Bezahlung der Mitarbeiter eine zentrale Rolle bei Q-Cells. Neben dem Aktienoptionsprogramm für 20 Führungskräfte des Unternehmens gibt es ein Bonussystem, das jeden Mitarbeiter – "vom Vorstand bis zur Reinigungskraft" – monatlich am Unternehmenserfolg beteiligt. Für jede Arbeitskraft ist definiert, welche Komponenten entlohnt werden. Alle haben somit einen Anreiz, die festgelegten Ziele und Planzahlen zu errei-

chen oder zu übertreffen. Hinzu kommen freiwillige Jahresbonuszahlungen, deren Höhe anhand des Jahresergebnisses entschieden werden und die im Vorhinein nicht kommuniziert werden.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die *Aktienwertsteigerung* das vorrangige *strategische Ziel* von Eigentümern und Management ist. Dieses Ziel wurde in den vergangenen Jahren operativ extrem erfolgreich umgesetzt, teilweise mit Instrumenten, die als wertorientiert bezeichnet werden können. Die Wertorientierung drückt sich auf der Führungsebene jedoch *nicht* in *typischen Wertmanagementkennzahlen* aus. Insbesondere Überschussrenditen werden nicht explizit errechnet. Auf operativer Ebene sind vermutlich die wichtigsten Werttreiber identifiziert. Sie werden lediglich nicht als solche bezeichnet.

#### **5.4.4 Anforderungen an ein Managementsystem**

Das Unternehmenscontrolling wird primär von dem Leiter des Bereichs Services geführt. Dieser beschäftigt derzeit eine studentische Teilzeitkraft. Der Leiter des Bereichs Services hat mit seiner Anstellung auf die Einführung eines Controllingsystems gedrängt. Das System der Firma Sage KHK dient derzeit in erster Linie als Eingabemaske von Finanzbuchhaltungsdaten. Das *Data Warehouse* ist im Produkt PowerPlay der Firma Cognos angelegt, wo aus den Daten der Finanzbuchhaltung ein sogenannter Datenwürfel gebildet wird. Dieser kann in PowerPlay beliebig konfiguriert werden, sodass die Daten nach den gewünschten Dimensionen ausgewertet werden können. Diese meist selbst programmierten Auswertungen werden über *Standard-Software* Programme wie Microsoft Excel den einzelnen Abteilungen zugänglich gemacht. Wichtig ist, dass alle Nutzer dabei immer auf die ständig aktualisierten Primärdaten zugreifen. Die Auswertungen dienen dem internen und dem externen Reporting. Letzteres ist durch die hohe Anzahl von Finanzinvestoren sehr komplex geworden, da jeder institutionelle Investor seine eigenen Informationsanforderungen durchgesetzt hat. Daher ist eine automatische (Teil-)Auswertung von Daten dringend erforderlich. Das interne Reporting für die Fachabteilungen wird inhaltlich weitestgehend von den Adressaten selbst bestimmt. Diese definieren, welche Kennzahlen sie benötigen, die Controllingabteilung setzt dies technisch um.

Insofern scheint es, dass das Controlling in erster Linie *Transparenz* schafft. Die eigentliche Steuerung erfolgt einerseits anhand von operativen Kennzahlen durch die

Fachabteilungen selbst und andererseits über EBIT und EBITDA<sup>434</sup> auf Vorstandsebene. Das Management- und Controllingsystem ist somit nicht explizit wertorientiert. Die Kapitalkosten werden weder bei der operativen Steuerung noch bei Investitionsentscheidungen ausdrücklich berücksichtigt. Wie bereits angedeutet ist eine Umstellung der obersten Kennzahlen von buchhalterischen auf ökonomische (wertorientierte) Grössen mit dem bestehenden System möglich. Konkret geplant ist im Rahmen des Börsengangs allerdings nur eine Umstellung des Rechnungswesens auf IFRS und in diesem Zusammenhang die Berechnung der Kennzahl *earnings per share* (EPS). Andere Kennzahlen spielen *im Moment* keine Rolle. Im Rahmen des Börsengangs werden sie nach Ansicht des Controllers jedoch "auf jeden Fall" an Bedeutung gewinnen.

Das jetzige System wird nicht für die Durchführung von Investitionsrechnungen genutzt, da es im Unternehmen derzeit keine formelle Investitionsrechnung gibt. Auf diese wird verzichtet, da die Rückzahlungsperioden für die Investitionen in der Regel so kurz sind, dass von einer detaillierten Investitionsrechnung unter Kosten-Nutzen-Gesichtspunkten abgesehen wird. Die Auswirkungen der Durchführung von Investitionen auf den EBIT und EBITDA werden dafür im Rahmen der detaillierten Unternehmensplanung simuliert.

Die Ergebnisse aus dem Controlling werden regelmässig kommuniziert. Vorstand und zweite Managementebene treffen sich wöchentlich einen halben Tag zu Besprechungen, in deren Rahmen das Unternehmen operativ gesteuert wird. Einmal im Monat findet das interne Reporting statt. Hier werden alle relevanten Kennziffern – insbesondere Qualitätskennziffern – auf einem DIN A4 Blatt zusammengestellt und diskutiert. Diese Kennzahlen werden auch benutzt, um verschiedene Szenarien und deren Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg simulieren zu können. So werden strategische Entscheidungen vorbereitet, um eine möglichst *effektive Ressourcenallokation* zu erreichen.<sup>435</sup> Nachdem das wirtschaftlich Sinnvolle identifiziert wurde, geht es darum,

---

<sup>434</sup> Der EBITDA ist häufig eine gute Approximation für den betrieblichen Cashflow. Dies hängt vor allem davon ab, ob das Nettoumlaufvermögen in der betrachteten Periode verhältnismässig konstant bleibt. Gerade bei Wachstumsunternehmen ist diese Voraussetzung i.d.R. nicht gegeben; hier kommt es typischerweise zu sprunghaften Anstiegen des Nettoumlaufvermögens.

<sup>435</sup> Unterschiedliche Strategien bei Q-Cells können z.B. sein: höhere Anzahl Verkaufseinheiten, höherer Anteil an Zellen mit sehr hohem Wirkungsgrad, Produktion dünner Zellen oder Produktion grösserer Zellen. Momentan liegt die Priorität eindeutig in der Produktion grösserer Zellen.

die Machbarkeit zu überprüfen. Dabei spielen knappe Ressourcen wie die Vorprodukte, die sogenannten Silizium-Wafer, eine zentrale Rolle.<sup>436</sup>

Das Management- und Controllingssystem spielte bei Q-Cells von Anfang an eine zentrale Rolle, insbesondere vor dem Hintergrund des externen Reporting für die Investoren. Die interne Steuerung wäre nach Aussage des Controllers anfangs auch ohne spezielle Software möglich gewesen, da auf die relevanten Kennzahlen vergleichsweise leicht zugegriffen werden konnte. Mit dem starken Wachstum war eine manuelle Abbildung nicht mehr tragfähig. Dies gilt inzwischen auch für die Planungen, die derzeit noch Excel-basiert durchgeführt werden. Momentan implementiert das Controlling eine Planungssoftware. Aufgrund der hohen Priorität des Reporting und der Planung im Unternehmen genießt der Leiter des Controlling grosse Freiheit bei der Anschaffung von EDV-Systemen. Ein gut funktionierendes Steuerungssystem ist ihm "sehr viel wert", zumindest etwa 50.000 Euro. Dies ist der Betrag, welcher momentan für das System und dessen Betreuung bezahlt wird.<sup>437</sup>

Die zentralen *Anforderungen* an ein *Managementsystem* aus Sicht von Q-Cells lassen sich somit wie folgt zusammenfassen:

1. Die Stammdaten werden in guter Qualität erfasst und dienen allen Fachabteilungen als einzige Primärquelle.
2. Die Fachabteilungen können mit den Kennzahlen und Berichten arbeiten und gestalten deren Definition und Struktur teilweise aktiv mit.
3. Das System ist flexibel genug, andere Kennzahlen zu errechnen, entsprechende Berichte zu generieren und Simulationen durchzuführen.
4. Vor allem auf Vorstandsebene ist die Bereitschaft und Fähigkeit da, auch auf oberster Ebene wertorientierte Kennzahlen zu nutzen und die bestehenden operativen Kennzahlen und Werttreiber an diesen auszurichten.

---

<sup>436</sup> Die Kosten für Silizium-Wafer stellen derzeit etwa 50% des Umsatzes dar und sind somit kritische Ressource und signifikanter Werttreiber (Kostentreiber).

<sup>437</sup> Wie bereits erwähnt wurde, wird Q-Cells von den Banken durchgehend mit sehr guter Bonität („Investment Grade“) gerated, die Fremdkapitalkosten liegen nach Aussage des Controllers deutlich unter 5%. Nimmt man bei einem Verschuldungsgrad von über 60% und Anlagevermögen von über 70 Millionen Euro konservativ ausstehendes Fremdkapital von etwa 25 Millionen Euro an, lohnt sich ein 50.000 Euro teures Controlling- und Managementsystem schon dann, wenn dadurch die Fremdkapitalkosten um 0,2 Prozentpunkte gesenkt werden können – eine durchaus realistische Annahme. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass noch keine weiteren Vorteile eines solchen Systems quantifiziert wurden und in die Berechnung eingeflossen sind.

5. Allgemein genießt das Controlling sehr hohes Ansehen bei den Investoren und dem Vorstand, Entscheidungen können im Rahmen eines grosszügigen Budgets autonom getroffen werden.

Die *Voraussetzungen* für die Einführung eines wertorientierten Management- und Controllingsystems sind sicherlich gegeben. Auf *operativer* Ebene sind *wertorientierte Steuerungsinstrumente* bereits teilweise implementiert. Anpassungen wären vor allem auf strategischer Ebene notwendig. Die Umstände eines Börsengangs und die Anforderungen der globalen Kapitalmärkte an das Berichtswesen von Q-Cells werden vermutlich zu den notwendigen Anpassungen führen.

#### **5.4.5 Zusammenfassung**

Auch bei Q-Cells stellen die Interessen der Eigentümer, der Aktionäre, auf *strategisch-normativer Ebene* den alleinigen Orientierungsmassstab dar. Ganz im Sinne des klassischen Shareholder Value Ansatzes besteht das allgemein akzeptierte Ziel vorrangig in der *Maximierung des Aktienwerts*, wobei sich die Eigentümer hier teilweise eine grössere Fungibilität ihrer Anteile z.B. einen *Börsengang* wünschen.

Wertorientiertes Management wird auch hier auf strategischer Ebene vorgegeben, aber nicht *explizit* auf *operativ-instrumentaler Ebene* umgesetzt. Anders als bei den TTF liegt dies aber nicht an einem Interpretations- bzw. Umsetzungsproblem im Hinblick auf die Vorgabe des Eigentümers. Q-Cells befindet sich in einer derart erfolgreichen Wachstumsphase, dass fortwährend starke bis sprunghafte Steigerungen des Unternehmenswerts auch ohne dessen *explizites* Management stattfinden. Die hierfür notwendigen Ressourcen werden momentan dringend an anderer Stelle gebraucht. Dabei schliesst Q-Cells die Relevanz von Wertmanagement für das Unternehmen zu einem *späteren* Zeitpunkt, beispielsweise im Zuge eines Börsenganges und danach, nicht aus. Die *Voraussetzungen* für die Einführung eines wertorientiertes Management sind dann in jedem Fall gegeben.

Das folgende *Kapitel 6* wird auf Basis der in den Fallstudien gewonnenen Erkenntnisse und aus der bestehenden Theorie *Anforderungen an einen Managementansatz* in mittelständischen Unternehmen ableiten. Diese werden als Basis für den in *Kapitel 7* entwickelten integrierten Wertmanagementansatz für mittelständische Unternehmen dienen.

## 6 Anforderungen an einen Managementansatz für mittelständische Unternehmen

Bussiek (1994) nennt im Zusammenhang mit dem Einsatz von systematischen Managementansätzen im Mittelstand zwei zentrale Probleme:<sup>438</sup>

1. *Mangelndes Problembewusstsein*: "Wir haben kein Problem."
2. *Mangelndes Vertrauen in Problemlösungskompetenz*: "Das löst unser Problem auch nicht."

Zum Zeitpunkt der Durchführung der Fallstudien – zehn Jahre nach Bussieks Aussage – hat sich das Bild teilweise geändert. Zumindest fremdfinanzierte mittelständische Unternehmen haben aufgrund der intensiven Diskussionen um die Einführung von *Basel II* und dem damit verbundenen Zwang zum *Kredit-Rating* ein erhöhtes Problembewusstsein, wenn es um die Einführung von strategischen Führungs- und Planungsinstrumenten geht.<sup>439</sup> Sie werden jedoch typischerweise eher als notwendiges Übel zur Sicherung bestehender oder neuer Kreditlinien verstanden. Das *Vertrauen in die Problemlösungskompetenz* darüber hinaus ist häufig bislang *relativ gering*. Dieses Vertrauen kann nur gewonnen werden, indem der *Nutzen* für die Führungskräfte des Unternehmens deutlich gemacht wird. Dies gelingt im kostenbewussten Mittelstand am besten, indem man die Entscheider von der *Wirtschaftlichkeit* eines Ansatzes überzeugt. Die generische Analyse der Wirtschaftlichkeit dient in den folgenden Ausführungen als Ausgangspunkt für die Formulierung von *Anforderungen* an einen Managementansatz für mittelständische Unternehmen.

---

<sup>438</sup> Vgl. Bussiek (1994, S. 357f.).

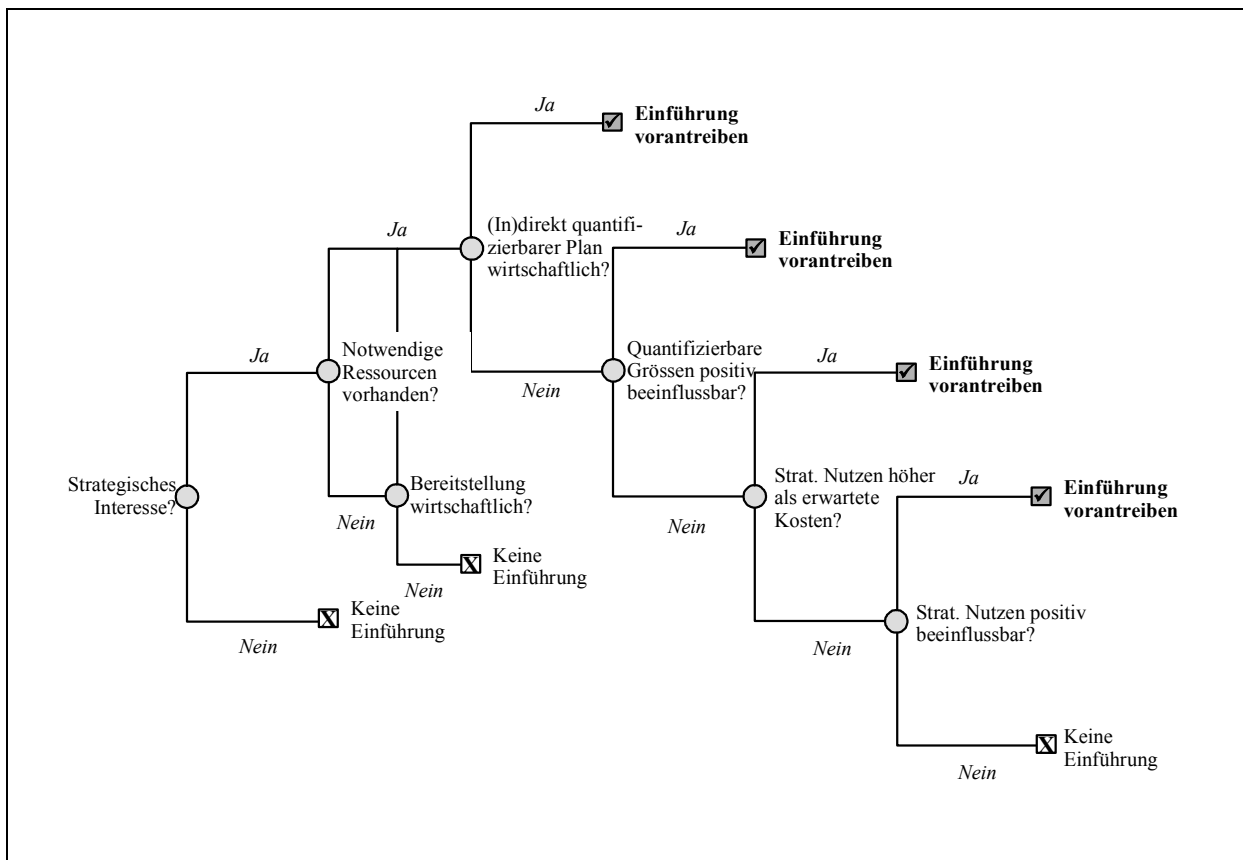
<sup>439</sup> Die offizielle Einführung von Basel II steht vermutlich erst für 2007 an. Die Banken haben die zu erwartenden Anforderungen allerdings zu einem grossen Teil bereits umgesetzt: Fast alle Kreditnehmer mit einem Kreditvolumen von über einer Million Euro werden inzwischen *gerated*. Auf Basis des Ratings wird die Bonität des Unternehmens ermittelt, die seine Fähigkeit bewertet, seinen künftigen Zins- und Tilgungsverpflichtungen nachzukommen. Im Rahmen des Ratings wird u.a. das Vorhandensein einer strategischen Planung, einer kontinuierlichen Liquiditäts-, Investitions- und Finanzplanung, sowie die korrekte Aufbereitung und Kommunikation von (Finanz-)Informationen untersucht. Die Kreditkonditionen gestalten sich in Abhängigkeit der Bonität des Unternehmens. Je besser die Bonität, desto geringer sind die Fremdkapitalzinsen. Es gibt zahlreiche theoretische und praxisnahe Veröffentlichungen zum Rating im Rahmen von Basel II. Einen aktuellen Kompromiss zwischen Theorie und Praxis bietet Brezski/Claussen/Korth (2004).



## 6.1 Wirtschaftlichkeitsrechnung als Bezugsrahmen

Aufgrund der im Mittelstand ausgeprägten Skepsis gegenüber der Problemlösungskompetenz von Managementansätzen wird die *Wirtschaftlichkeitsrechnung* wegen ihrer klaren Nachvollziehbarkeit als *Bezugsrahmen* für die Formulierung der Anforderungen an einen Managementansatz gewählt. *Abbildung 6-1* zeigt einen möglichen Entscheidungsbaum, der die Überlegungen eines Entscheiders im Zusammenhang mit der Einführung eines Managementansatzes wiedergibt.

*Abbildung 6-1: Entscheidungsbaum für die Einführung eines Managementansatzes*



Quelle: Eigene Darstellung

Am Anfang einer Entscheidung für die Verwendung eines systematischen Managementansatzes im Unternehmen steht das Interesse und die grundsätzliche Umsetzungsbereitschaft auf strategischer Ebene. Der *strategische Wille* ist nicht nur Voraussetzung, sondern elementarer Erfolgsfaktor für die Einführung und die konsequente Verfolgung eines Managementansatzes. Eigentümer und Geschäftsführer müssen sich bereit erklären, diese strategische Option eingehend zu prüfen und gerade bei der *Planung* besondere Sorgfalt walten zu lassen. Eine *detaillierte* Planung ist meist eine loh-

nende Investition, bei der man unabhängig von der Entscheidung für oder gegen den Einsatz des Managementansatzes viel über das eigene Unternehmen lernt.<sup>440</sup>

Im Rahmen der Planung muss zunächst geprüft werden – wie in *Abbildung 6.1* dargestellt – ob die notwendigen *Ressourcen* überhaupt *vorhanden* sind oder *wirtschaftlich bereitgestellt* werden können. In diesem Zusammenhang ist eine möglichst genaue Quantifizierung der Kosten erforderlich. In einem nächsten Schritt müssen der erwartete *direkt* oder *indirekt quantifizierbare Nutzen* gegenübergestellt werden, um die *Wirtschaftlichkeit* zu überprüfen. Gegebenenfalls werden Möglichkeiten zur *Beeinflussung* bisher quantifizierter Planzahlen evaluiert. Ist der Plan immer noch nicht wirtschaftlich, wird entschieden, ob der erwartete *strategische* (nicht quantifizierbare) *Nutzen* die Investition in einen Managementansatz dennoch rechtfertigt.

Für die Berechnung der Wirtschaftlichkeit kann z.B. die *Kapitalwertmethode* als dynamisches Verfahren der Investitionsrechnung verwendet werden.<sup>441</sup> Allerdings ist die Quantifizierung der in die Kalkulation einflussenden Variablen, insbesondere des Nutzens ein Problem.<sup>442</sup> Die *Kosten* werden durch den einmaligen *Einführungsauf-*

---

<sup>440</sup> Was bei einer unzureichenden Planung passieren kann, zeigt das Fallbeispiel Wenko (vgl. *Kapital 5.3*) exemplarisch im Zusammenhang mit der Einführung eines Warenwirtschaftssystems der Firma SAP. Die im Rahmen der Fallstudie skizzierten Probleme sind typisch für mittelständische Unternehmen: Nach sehr starkem Wachstum verfügte das Unternehmen noch nicht über formalisierte Unternehmensprozesse. Ohne die möglichen Implikationen für das Unternehmen genau zu überdenken, wurde EDV mit dem Ziel eingekauft, die Logistik und Beschaffung effizienter zu gestalten. Aufgrund der guten wirtschaftlichen Situation und positiver Aussichten entschied man sich für die teure Software des Marktführers – sozusagen „auf Zuwachs“. Ein neuer Geschäftsführer mit Implementierungserfahrung engagierte zusätzlich die für die Einführung notwendigen Berater. Es kommt jedoch anders als gedacht: Die Mitarbeiter sind überfordert, die Organisation kann sich an die Software nicht schnell genug anpassen. Am Ende stehen Millionenrechnungen, die eigentlichen Probleme sind nicht nur nicht gelöst, sondern neue, viel gravierendere sind hinzugekommen – ganz zu schweigen von zusätzlichem Nutzen. Fazit: Erst sorgfältig planen, wo möglich erwartete Kosten und Nutzen konservativ gegenüberstellen, die Organisation vorbereiten und dann entscheiden.

<sup>441</sup> Für die Wirtschaftlichkeitsberechnungen im Zusammenhang mit der Einführung eines Managementansatzes kommt nur ein dynamisches, mehrperiodisches Verfahren in Frage. Die Kapitalwertmethode ist daher gut mit der Verwendung von wertorientierten Kennzahlen zur Gesamtunternehmenssteuerung vereinbar. Ausserdem ist sie vergleichsweise einfach zu handhaben und daher in mittelständischen Unternehmen gut einsetzbar. Einen Überblick über die Investitionsrechnung und die Vorteile der Kapitalwertmethode liefert Spremann. Vgl. Spremann (1996, 363ff.).

<sup>442</sup> Der vorliegende Bezugsrahmen unterstellt die Vergleichbarkeit der Einführung eines Managementansatzes mit einer Sachinvestition, für welche dieses Verfahren der Investitionsrechnung ursprünglich entwickelt wurde. Dieses Vorgehen ist jedoch nicht unumstritten. Einige Autoren bewerten die Komplexität der Bewertung von Nutzen und Kosten informationsbasierter Managementansätze so hoch, dass sie quantitative Verfahren für deren Einführung grundsätzlich ablehnen. Vgl. Jaster (1997, S. 33).

wand sowie die *laufenden Mehrkosten* des Einsatzes des Managementansatzes bestimmt. Als *Diskontsatz* werden die *gewichteten Kapitalkosten* verwendet. Diese werden durch das Mass an *Unsicherheit* bezüglich des künftigen Nutzens und der künftigen Kosten beeinflusst. Da sie ebenso durch den Einsatz des Managementansatzes beeinflusst werden, sind sie *endogen* (vgl. *Abschnitt 6.3.2*). Auf besseren Informationen oder Entscheidungsgrundlagen basierende Nutzeneffekte sind teilweise *direkt quantifizierbar*, teilweise nur *indirekt* oder auch gar nicht quantifizierbar ("*strategisch*").<sup>443</sup> Formal kann die *hinreichende* Bedingung für die Einführung eines Managementansatzes (MA) in Anlehnung an die Investitionsrechnung nach der Kapitalwertmethode wie folgt formuliert werden:<sup>444</sup>

$$(Gleichung 6-1) \quad \sum_{t=0}^T \frac{\Delta u_{q,t} - \Delta c_t}{(1 + WACC_q)^t} + \sum_{t=0}^T \frac{\Delta u_{s,t}}{(1 + WACC_s)^t} - I_{t=0} \stackrel{!}{>} 0,$$

wobei

$\Delta u_{q,t} \geq 0$  = *Zusätzlicher monetär quantifizierbarer Nutzen durch Einsatz des MA in t,*

$\Delta u_{s,t} \geq 0$  = *Zusätzlicher strategischer Nutzen durch Einsatz des MA in t,*

$\Delta c_t$  = *Zusätzliche Kosten durch Einsatz des MA in t,*

$I_{t=0}$  = *Investitionskosten zur Einführung des MA,*

$WACC_q$  = *Kapitalkosten für quantifizierbaren Nutzen,*

$WACC_s$  = *Kapitalkosten für strategischen Nutzen,*

$t = 1, 2, \dots, T$  = *Zeitpunkte, zu denen Nutzen und Kosten im Unternehmen anfallen,*  
 $WACC_s \geq WACC_q.$

Gemäss *Ungleichung (6-1)* werden vom künftigen direkt oder indirekt *quantifizierbaren Nutzen* einer Periode die für dieselbe Periode erwarteten *Kosten* subtrahiert, und anschliessend mit den risikoabhängigen Kapitalkosten für den quantifizierbaren Nutzen der Periode auf den Einführungszeitpunkt ( $t = 0$ ) abdiskontiert und aufsummiert. *Theoretisch "addiert"* sich hierzu der mit grösserer Unsicherheit behaftete – weil we-

<sup>443</sup> Diese im Folgenden verwendete Nutzen-Systematik geht auf Haschke zurück. Vgl. Haschke (1994, S. 115).

<sup>444</sup> Notwendige Bedingungen sind – wie bereits angesprochen – das strategische Interesse und die Verfügbarkeit der benötigten Ressourcen.

der direkt oder indirekt detailliert quantifizierbar – zusätzliche *strategische* Nutzen, ebenfalls periodisch "abdiskontiert" und "aufsummiert".<sup>445</sup> Die Summe der abdiskontierten "Nutzenüberschüsse" pro Periode muss grösser sein als die Investitionen zu Beginn der Einführung des Managementansatzes.<sup>446</sup>

*Ungleichung (6-1)* kann umgeschrieben werden zu

$$(Gleichung 6-2) \quad \Delta U_{q;t=0} - \Delta C_{t=0} + \Delta U_{s;t=0} - I_{t=0} \stackrel{!}{>} 0 \quad \text{respektive zu}$$

$$(Gleichung 6-3) \quad \Delta U_{s;t=0} \stackrel{!}{>} I_{t=0} - \Delta U_{q;t=0} + \Delta C_{t=0},$$

wobei  $\Delta U_{s;t=0}$ ,  $\Delta U_{q;t=0}$  und  $\Delta C_{t=0}$  jeweils die Kapitalwerte des strategischen und des quantifizierbaren Nutzens sowie der Kosten zum Zeitpunkt der Einführung des Managementansatzes angeben.

*Ungleichung (6-3)* gibt die *kritische Grösse* für den Wert des *strategischen Nutzens* an. Ist die rechte Seite der Ungleichung kleiner Null, reicht der mit der Einführung des Managementansatzes verbundene quantifizierbare Nutzen bereits für einen positiven Bescheid im Hinblick auf seine Einführung aus. Andernfalls gibt der Term Aufschluss dahingehend, wie hoch der strategische Nutzen des Managementansatzes mindestens sein muss, dass eine Einführung wirtschaftlich ist.

Für die Einführung eines Managementansatzes mit seinem vergleichsweise schwer zu quantifizierenden Nutzen gilt mehr als für Sachinvestitionen, dass der Investor "seine Entscheidung rational und richtig getroffen [hat], sofern er seine Vorgehensweise bei der Informationsbeschaffung, bei der Beschreibung und der Bewertung der Konsequenzen Dritten gegenüber begründen und rechtfertigen [kann]. Das wird ihm gelin-

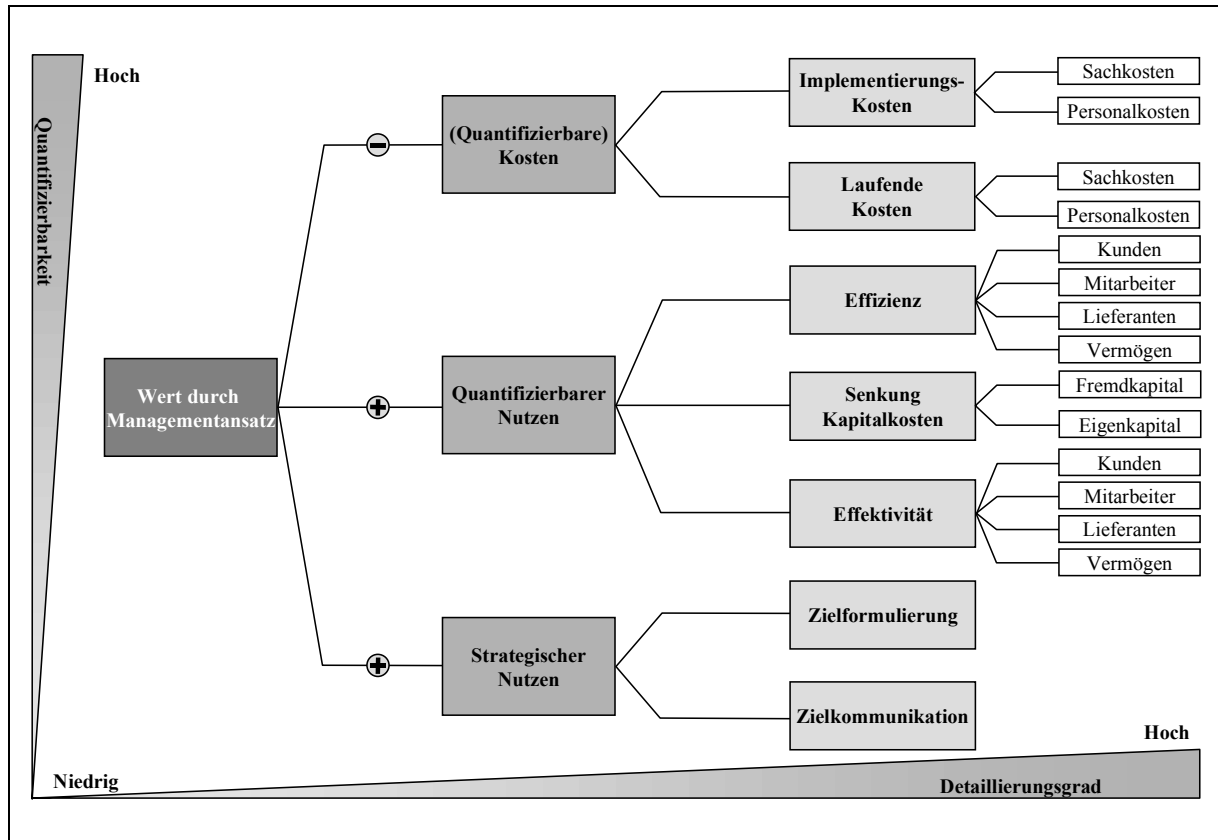
---

<sup>445</sup> Die Berechnung des strategischen Nutzen ist insofern theoretisch, da sich die hierzu notwendigen Rechenoperationen infolge der mangelnden Quantifizierbarkeit zunächst nicht durchführen lassen. Die Berechnung des strategischen Nutzen dient aber als Denkmodell im Hinblick auf die Fragestellung, wie viel strategischer Nutzen – monetär ausgedrückt – der Managementansatz in Zukunft periodisch in etwa erbringen sollte, um sich „zu rechnen“. Vgl. *Gleichung 6-3*.

<sup>446</sup> Die Unterschiede zur klassischen Kapitalwertmethode liegen in der Verwendung des *Diskontsatzes*. Abgezinst wird jeweils mit dem *gewichteten Kapitalkostensatz*, der sich im vorliegenden Modell im Zeitverlauf *ändern* kann, sich für quantifizierbare und nicht-quantifizierbare Nutzenarten *unterscheidet* und zusätzlich *endogen* ist. D.h. die Einführung des Managementansatzes hat einen Einfluss auf die Kapitalkosten des Unternehmens und damit den Kapitalwert des künftigen Nutzens und der Kosten. Vgl. hierzu *Abschnitt 6.3.2*.

gen, wenn er systematisch und methodisch vorgeht [...]."<sup>447</sup> Einen Überblick der Systematik zur Berechnung des (Kapital-)Werts der Investition in einen Managementansatz gibt *Abbildung 6-2*.

*Abbildung 6-2: Einflussfaktoren Wirtschaftlichkeitsrechnung*



Quelle: Eigene Darstellung

## 6.2 Kostenmanagement

Neben dem strategischen *Interesse* an einen Managementansatz ist die Verfügbarkeit der heute für die *Einführung* und künftig für den "*Betrieb*" des Managementansatzes benötigten Ressourcen eine weitere *notwendige Bedingung*. In den folgenden Ausführungen wird vereinfachend davon ausgegangen, dass alle Kosten ex ante weitgehend quantifizierbar sind.<sup>448</sup>

<sup>447</sup> Vgl. Spremann (1996, S. 372).

<sup>448</sup> Es gibt demnach hier kein kostenbezogenes Äquivalent zum strategischen Nutzen. Dies ist nicht selbstverständlich. Gerade im Zusammenhang mit Software-Projekten wird auf die Nicht-Quantifizierbarkeit gewisser Kosten eingegangen, z.B. die Abhängigkeit von einem IT-Anbieter, Software-Upgrade-Zyklen oder Systemstillstand. Vgl. Suhl (2004, S. 29). Diese Kosten müssen im vorliegenden Modell entweder quantifiziert oder ver-

Gerade mittelständische Unternehmen nennen als Hauptgrund für den Verzicht auf den Einsatz eines Managementansatzes die mangelnde *finanzielle* und *personelle Kapazität* für dessen Einführung und Betrieb.<sup>449</sup> Geringe Kosten sind also nicht nur eine hinreichende Bedingung im Rahmen der Wirtschaftlichkeitsbetrachtung, sondern bereits eine notwendige Bedingung für den Einsatz des Managementansatzes. Daher ist eine zentrale Anforderung an einen Managementansatz, dessen Kosten so gering wie möglich zu halten.

Die nachstehend vorgestellte Systematik soll helfen, die zu erwartenden Kostenblöcke zu bestimmen. Die folgenden beiden Absätze geben einen Überblick über mögliche Kosten der *Einführung* (Investitionskosten) und des *laufenden Betriebs* sowie über *Einflussmöglichkeiten* auf die einzelnen Kostenblöcke.

### 6.2.1 Implementierungskosten

Allgemein besteht beim Einsatz von Managementansätzen in allen Unternehmen ein Interessenkonflikt zwischen *einfacher Handhabung* und *wissenschaftlicher Perfektion*. Bei mittelständischen Unternehmen ist der Interessenkonflikt im Zweifelsfall immer zu Gunsten der einfachen Handhabung zu entscheiden. Die Mehrkosten wissenschaftlicher Perfektion gerade bei der Einführung – z.B. durch aufwendigere Schulungen, komplexere Software, grössere Umstellungen bestehender Systeme – stehen meistens nicht im Verhältnis zum zusätzlichen Mehrnutzen eines theoretisch richtigeren Ansatzes. Es muss stets überprüft werden, ob der Aufwand der Einführung neuer Kennzahlen durch den damit verbundenen Nutzen gerechtfertigt ist.<sup>450</sup>

Dabei sind die Einführungskosten vermutlich die am besten prognostizierbare Variable in der eingangs aufgestellten Investitionsrechnung. Bei den abzuschätzenden Kosten ist es wichtig darauf zu achten, dass nur die Kosten in die Kalkulation einfließen, welche tatsächlich *nach* der Investitionsentscheidung anfallen. Entscheidungsvorbereitende Kosten sind *sunk costs*, die unabhängig von der Entscheidung für oder gegen die

---

nachlässigt werden. Es wird vermutet, dass diese Kosten gerade im Vergleich zum strategischen Nutzen vergleichsweise gering ausfallen, sofern die Einführung gut geplant ist.

<sup>449</sup> Vgl. Bussiek (1994, S. 357).

<sup>450</sup> Beispielsweise müssen für eine Unternehmenssteuerung nach EVA oder CVA unterschiedliche Kennzahlen berechnet werden. Haspeslagh/Noda/Boulos weisen in ihrer empirischen Erhebung darauf hin, dass der Erfolg der Einführung eines wertorientierten Managementansatzes weniger von den verwendeten Kennzahlen als von der Implementierung abhängt. Vgl. Haspeslagh/Noda/Boulos (2001, S. 65ff.).

Einführung sind und somit nicht in die Bewertung einfließen dürfen. Die Kosten lassen sich grob in die Blöcke Personal- und Sachkosten unterteilen.

#### 6.2.1.1 Personalkosten

Zu den Personalkosten sind alle Kosten zu zählen, die Mitarbeiter des Unternehmens im Rahmen der Einführung des Managementansatzes betreffen. Die Personalkosten können in einem mehrstufigem Prozess ermittelt werden:

1. *Ermittlung der beteiligten Mitarbeiter:* Alle Mitarbeiter, die an der Einführung beteiligt sind, müssen erfasst werden.
2. *Ermittlung des zu investierenden Zeitaufwands pro beteiligtem Mitarbeiter:* Es muss abgeschätzt werden, wie viele Stunden jeder beteiligte Mitarbeiter in die Implementierung erwartungsgemäss investieren wird.<sup>451</sup> Wichtig ist gerade hier ein sinnvolles Gleichgewicht aus Genauigkeit und Aufwand der Erfassung zu finden.
3. *Ermittlung der Opportunitätskosten des Arbeitseinsatzes je Mitarbeiter:* Es müssen die Kosten quantifiziert werden, die durch Verschiebung oder Verhinderung der bestmöglichen Arbeitsalternativen bestehender Mitarbeiter anfallen. D.h. es muss überprüft werden, welchen Nutzen der Mitarbeiter ohne die Investition für das Unternehmen vermutlich geschaffen hätte (sein Lohn ist dafür nur eine mögliche Approximation).<sup>452</sup>
4. *Ermittlung der Kosten für neue Mitarbeiter:* Mitarbeiter, die im Rahmen der Einführung des Managementansatzes angestellt werden, müssen zu ihren jeweiligen Personalkosten in die Kalkulation einfließen. Zu berücksichtigen sind auch die Kosten der Mitarbeitersuche und -auswahl.

Für die Konzeption, Anpassung und Vorbereitung der Einführung des Managementansatzes sollte nur eine begrenzte Anzahl Mitarbeiter benötigt werden. Die *Opportunitätskosten* der für Kommunikations- und Schulungsmassnahmen eingesetzten Arbeitskräfte sind *möglichst gering* zu halten. Daher darf die Handhabung des Management-

---

<sup>451</sup> Es sollte jedoch nur die Zeit angerechnet werden, die auf die Investitionsentscheidung zurückzuführen ist. Arbeitszeit, die in Schulungen investiert wird, welche zwar für das Projekt notwendig sind, aber darüber hinaus positive Rückflüsse an das Unternehmen erwarten lassen (z.B. im Rahmen von Schulungen für die Anwendung von Standardsoftware), können nur anteilig zugerechnet werden.

<sup>452</sup> Die „Opportunitätskosten“ des Einsatzes von Mitarbeitern können geringer (z.B. Mitarbeiter, dessen Stelle gerade weggefallen ist) oder höher (z.B. Top-Vertriebsmitarbeiter) als ihr Arbeitslohn sein.

ansatzes nicht zu kompliziert sein. Die *einfache Anwendbarkeit* ist somit eine zentrale Anforderung.

### 6.2.1.2 Sachkosten

Zu den möglichen Komponenten mit der Einführung verbundener Sachkosten zählen:

1. *IT zur EDV-technischen Abbildung des Managementansatzes*: Die Einführungs- und Folgekosten des Einsatzes von Software können nur selten voneinander getrennt betrachtet werden.<sup>453</sup> Daher ist es sinnvoll, alle vergleichsweise sicher in der Zukunft anfallenden Kosten des laufenden Betriebs bereits in die Einführungskosten der Software zu integrieren. Eine denkbare Variante ist die Verwendung der *Total Cost of Ownership (TCO)*.<sup>454</sup> Grundsätzlich gibt es zwei Ansätze für die Verwendung von Unternehmenssoftware: Entweder das Unternehmen entwickelt eine eigene Software, die speziell auf die Anforderungen des Unternehmens abgestimmt ist oder es verwendet Standardsoftware von etablierten Anbietern, die entsprechend den Bedürfnissen des Unternehmens angepasst wird. *Abbildung 6-3* gibt hierzu einen Überblick. Dabei wird insbesondere mittelständischen Unternehmen unter Kosten-Nutzen-Gesichtspunkten der Rückgriff auf bereits vorhandene Standardsoftware empfohlen.<sup>455</sup>
2. *Integration in die bestehende IT-Infrastruktur*: Sind die TCO für die Neuananschaffung quantifiziert, müssen die Kosten der Integration in die bestehende IT-Infrastruktur ermittelt werden. Hierbei gilt es zu unterscheiden, welche Integrationskosten für den einwandfreien Betrieb des Systems notwendig sind und welche anderen IT-Investitionen aufgrund von "Synergieeffekten" gleich mitdurchgeführt werden sollen.<sup>456</sup>

---

<sup>453</sup> Softwareanbieter betreiben häufig eine Preispolitik, die eine Software im Einkauf (Anschaffungs- und Lizenzkosten) relativ günstig erscheinen lässt, deren Folgekosten in Form von Installations-, Anpassungs-, Beratungs-, Wartungs- oder Supportkosten jedoch schnell die Gesamtkosten stark ansteigen lassen.

<sup>454</sup> Einflussgrößen der TCO sind beispielsweise Software-Lizenzverträge mit Lizenzgebühren, eine Analyse der notwendigen IT-Investitionen für Office-Software (Erfahrungswert: 10-20% der gesamten IT-Investitionen), Gewährleistungsansprüche (PK-Wartungsverträge mit IT-Dienstleistern), Kosten des Support (intern oder extern).

<sup>455</sup> Vgl. Suhl (2004, S. 71). Dabei ist darauf zu achten, dass die Standardsoftware den Bedürfnissen des jeweiligen Unternehmens gerecht wird. Offensichtlich war Wenko mit SAP überfordert, während Q-Cells bereits auf Excel-Basis einen Grossteil der benötigten Funktionalität erfolgreich abbilden konnte.

<sup>456</sup> Tatsächlich kann dieser Schritt sinnvoll sein, allerdings ist darauf zu achten, dass die Reorganisation inhaltlich weitestgehend abgeschlossen ist, *bevor* man sich an die EDV-technische Abbildung der neuen Organisation



3. *Externe Beratungsleistung im Zusammenhang mit der Systemanpassung:* Nicht nur für die Neuentwicklung, sondern auch für die Anpassung von Standardsoftware benötigen die meisten mittelständischen Unternehmen externe Unterstützung von IT-Beratern. Mit dem sinnvollen Einsatz von Beratern ist es meist wie mit dem sinnvollen Einsatz von Software selbst: Es muss vorher genau spezifiziert werden, welche Ziele erreicht werden sollen und wie – d.h. vor allem mit welchem Budget – die Berater beabsichtigen, diese Ziele zu erreichen. Bei SAP-Kunden werden die Implementierungskosten durch externe Berater häufig auf etwa 200% der eigentlichen Lizenzkosten taxiert.
4. *Hardware-Kosten für neue IT-Infrastruktur:* Ein weiterer, im Regelfall gut quantifizierbarer Posten sind die Hardware-Kosten für die notwendige Infrastruktur. Diese lassen sich schnell aus den Anforderungen der Software ableiten und resultieren aus notwendigen Erweiterungen bestehender Hardware, z.B. erweiterte Speicherkapazitäten, zusätzliche Rechnerleistung, mobile Endgeräte oder neue Netzwerkinfrastruktur.
5. *Leistungen für externe Managementberatungen:* Die Einführung eines Managementansatzes muss mit einer Reorganisation von Teilen des Unternehmens und intensiven Schulungen einhergehen. In diesem Zusammenhang werden oftmals Unternehmensberatungen mit einem Fokus auf Strategie, Controlling, Organisation oder Personal beauftragt. Management-Berater können von der Zieldefinition über die Empfehlung von Kennzahlen bis zur Implementierung neuer Prozesse eingesetzt werden. Der notwendige Aufwand ist vor allem eine Funktion der Qualität der eigenen Mitarbeiter – insbesondere im Controlling und der strategischen Planung.

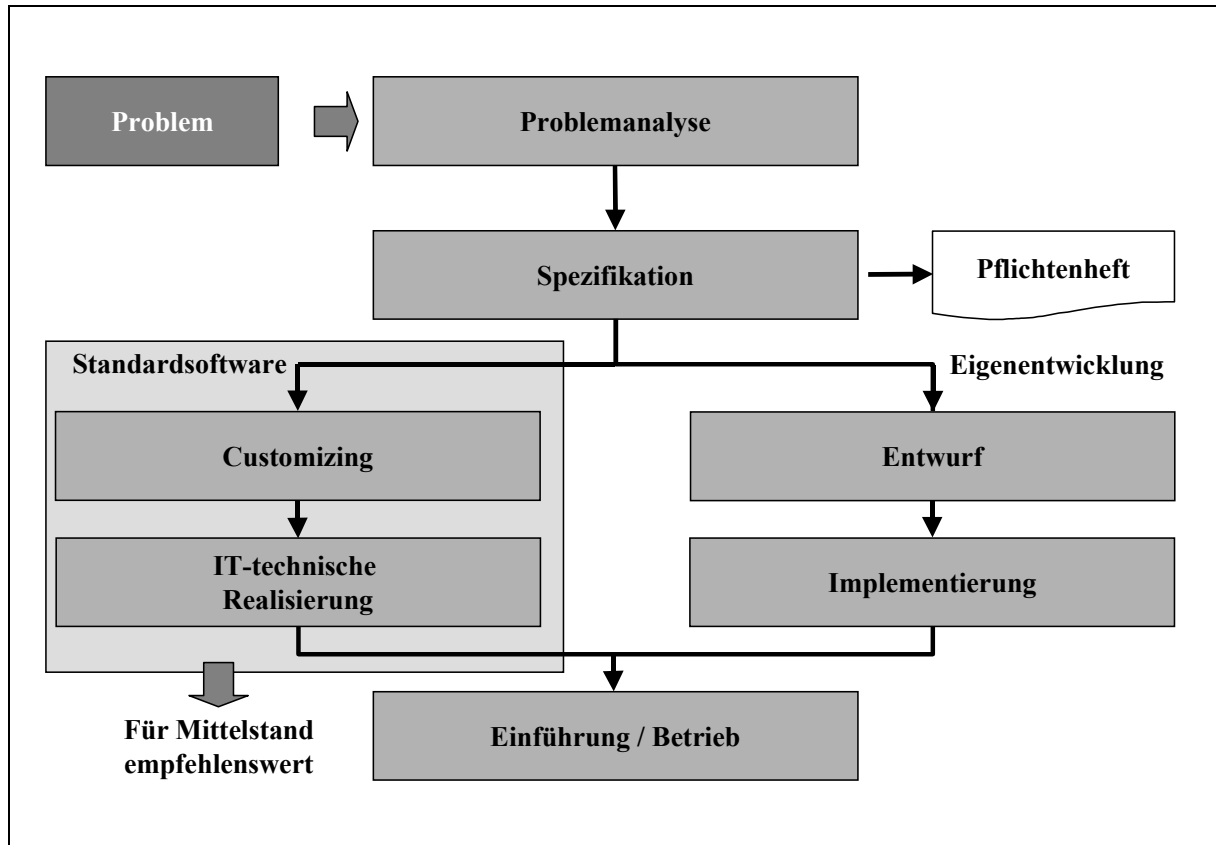
Im Fokus steht die Niedrighaltung der *TCO*. Im Zweifelsfall sollte der Managementansatz über *Standardsoftware* und die bestehenden *Buchhaltungs- und Rechnungssysteme* abzubilden sein. Eigene Systementwicklungen sollten weitestgehend vermieden werden. Dadurch kann in der Regel der kostenintensive Einsatz externer Berater möglichst vermieden werden. Die anfallenden Hardware-Kosten sollten vergleichsweise gering gehalten werden können. In vielen Fällen ist die Flankierung der Einführung eines Managementansatzes mit Prozessanpassungen und anderen *organi-*

---

und Prozesse macht. Was passiert, wenn man zuerst die Software einführt, musste Wenko in den vergangenen Jahren schmerzlich erfahren.

satorischen Massnahmen sinnvoll. Aus der Konzeption des Managementansatzes sollte klar werden, welche Massnahmen dies sein könnten. Ausserdem sollten sie so *einfach umzusetzen* sein, dass keine oder wenig externe Beratung für deren Implementierung benötigt wird.

Abbildung 6-3: Zwei Möglichkeiten für den Einsatz von Software



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Suhl (2004, S. 71).

## 6.2.2 Laufende Mehrkosten

Die Positionen für die laufenden Kosten stimmen im Wesentlichen mit denen für die Einführungskosten überein.

### 6.2.2.1 Personalkosten

1. *Ermittlung der beteiligten Mitarbeiter:* Der Grossteil der Mitarbeiter sollte langfristig von den Auswirkungen der Einführung des Managementansatzes profitieren und somit "beteiligt" sein. Sicherlich wird es in einer Übergangsphase Anpassungsprobleme geben, die zu zusätzlichem Aufwand führen werden, z.B. um die für den Managementansatz notwendigen Informationen zu generieren oder zu verarbeiten. Diese Kosten fallen nach der Einführung an, sollten aber nach kurzer Zeit verschwinden. Eine Aufstockung der "nicht-produktiven" Be-

reiche Controlling, Rechnungswesen und strategische Planung wird aufgrund deren für mittelständische Unternehmen typischerweise schwachen personellen Ausstattung vermutlich nicht zu vermeiden sein.<sup>457</sup>

2. *Ermittlung des zu investierenden Zeitaufwands pro beteiligtem Mitarbeiter:* Im Controlling ist – je nach Unternehmensgrösse und -komplexität – dauerhaft von der Schaffung mindestens einer kompletten zusätzlichen Stelle auszugehen. Ansonsten sollte der anfangs erhöhte Aufwand gegen die späteren Einsparungen aufgerechnet werden.
3. *Ermittlung der Opportunitätskosten des Arbeitseinsatzes je Mitarbeiter:* Hier sind die Opportunitätskosten der zusätzlichen Arbeit nach Einführung des Managementansatzes zu quantifizieren.<sup>458</sup>
4. *Ermittlung der Kosten für neue Mitarbeiter:* Kosten für Mitarbeiter, die ausschliesslich im Zusammenhang mit dem Managementansatz eingestellt werden (neben Mitarbeitern im Controlling vielleicht auch Mitarbeiter in der EDV, im Finanz- und Rechnungswesen, im Personalbereich, im strategischen Management, etc.), können direkt ermittelt werden, indem die Personalkosten und die personengebundenen Sachkosten addiert werden.

Auf die zu erwartenden Mehrkosten im laufenden Betrieb ist im Vorhinein besonders zu achten, da sie bei unvorsichtigem Management unvorhergesehen stark ansteigen können. Geringe laufende Kosten müssen insbesondere durch eine *minimale Bürokratisierung* von Abläufen und einen *sinnvollen Detaillierungsgrad* erreicht werden.<sup>459</sup> Des Weiteren muss der Managementansatz so konzipiert sein, dass die Betreuung keine Spezialisten oder teure Fachkräfte erfordert. Wie bereits angesprochen darf der Ansatz nicht zu sehr in wissenschaftliche Details gehen.

#### 6.2.2.2 Sachkosten

1. *IT zur EDV-technischen Abbildung des Managementansatzes / Integration in die bestehende IT-Infrastruktur:* Wie bereits ausgeführt, sollten die Einfüh-

---

<sup>457</sup> In allen untersuchten Fallunternehmen war der Controller gleichzeitig für die IT sowie das Finanz- und Rechnungswesen zuständig, teilweise auch für Personalfragen. Nur bei Q-Cells gab es zusätzlich einen studentischen Teilzeitmitarbeiter, der sich ausschliesslich mit Controllingthemen befasst hat.

<sup>458</sup> Im Zweifelsfall ist dieser Kostenblock zu vernachlässigen, da Erhebungsaufwand und Kostenhöhe nicht im richtigen Verhältnis stehen.

<sup>459</sup> Bussiek weist auf diese beiden Problemkreise im Zusammenhang mit der Einführung von Managementsystemen gesondert hin. Vgl. Bussiek (1994, S. 358).

rungskosten die gesamten TCO enthalten, da sich nur so unterschiedliche Softwarelösungen sinnvoll vergleichen lassen. Dennoch wird es Kosten geben, die noch nicht quantifiziert wurden und einer separaten Erfassung bedürfen.<sup>460</sup> Dies sind insbesondere Kosten, welche die Integration der neuen Software in bestehende Systeme betreffen, sowie Kosten für leichte Modifikationen des Systems zur Abbildung geänderter Zielsysteme, Werttreiber oder Indikatoren.

2. *Externe Beratungsleistung im Zusammenhang mit der System- / Prozessanpassung*: Aufgrund der geforderten Flexibilität kann es auch im laufenden Betrieb zu weiteren Aufwendungen für externe Beratungsleistungen für Prozess- und Systemanpassungen kommen.
3. *Soft- und Hardware-Kosten für neue IT-Infrastruktur*: Künftig neu einzurichtende Arbeitsplätze werden die neuen Hardware-Standards (siehe Einführungskosten) erfüllen müssen. Dadurch steigen die personengebundenen Sachkosten unter Umständen an. Natürlich sollten hier nur die Kosten berücksichtigt werden, die tatsächlich auf die Investition in den Managementansatz zurückzuführen sind.<sup>461</sup>

Eine der zentralen Anforderungen an einen Managementansatz für mittelständische Unternehmen ist, dass er sich *flexibel* an das sich ändernde Zielsystem der entscheidenden Anspruchsgruppen anpassen kann. Daher werden auch nach der Einführung von Zeit zu Zeit System- und Prozessanpassungen notwendig sein. Bei der Entwicklung des Ansatzes und der ihn abbildenden EDV ist daher darauf zu achten, dass diese *Anpassungen* keine grossen Kosten verursachen. Insbesondere Aufwendungen für externe Beratungsleistungen sollten vermieden werden, indem das System unternehmensintern oder im Rahmen eines Service-Vertrags administriert und leicht modifiziert werden kann.

### 6.3 Nutzensteigerung

Es gibt nur wenige *empirische Untersuchungen*, die den Nutzen der Einführung von Managementansätzen *ex post* belegen. Beispielsweise wurde ein positiver Zusammen-

---

<sup>460</sup> Bereits erfasst sein sollten: Installations-, Anpassungs-, Beratungs-, Wartungs- und Supportkosten.

<sup>461</sup> Nur weil die Einführung eines Soft- und Hardwareupgrades aufgrund der Einführung des Managementansatzes vorgezogen wurde, dürfen die daraus resultierenden höheren Kosten pro Arbeitsplatz nicht ewig fortgeführt werden. Zu berücksichtigen sind im Grunde genommen nur die Kosten, die mit dem Vorziehen des Upgrades einhergehen.

hang zwischen der Einführung der Balanced Scorecard und finanziellen Ergebnissen entdeckt.<sup>462</sup> Kayser/Wallau (2003) stellen fest, dass erfolgreiche mittelständische Unternehmen signifikant häufiger über eine schriftlich fixierte Unternehmensstrategie sowie eine permanente Liquiditätsplanung und eine systematische Investitions- und Finanzplanung verfügen.<sup>463</sup> Diese Erhebungen deuten klar auf eine *Korrelation* zwischen *Unternehmenserfolg* und strategischer und finanzwirtschaftlicher *Planung* hin.<sup>464</sup> Gleichzeitig erschwert die Berücksichtigung einer *Vielzahl von Anspruchsgruppen*<sup>465</sup> bei der Entscheidungsfindung eine zielgerichtete Unternehmensführung durch das Management. Wie bereits in *Kapitel 2.1.1* dargelegt, kann dieser Mangel an eindeutigen Zielvorgaben Manager zu *Moral Hazard* verleiten. Dieses Verhalten führt zu einer Minderung von Unternehmenserfolg und –wert. Zusammengefasst sehen Theorie und Empirie *ex post* einen Zusammenhang zwischen *Zieldefinition, Planung* der Zielerreichung und dem *Erfolg* eines Unternehmens.<sup>466</sup>

Der Nutzen eines Managementansatzes ist *ex ante nie vollständig quantifizierbar*. Dennoch sollte man versuchen, den erwarteten Nutzen – wo möglich – in Zahlen zu fassen. Dazu ist eine *Systematisierung* des Nutzens in die Kategorien direkt, indirekt und nicht quantifizierbar sinnvoll. Inhaltlich entsteht der Nutzen eines Managementan-

---

<sup>462</sup> Vgl. Davis/Albright (2001).

<sup>463</sup> In der Studie wurden mittelständische Unternehmen in fünf Erfolgskategorien eingeordnet. Anschliessend wurde analysiert, welches Verhalten der Unternehmen statistisch signifikante Auswirkungen auf die Einordnung in die Kategorie der „Spitzenunternehmen“ oder der „aufholenden Unternehmen“ hat. 70% der untersuchten „Spitzenunternehmen“ verfügten über eine schriftlich fixierte Strategie im Gegensatz zu 44% in der gesamten Stichprobe. Erfolg wurde in Abhängigkeit der Umsatz- und Mitarbeiterentwicklung sowie der Höhe der Umsatzrendite jeweils in den vergangenen drei Jahren definiert. Für die genaue Systematik vgl. Kayser/Wallau (2003, S. 166). Zu kritisieren an dieser Systematisierung ist v.a., dass Umsatz- und Mitarbeiterwachstum höher bewertet werden als Profitabilität. Ein Unternehmen, welches in dem Betrachtungszeitraum seine Umsatzrendite und seinen Gewinn signifikant gesteigert hat, indem es Mitarbeiteranzahl und Umsatz senkte (z.B. durch Verkauf unprofitabler Geschäftsbereiche), taucht in dieser Systematik als „leicht schrumpfendes“ Unternehmen auf – gemeinsam mit Unternehmen, die seit drei Jahren Verluste machen, deren Umsatz sinkt, die „aber“ keine Mitarbeiter abbauen. Die Systematik der Untersuchung lehnt sich an eine von Albach 1986 durchgeführte Studie an, in der unter anderem der Erfolg der Investitionspolitik von 463 mittelständischen Unternehmen auf Basis von Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen der vergangenen zehn bis 20 Jahre zurückgegriffen wurde. Vgl. Albach (1987, S. 636ff.).

<sup>464</sup> Allerdings hat nach dieser Studie die unterschiedliche Berücksichtigung von Anspruchsgruppen keinen signifikanten Einfluss auf den Unternehmenserfolg. Diese Aussage unterscheidet sich von neueren wissenschaftlichen Untersuchungen von börsennotierten Grossunternehmen.

<sup>465</sup> Ohne zu spezifizieren, wessen Ansprüche bei einer Interessenkollision bevorzugt berücksichtigt werden.

<sup>466</sup> Vgl. hierzu die Ausführungen in Kapitel 7.

satzes v.a. durch eine konsistente und flexible Abbildung messbarer Unternehmensziele, durch eine höhere Effektivität und eine effizientere Allokation kritischer Ressourcen bei der Zielerreichung.

Der *quantifizierbare* Nutzen eines Managementansatzes wird vor allem durch den *wirtschaftlicheren* Einsatz der im Unternehmen *relevanten Ressourcen* erzielt. Die höhere Wirtschaftlichkeit kann zwei Formen annehmen: Im Rahmen des *Minimalprinzips* können *Kosten gesenkt* werden, indem ein bestimmter Erfolg durch den geringstmöglichen Ressourceneinsatz erreicht wird (höhere Effizienz, kostensenkender Charakter, *direkt* quantifizierbar). Bei Verfolgung des *Maximalprinzips* wird mit einem bestimmten Ressourceneinsatz der grösstmögliche Erfolg angestrebt (höhere Effektivität, ertragssteigernder Charakter, *indirekt* quantifizierbar).<sup>467</sup>

Die Wirtschaftlichkeit des Managementansatzes wird entlang der für die Wertschöpfung des Unternehmens erfolgsrelevanten und damit "*kritischen*" *Ressourcen* diskutiert. *Tabelle 6-1* gibt einen Überblick über die kritischen Ressourcen in den untersuchten Fallunternehmen.

*Tabelle 6-1: Kritische Ressourcen in den untersuchten Fallunternehmen*

Kritische "Ressource" (Stand: Juni 2004)	Bedeutung für Unternehmen		
	TTF	Wenko	Q-Cells
Finanzkapital	++	+	++
Kunden	O	+	O
Mitarbeiter	O	O	++
Zulieferer	O	++	+

Legende: ++ = Sehr wichtig, + = Wichtig, o = Unwichtig  
Quelle: Eigene Darstellung

Bei den TTF ist die kritische Ressource eindeutig das eingesetzte (*Finanz*)*Kapital*. Der Eigentümer hat hier bestimmte Mindestrenditeansprüche. Werden diese nicht erfüllt, entzieht er dem Unternehmen durch den Verkauf von Waldflächen sukzessive Kapital, was eine Bedrohung des Unternehmensfortbestands darstellt. Bei *Q-Cells* stellt ebenfalls das *Finanzkapital* – neben seinem Humankapital – die für den Unternehmenserfolg ausschlaggebende Ressource dar. Das schnelle Wachstum erforderte mehrfach Investitionen in zweistelliger Millionenhöhe zum Auf- und Ausbau von Produktionskapazitäten. Das Wachstumstempo, die zur Finanzierung notwendige gute Bonität, die

<sup>467</sup> Vgl. auch *Abbildung 6.2*.

herausragende Marktposition sowie die überdurchschnittliche Profitabilität von Q-Cells sind dabei v.a. auf Know-how und Managementfähigkeiten, mit anderen Worten auf sein *Humankapital* zurückzuführen. *Humankapital*, in diesem Fall ausgedrückt durch das Gespür für Trends, Nachfrage und ein attraktives Produktsortiment, stellt auch bei *Wenko* die zentrale erfolgskritische Ressource dar.

### 6.3.1 Ressourceneffizienz

Der Nutzen durch geringeren Mitteleinsatz ist in der Regel am besten quantifizierbar. Den Nutzenpotenzialen durch effizienteren Ressourceneinsatz kommt daher im Rahmen der Wirtschaftlichkeitsüberlegungen und Anforderungen an den Managementansatz nach den Kosten die grösste Relevanz zu. Dabei wird der Nutzen durch die Senkung der Kapitalkosten – dem Preis für die kritische Ressource Finanzkapital – im anschließenden Absatz 6.3.2 separat beleuchtet, da den Kapitalkosten im Zusammenhang mit wertorientierten Managementansätzen eine besondere Bedeutung zukommt.

#### 6.3.1.1 Kunden

Der Managementansatz muss Hilfestellung leisten bei der Fragestellung, ob es möglich ist, den gegebenen Absatz mit geringerem Mitteleinsatz pro Kunde zu realisieren.<sup>468</sup> Besonders wichtig ist die Kundenperspektive für Unternehmen mit einer – für mittelständische Unternehmen typischen – starken Abhängigkeit von einer geringen Anzahl Kunden.<sup>469</sup> Das Management der Ressource Kunde wird in diesen Fällen zum Risikomanagement und elementar für den Fortbestand des Unternehmens.

#### 6.3.1.2 Mitarbeiter

Humankapital wird inzwischen – insbesondere bei mittelständischen Unternehmen – als einer der zentralen Erfolgsfaktoren vieler Unternehmen anerkannt.<sup>470</sup> Es kann ähnlich wie Finanzkapital als Ressource gesehen werden, die für den Unternehmenserfolg kritisch und knapp ist und daher explizit gemanagt werden muss. Entsprechend stellt

---

<sup>468</sup> Die Profitabilität pro Kunde zu erhöhen, wären insbesondere für *Wenko* und TTF denkbare Ansätze. Auch bei Q-Cells wäre eine Senkung der Vertriebskosten zu prüfen. Ein signifikanter *Kostentreiber* sind die Vertriebskosten momentan allerdings nur bei *Wenko*.

<sup>469</sup> Bei etwa 20% der mittelständischen Unternehmen macht der wichtigste Kunde alleine einen Umsatzanteil von über 30% des Gesamtumsatzes aus (bei 7,5% sind es sogar über 51% des Gesamtumsatzes). Die fünf wichtigsten Kunden machen bei 35,3% der mittelständischen Unternehmen einen Umsatzanteil von über 51% aus (bei etwa 63% sind es über 30% des Umsatzes). Vgl. Kayser/Wallau (2003, S. 121).

<sup>470</sup> Vgl. Kapitel 2.2.5 und 2.3.6.

das Management von Humankapital ein wesentliches Element in dem zu entwickelnden Managementansatz dar. Gerade im für den Mittelstand besonders wichtigen Dienstleistungssektor sind die Personalkosten der zentrale Kostenblock. Der effiziente Mitarbeitereinsatz hat hier eine besondere Bedeutung.

### 6.3.1.3 Zulieferer und deren Produkte

Die Kosten der Bereitstellung betriebsnotwendiger Vorprodukte können auf verschiedene Weise gesenkt werden. Durch eine Senkung der Preise für die Zulieferprodukte, durch eine Erhöhung der Liefer- und Preissicherheit (Reduktion Unsicherheitskosten), durch niedrigeren Verbrauch der nachgefragten Rohstoffe sowie durch einen geringeren (Personal)Aufwand bei der Eingangslogistik – jeweils bei gegebenem Nutzen des Ressourceneinsatzes.

Sicherlich kann es weitere unternehmensspezifische Engpassressourcen (z.B. Qualität der Organisation, Prozesse) oder kritische Erfolgsgrößen (z.B. Wert von Marken) geben, deren explizite Berücksichtigung und Steuerung im Rahmen eines Managementansatzes gewünscht sind.<sup>471</sup> Entsprechend muss der Managementansatz die Flexibilität haben, weitere zielrelevante Ressourcen zu berücksichtigen und in den Ansatz zu integrieren.

## 6.3.2 Senkung der Kapitalkosten

Einer der zentralen Unterschiede der in *Abschnitt 6.1* zur Quantifizierung des Nutzens eines Managementansatzes im Gegensatz zur klassischen Investitionsrechnung nach der Kapitalwertmethode ist die *Endogenität* des Diskontsatzes ( $WACC_q$  respektive  $WACC_s$ ). Der Managementansatz sollte nicht nur höhere Erträge und geringere Kosten im Rahmen der Unternehmensaktivitäten ermöglichen, sondern gleichzeitig die *Finanzierungskosten* senken. Dies bezieht sich sowohl auf die *Kosten der Fremdfinanzierung* (v.a. durch Banken) als auch auf die *Eigenkapitalkosten*. Im Hinblick auf letztere wird unterstellt, dass sie häufig durch die persönlichen Renditeerwartungen/-forderungen der Eigentümer bestimmt werden.<sup>472</sup>

---

<sup>471</sup> Siehe in diesem Zusammenhang die Ausführungen zum Intellektuellen Kapital. Vgl. *Kapitel 2.2.5*.

<sup>472</sup> Eine stärkere (Finanz-)Marktorientierung der Eigentümer wird vermutlich mittelfristig dazu führen, dass sich diese über ihre persönlich getriebenen Renditeerwartungen hinaus zumindest eine „zweite Meinung“ durch den Finanzmarkt und die dort verbreiteten Modelle zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten – z.B. dem CAPM – holen werden.



### 6.3.2.1 *Unsicherheit und Transparenz*

Die Kapitalkosten sind eine Funktion der *Unsicherheit* (des Risikos) zukünftig erwarteter Rückflüsse an die Kapitalgeber.<sup>473</sup> Die Unsicherheit wird unter anderem durch die Verfügbarkeit und Qualität von Informationen bestimmt. In anderen Worten: die *Transparenz* hinsichtlich der bisherigen, derzeitigen und zukünftig zu erwartenden Unternehmensentwicklung. Dabei haben Fremd- und Eigenkapitalgeber unterschiedliche Ansprüche. Grundsätzlich fordern erstere eine reibungslose Rückzahlung von *Zins* und *Tilgung*. Externe *Eigenkapitalgeber* verlangen i.d.R. eine *risikoadäquate Verzinsung* ihres eingesetzten Kapitals. Eigentümer-Unternehmer bilden ihre Verzinsungsansprüche dagegen sehr individuell.<sup>474</sup>

Sowohl die Rückzahlung von Zins und Tilgung als auch die Eigenkapitalverzinsung sind mit Unsicherheit behaftet, wobei das Risiko und damit der Verzinsungsanspruch des (im Falle eines Konkurses nachrangig behandelten) Eigenkapitals in der Regel höher ist. Die meist unterschiedlichen Interessen und die *asymmetrische Informationsverteilung* zwischen *externen* Investoren (Fremdkapital-, Eigenkapitalgeber) und dem Management eines Unternehmens erhöhen die Unsicherheit für die Investoren und damit deren Verzinsungsanspruch.<sup>475</sup> Ein Managementansatz soll helfen, diese sogenannten *agency costs* für die schlechter informierteren Investoren zu reduzieren, indem er für sie Transparenz schafft.<sup>476</sup> Weniger Unsicherheit seitens der Investoren führt demgemäss zu geringeren Verzinsungsansprüchen und niedrigeren Kapitalkosten.

### 6.3.2.2 *Zinsansprüche Fremdkapitalgeber*

In der Praxis wird die Zinshöhe für das eingesetzte *Fremdkapital* im Zuge von Basel II stärker *bonitätsabhängig*. Transparenz stellt hier ein Kriterium zur Bonitätsfeststellung im Rahmen eines *Rating* dar. Eine grössere Transparenz wird sich entsprechend in vie-

---

<sup>473</sup> Im Zusammenhang mit Fremdkapital beispielsweise in Form von Bankkrediten unterstützt diese Aussage die *Risikoabgeltungshypothese*, wonach Banken sich zum Ausgleich für die Übernahme von Risiken eine unternehmensindividuelle Risikoprämie im Zinssatz vergüten lassen. Während bislang eine Gültigkeit der Risikoabgeltungshypothese zugunsten der *Risikonormierungs-* oder *Risikovermeidungshypothese* eher verneint wurde, gewinnt die Risikoabgeltungshypothese im Zuge von Basel II an Relevanz. Zur Risikoabgeltungs-, Risikonormierungs- und Risikovermeidungshypothese vgl. Spremann (1996, 296ff.).

<sup>474</sup> Vgl. *Kapitel 7.2.3*.

<sup>475</sup> Auf die im Rahmen der Einführung von Ratings ohnehin an Bedeutung abnehmenden Sicherheiten zur Kompensation des Ausfallrisikos bei der Bereitstellung von Fremdkapital für die Banken soll an dieser Stelle nicht eingegangen werden.

<sup>476</sup> Vgl. *Kapitel 2.1.3*.

len Fällen in einer höheren Bonität ausdrücken, die zu einem geringeren Risikozuschlag bei der Berechnung der Fremdkapitalzinsen führt.

### 6.3.2.3 Renditeforderungen Eigenkapitalgeber

Für *Eigenkapitalgeber* reduziert Transparenz ebenfalls die Unsicherheit künftiger Zahlungen des Unternehmens. Wie bereits ausgeführt, handelt es sich zwar in erster Linie um *idiosynkratische* Risiken.<sup>477</sup> Im Gegensatz zu börsennotierten Grossunternehmen spielt das unternehmensspezifische Risiko bei mittelständischen Unternehmen im Zusammenhang mit der Bestimmung der Kapitalkosten aber durchaus eine Rolle, weshalb dessen Senkung zu einer reduzierten Renditeerwartung bzw. zu geringeren Eigenkapitalkosten führt. Dabei ist davon auszugehen, dass auch Eigentümer-Unternehmer durch einen Managementansatz mehr Transparenz (bei weniger "Bauchgefühl") über das von ihnen selbst geführte Geschäft erhalten und sich daher je nach Risikopräferenz ihre Renditeerwartung ändert.<sup>478</sup> Bei Risikoaversion ist grundsätzlich davon auszugehen, dass *unterdiversifizierte* Eigentümer-Unternehmer bei symmetrischer Informationsverteilung eine höhere Renditeerwartung auf das eingesetzte Eigenkapital haben als besser (perfekt) diversifizierte Finanzinvestoren, da erstere eine Kompensation für das idiosynkratische Risiko fordern und nur solche Entscheidungen und Strategien unterstützen werden, die sie neben dem (nicht diversifizierbaren) Marktrisiko auch für das idiosynkratische Risiko kompensieren.<sup>479</sup>

### 6.3.2.4 Anforderungen an Managementansatz

Ein Managementansatz kann somit nicht nur *externen* Investoren helfen, sondern auch den *Unternehmern*, durch mehr Transparenz geringere Kapitalkosten für Investitionen und strategische Entscheidungen anzusetzen. Hierzu müssen vor allem folgende Voraussetzungen erfüllt werden:

---

<sup>477</sup> Vgl. Kapitel 3.2.3.

<sup>478</sup> Die klassische Theorie nimmt an, dass alle Investoren risikoavers sind. Die tatsächlichen Risikopräferenzen von Eigentümer-Unternehmern sind bislang jedoch kaum erforscht. Ansätze aus der *prospect theory* und dem Gebiet der *behavioural finance* deuten jedoch eher darauf hin, dass die Risikopräferenz von sogenannten *Referenzpunkten* abhängt. Im Bereich von Verlusten sind Investoren eher risikofreudig, im Bereich von Gewinnen eher risikoavers. Vgl. Kahneman/Tversky (1979).

<sup>479</sup> Diese Hypothese wurde empirisch untersucht: Es besteht ein signifikant positiver Zusammenhang zwischen Unterdiversifikation der Eigentümer und der Profitabilität ihrer Unternehmen. Dies ist einerseits darauf zurückzuführen, dass Eigentümer sich besser Projekte mit einer erwarteten Rendite aussuchen können, welche die Kosten der Unterdiversifikation kompensieren. Andererseits kann die Ursache auch darin liegen, dass sie aufgrund

- Erfassung aller *relevanten Stammdaten* in guter Qualität
- *Einheitliche Definitionen* von Finanzgrössen und Kennzahlen
- *Qualifikation des Führungspersonals* und einer ausreichenden Anzahl an Mitarbeitern für die Erhebung, Interpretation und Kommunikation der Kennzahlen

#### 6.3.2.5 Quantifizierung des Nutzens

Der *negative Zusammenhang* zwischen *Transparenz* und den *Eigenkapitalkosten* ist im Zusammenhang mit der Veröffentlichung von Unternehmensinformationen börsennotierter Grossunternehmen empirisch untermauert.<sup>480</sup> In der bestehenden Theorie gibt es allerdings noch keine praxistauglichen Ansätze zur direkten *Quantifizierung des Nutzens von Transparenz*, insbesondere bei mittelständischen Unternehmen. Diejenigen mit einer kontinuierlichen strategischen Finanz- und Investitionsplanung sind in der Regel erfolgreicher als Unternehmen ohne diese Transparenz schaffenden Instrumente.<sup>481</sup> Es ist davon auszugehen, dass dies vor allem auf bessere *Entscheidungsgrundlagen* bei Investitionen und Strategien zurückzuführen ist.<sup>482</sup>

---

ihrer Rolle als Unternehmensleiter *und* Eigentümer, härter arbeiten, um den Erfolg sicherzustellen (insbesondere durch Unterdiversifikation einen deutlichen Anreiz dazu haben). Vgl. Müller (2004, S. 27ff.).

<sup>480</sup> Z.B. durch die Studie von Standard & Poors: „The amount of information companies provide in their annual reports is correlated to market risk and valuations. Companies with higher T&D [transparency and disclosure] rankings [...] have lower market risk [...] and tend to have higher price-to-book ratios [...]. Our preliminary empirical findings indicate that companies can lower their cost of equity capital by providing higher transparency and disclosure.“ Vgl. Patel/Dallas (2002, S. 4). Leider gibt diese Studie jedoch keine Auskunft darüber, *wie stark* die Eigenkapitalkosten durch mehr Transparenz gesenkt werden können. Ausserdem ist anzumerken, dass die Kausalität nicht geklärt ist: Sind Unternehmen erfolgreich, weil sie Transparenz gegenüber der (anlageinteressierten) Öffentlichkeit schaffen oder schaffen sie Transparenz, weil sie erfolgreich sind? Gute Nachrichten werden in der Regel eher (transparenter) kommuniziert als schlechte. Vgl. hierzu auch Lenkmeyer (2001).

Eine Studie des schweizerischen Marktes quantifiziert auf hoch-signifikantem Niveau den Eigenkapitalkostenvorteil durch hohe Qualität von Unternehmenspublizität mit 1,8% bis 2,4%. Die Ergebnisse haben auch Bestand, nachdem andere mögliche Einflussgrössen wie Risikocharakteristika, Unternehmensgrösse und Korrekturen für Verzerrungen durch Selbstselektion ausgeblendet wurden. Bei letzterem handelt es sich um eines der Hauptbedenken im Zusammenhang mit der untersuchten Hypothese. Vgl. Hail (2002, S. 741ff.).

Zu einem anderen Ergebnis kommt Cohen: “However, after accounting for the endogeneity associated with the reporting quality choice, I find no significant evidence that firms choosing to provide financial information of higher quality enjoy a lower cost of equity capital.“ Vgl. Cohen (2003, S. 1).

<sup>481</sup> Vgl. Kayser/Wallau (2003, S. 166).

<sup>482</sup> Der deutsche Gesetzgeber geht mit der Verabschiedung des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz von Unternehmen (KonTraG) von einem negativen Zusammenhang zwischen *Unternehmenstransparenz* und *Konkurswahrscheinlichkeit* aus.

Bei mittelständischen Unternehmen kann die Quantifizierung der Einsparungen bei den *Fremdkapitalkosten* am ehesten im Dialog mit den Banken oder externen Rating-Agenturen ermittelt werden, da diese am besten beurteilen können, wie sich die erhöhte Transparenz auf die Bonität des Unternehmens auswirkt. Bezüglich der *Eigenkapitalgeber* sollten letztlich die Investoren – intern und extern – direkt befragt werden, was ihnen zusätzliche Transparenz wert ist, bzw. ob die damit verbundene reduzierte Unsicherheit zu geringeren Renditeanforderungen führt. Zu überlegen ist insbesondere, ob die geringeren Kapitalkosten die zusätzlichen Kosten der Herstellung von Transparenz rechtfertigen.<sup>483</sup>

### 6.3.3 Effektivität bei der Zielerreichung

Ein Managementansatz soll zusätzlich zum sparsameren Ressourceneinsatz dazu beitragen, die bestehenden Ressourcen *effektiver*<sup>484</sup> einzusetzen, z.B. mit ihrer Hilfe mehr Umsatz respektive Gewinn (bei gleich bleibendem Mitteleinsatz, bzw. Kosten) zu generieren. Entlang der bereits besprochenen Ressourcen kann dies eine grössere Anzahl profitablerer Kunden<sup>485</sup>, höhere Mitarbeiterproduktivität<sup>486</sup> (Humankapital), ein höhe-

---

<sup>483</sup> Nicht beachtet wurden in diesen Ausführungen Unternehmen, die etwas zu verbergen haben, d.h. ein Interesse haben, ihre Investoren uninformatiert zu lassen. Für diese hat Transparenz häufig Nachteile. Auf ein weiteres Problem mit externen Investoren weist Cohen hin: Transparenz in Form der Bereitstellung proprietärer Informationen reduziert zwar Unsicherheit und daher u.U. die Kapitalkosten, kann aber gleichzeitig zu Wettbewerbsnachteilen des Unternehmens führen. Diese Überlegung ist nicht nur für öffentlich notierte Unternehmen berechtigt. Gerade innovative mittelständische Unternehmen, die in besonderem Masse von proprietären Informationen abhängen, weigern sich teilweise, sensitive Informationen an Banken oder Beteiligungsgesellschaften weiterzugeben. Als Grund wird die Vermutung geäußert, dass externe Investoren diese Informationen gerade in Krisensituationen nicht vertraulich genug behandeln könnten. Vgl. Cohen (2003, S. 3).

<sup>484</sup> Unter der Effektivität wird die Wirksamkeit des Managementansatzes hinsichtlich der Erreichung der definierten Ziele – v.a. Wachstums- und Rentabilitätsziele, die sich positiv auf den Unternehmenswert auswirken – verstanden.

<sup>485</sup> Gerade bei mittelständischen Unternehmen sind die Kunden nach den Eigentümern die wichtigste Anspruchsgruppe, die bei strategischen Entscheidungen berücksichtigt wird. Fast 80% der mittelständischen Unternehmen messen der Berücksichtigung ihrer Kunden bei strategischen Entscheidungen sehr grosse bis grosse Bedeutung bei. Nur den Interessen der Eigentümer kommt mit etwa 87% eine höhere Rolle zu Teil. Die Berücksichtigung der Mitarbeiter, Wettbewerber und anderer Anspruchsgruppen hat nur für etwa 60% oder weniger der Unternehmen eine grosse bis sehr grosse Bedeutung. Vgl. Kayser/Wallau (2003, S. 89f.). Es gibt jedoch auch Unternehmen, bei denen die Kunden keine „kritische Ressource“ sind. Dies kann z.B. an einem *Verkäufermarkt* liegen, in dem die Nachfrage schneller steigt als das Angebot (Fallbeispiel Q-Cells). Auch auf Märkten mit homogenen Produkten und einheitlichen Marktpreisen, zu denen eine relativ konstante Nachfrage besteht, die durch den einzelnen Marktteilnehmer nicht beeinflusst werden kann, spielen Kunden bei strategischen Entscheidungen eine untergeordnete Rolle (Fallbeispiel TTF). Bei Wenko werden die Kunden zwar nicht als kritische Ressource gesehen, da sich das Unternehmen in einer Marktnische mit einer wachsenden Anzahl loyaler Kunden

res Output pro Zulieferer(-Produkt)<sup>487</sup> oder pro derzeit eingesetzter Betriebskapazitäten sein.<sup>488</sup> Zur Gewährleistung der Effektivität bei der Zielerreichung ergeben sich an den Managementansatz dabei die nachstehenden Anforderungen:

*Identifikation der wichtigsten Einflussfaktoren auf die Ziele:* Für höhere Effektivität müssen die wichtigsten Einflussfaktoren auf die formulierten Unternehmensziele identifiziert werden. Sie sind derart in ein Zielsystem zu integrieren, dass das Management diese Faktoren beeinflussen kann, sich deren Beeinflussung nachweislich positiv auf die Ziele auswirkt und eine Verfolgung der Entwicklung in kurzen Abständen möglich ist.<sup>489</sup> Die Einflussfaktoren sind meist operative Treiber (quantitativ: Kennzahlen), die durch qualitative Steuerungsgrößen (Indikatoren) ergänzt werden.<sup>490</sup> Der Managementansatz muss helfen, die wirkungsvollsten der beeinflussbaren Treiber und Indikatoren zu identifizieren, um dem Management die Entwicklung von Strategien zu deren Steigerung zu ermöglichen. *Abbildung 6-4* zeigt eine entsprechende Systematisierung von Treibern und Indikatoren.

---

bewegt. Allerdings tendiert der Vertrieb dazu, sich auf Kosten zu hoher Lagerbestände zu stark an den Wünschen der Kunden zu orientieren. Kennzahlen zur Steuerung des Vertriebs nach Deckungsbeiträgen auf Kundenebene sind in diesem Zusammenhang als erster Schritt in Richtung einer verstärkten Kundenorientierung zu nennen.

<sup>486</sup> Höhere Mitarbeitermotivation erfolgt in der Regel durch die Übertragung von stärkerer Verantwortung und Autonomie an die Mitarbeiter. Ein elementarer Bestandteil der zusätzlichen Motivation und Verantwortlichkeit ist die *erfolgsabhängige Vergütung*. Zu den positiven Auswirkungen der erfolgsabhängigen Vergütung im Rahmen der Einführung eines Managementansatzes gibt es zahlreiche Studien. Vgl. z.B. Haspeslagh/Noda/Boulos (2001, S. 69ff.). Die Vorteile der erfolgsabhängigen Vergütung in mittelständischen Unternehmen ist zwar theoretisch fundiert, aber kaum empirisch überprüft. Vgl. Pankoke (2002, S. 231ff.).

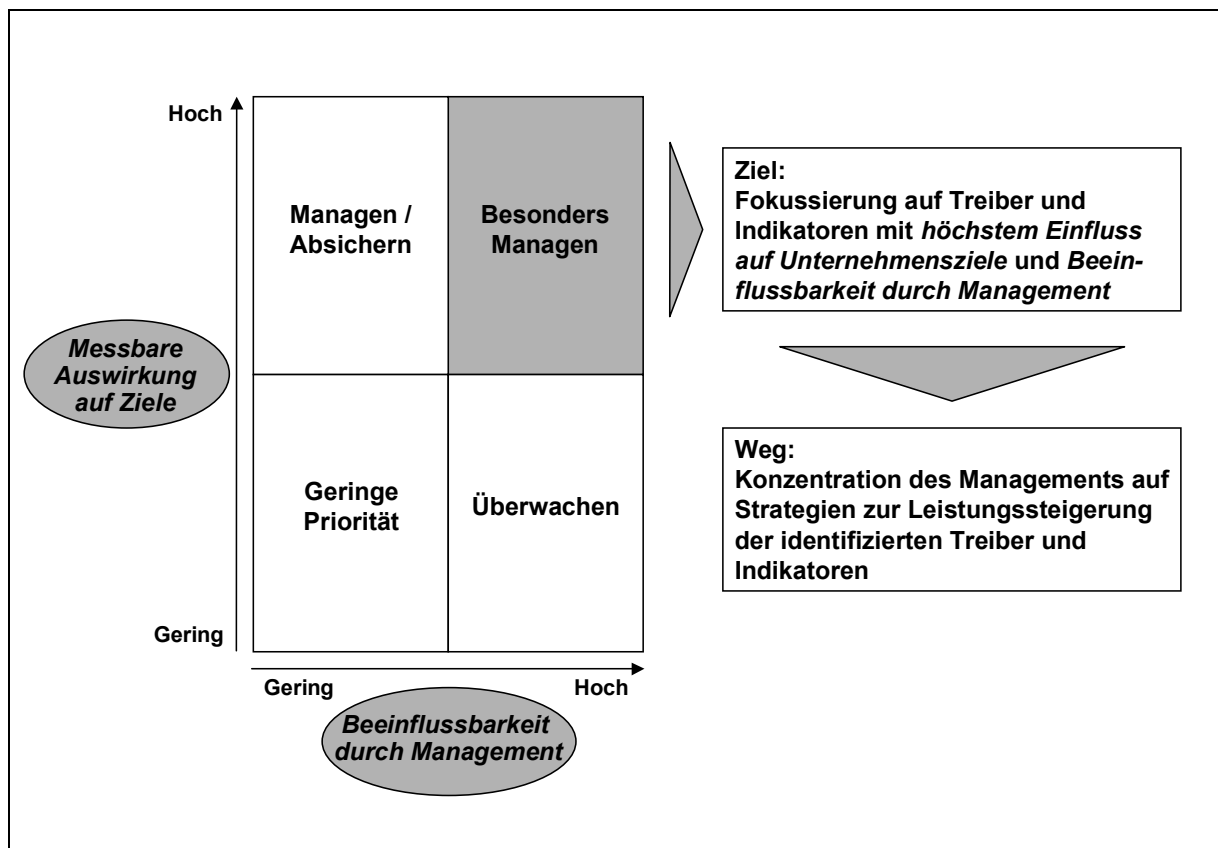
<sup>487</sup> Zulieferer und ihre Produkte werden in Industrien, die von ihren Zulieferern und deren Produkten besonders abhängig sind, häufig bereits im Rahmen von *Kooperationen* in die Leistungserstellung eingebunden. Vgl. Kayser/Wallau (2003, S. 154f.).

<sup>488</sup> Auf die Ressource *Finanzkapital* wird im Rahmen der Effektivität nicht separat eingegangen. Zentrales Anliegen ist hier - wie im Rahmen der Effizienz in *Abschnitt 6.1.3.2* ausgeführt - die Kosten der Finanzierung der Unternehmenstätigkeit möglichst gering zu halten.

<sup>489</sup> Vgl. Bussiek (1994, S. 358f.).

<sup>490</sup> Die Kombination aus quantitativen und qualitativen Einflussfaktoren ist zum Beispiel im Rahmen des Führungsinstruments Balanced Scorecard in einigen Grossunternehmen verbreitet. Zu den Vor- und Nachteilen der Balanced Scorecard vgl. Kapitel 2.3.6. Sie wird als Managementinstrument im industriellen Mittelstand bislang nur von etwa 7,4% der Unternehmen eingesetzt. Weitere 17% planten zum Zeitpunkt der Umfrage (2003) eine Einführung bis zum Jahr 2005. Der durchschnittliche Umsatz der Unternehmen, die dieses Instrument derzeit oder künftig einsetzen, liegt bei etwa 60 Millionen Euro, also eindeutig bei Unternehmen des grösseren Mit-

Abbildung 6-4: Systematisierung zur Identifikation der wichtigsten Einflussfaktoren



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Rappaport (1999, S. 204).

*Vergleichbarkeit der Einflussfaktoren:* Aufgrund der Globalisierung des Wettbewerbs ist eine weitere zentrale Anforderung an die Effektivität eines Managementansatzes die *Vergleichbarkeit der relevanten Steuerungsgrößen* – einerseits intertemporal innerhalb des Unternehmens und andererseits intratemporal zwischen Unternehmen derselben Branche oder ähnlicher Struktur. Ein Unternehmen muss nicht nur absolut betrachtet gut sein, sondern im Vergleich zu seinen Wettbewerbern<sup>491</sup> – dies gilt um so mehr, wenn es von externen, marktfähigen Ressourcen wie Kapital, Mitarbeitern, Kunden oder Lieferanten abhängig ist.<sup>492</sup>

telstands. Interessant ist auch, dass das Instrument bei nur 5% der Familienunternehmen aber bei 13,1% der managementgeführten Unternehmen eingesetzt wird. Vgl. Kayser/Wallau (2003, S. 91ff.).

<sup>491</sup> Für die kennzahlenbasierte Konkurrentenanalyse sind Portfoliomethoden nach wie vor in der Praxis sehr beliebt. Einen Überblick über die bedeutendsten „Portfolio-Matrizen“ und die dort verglichenen Kennzahlen gibt Porter (1992, S.447ff.).

<sup>492</sup> Besonders sinnvoll ist, sich mit Unternehmen in Bereichen zu vergleichen, in denen diese zu den besten ihrer Branche gehören (Benchmarking). Benchmarking ist im industriellen Mittelstand bereits recht verbreitet. 46,8% der befragten Mittelständler gaben an, Benchmarking zu betreiben, weitere 18,1% beabsichtigen, dieses Managementinstrument bis 2005 zu nutzen. In grösseren mittelständischen Unternehmen ist Benchmarking stärker

*Ableitbarkeit steuerungsgerechter Teilaussagen:* Es müssen steuerungsgerechte Teilaussagen ableitbar sein, um die Erfolgsträchtigkeit bestimmter Bereiche, Produkt- oder Kundengruppen analysieren zu können. Allerdings sind die Steuerungsgrößen nicht so zu zersplittern, dass der Blick auf das Wesentliche versperrt wird.<sup>493</sup> Die Entwicklung von Zielgrößen kann bei mittelständischen Unternehmen mit Hilfe weniger Einflussfaktoren ausreichend beschrieben werden. Dies liegt im Wesentlichen in der vergleichsweise *geringen Komplexität des Geschäfts* begründet.<sup>494</sup>

*Schnelle Reaktionen auf Veränderungen durch Flexibilität:* Einer der zentralen Erfolgsfaktoren mittelständischer Unternehmen ist die Flexibilität.<sup>495</sup> Sie ist nicht nur hinsichtlich der Zieldefinition (siehe folgenden *Abschnitt 6.3.4*), sondern auch bezüglich der Zielerreichung von Bedeutung und muss im Rahmen des Managementansatzes berücksichtigt werden. Strategien zur Erreichung bestimmter Ziele entstehen oft kurzfristig oder müssen in kurzer Zeit angepasst werden, da exogene Markteinflüsse dies erfordern. Auch unternehmensinterne Entwicklungen können erhebliche Flexibilität erfordern, insbesondere im Zusammenhang mit Krisen durch das Ausscheiden von Schlüsselpersonen.<sup>496</sup> Gerade in Perioden starker Umbrüche muss der Managementansatz in der Lage sein, die Auswirkungen von Strategieentwicklungen und -anpassungen auf die Erreichung der definierten Ziele sofort transparent zu machen und so eine schnelle Entscheidungsfindung zu unterstützen.

---

verbreitet als in kleineren. Unternehmen, die Benchmarking betreiben, haben einen Durchschnittsumsatz von über 60 Millionen Euro, diejenigen, die es planen, liegen bei etwa 25 Millionen Euro. Vgl. Kayser/Wallau (2003, S. 91f.). Allerdings ist trotz der relativen Beliebtheit von Benchmarking nicht sichergestellt, dass sich aus den Unternehmensvergleichen systematisch Erkenntnisse für die interne Steuerung ableiten lassen.

<sup>493</sup> Vgl. Bussiek (1994, S. 358f.).

<sup>494</sup> Wie bereits angesprochen sind viele Mittelständler Ein-Produkt-Unternehmen mit einer homogenen Zielgruppe. Daraus resultiert eine geringe Anzahl erfolgsrelevanter Einflussfaktoren. Dabei wird sich im Rahmen der Diskussion um die notwendige Effizienz eines Managementansatzes zeigen, dass eine Beschränkung auf die wichtigsten Einflussfaktoren notwendig ist. Ein zu kompliziertes System neigt letztlich eher dazu, die Effektivität eines Managementansatzes zu mindern. Vgl. hierzu Bussiek (1994, S. 357f.).

<sup>495</sup> Vgl. zur Bedeutung der Flexibilität bei der Konzeption von strategischen Planungsprozessen bei mittelständischen Unternehmen Ackelberg/Arlow (1985, S. 62f.) sowie Kapitel 2.2.4 und Kapitel 3.3.2.

<sup>496</sup> Mittelständische Unternehmen sind meist personenbezogener als Grossunternehmen. Wichtige Personen sind aufgrund eines geringeren Institutionalierungsgrads sehr viel schwerer austauschbar. Dies gilt für Mitarbeiter aller produktiven und nicht-produktiven Unternehmensbereiche. So gibt es verschiedene Studien zur Auswirkung des Verlusts von Schlüsselpersonen auf den Aktienkurs mittelgrosser börsennotierter Unternehmen in den USA. Vgl. Lerch (1992, 183ff.), Maher (1977, S. 377ff.).

*Motivation der Mitarbeiter:* Um den Erfolg eines Managementansatzes tatsächlich herbeizuführen, müssen alle unmittelbar betroffenen Mitarbeiter eines Unternehmens – insbesondere die Führungskräfte – von seinen Möglichkeiten überzeugt sein. Ein Managementansatz kann immer nur so gut sein wie die Mitarbeiter, die ihn leben.<sup>497</sup> Er soll helfen, das Engagement, die Flexibilität und die Kreativität der Führungskräfte und Mitarbeiter effektiv auf die Erreichung der definierten Ziele hinzulenken.<sup>498</sup>

*Reduktion des Konkursrisikos:* In Bezug auf die Effektivität der Zielerreichung von Managementsystemen wurde im Rahmen der Fallstudien immer wieder ein Aspekt genannt, der sich von breiter diversifizierten Grossunternehmen unterscheidet: die besondere Berücksichtigung von existenziellen Unternehmensrisiken. Ein Managementansatz für mittelständische Unternehmen ist letztlich nur dann effektiv, wenn das Konkursrisiko verhindert oder zumindest signifikant reduziert wird.

#### 6.3.4 Strategischer Nutzen

Eine zentrale Voraussetzung für erfolgreiches strategisches Management ist die Orientierung an (langfristigen) Unternehmenszielen.<sup>499</sup> Der Nutzen durch die explizite Abbildung der Unternehmensziele ist indes *schwer quantifizierbar*. Die Methoden der klassischen Investitionsrechnung scheinen dafür ungeeignet zu sein.<sup>500</sup> Dabei sollte

---

<sup>497</sup> Bei den Kosten wurden bereits Aufwendungen für notwendige Schulungen berücksichtigt. Diese sind für die erfolgreiche Implementierung des Managementansatzes von herausragender Bedeutung. Die Fähigkeiten der Mitarbeiter mittelständischer Unternehmen hinsichtlich der sinnvollen Verwertung von Führungs- und Controlling-Informationen wurde sowohl in den Fallstudien als auch in der Literatur bereits bemängelt. Daher muss auf die Schulung der Mitarbeiter zur Verwertung der Informationen, die ihnen durch den Ansatz zugänglich gemacht werden, besonderes Augenmerk gelegt werden. Ausführliches *Unterstützungsmaterial* muss den teilweise nicht optimal ausgebildeten Mitarbeitern zur Verfügung gestellt werden.

<sup>498</sup> Er muss sogar dazu führen, dass *gemeinsam* mit den Mitarbeitern aller Ebenen konkrete Zielvorgaben erarbeitet werden, auf deren Erreichen sie direkten Einfluss haben. Dies steigert das Verantwortungsgefühl und beschert regelmässig motivierende Erfolgserlebnisse. Neben dem positiven psychologischen Effekt sollte sich das Erreichen und Übertreffen von Zielvorgaben finanziell lohnen: Ein Managementansatz liefert oftmals die notwendigen Voraussetzungen für eine erfolgreiche, leistungsabhängige Vergütung von Mitarbeitern.

<sup>499</sup> Im Zusammenhang mit der Einführung von Management-Support-Systemen wird die Wirtschaftlichkeit eines Systems über ihren Zielerreichungsgrad definiert. Dies setzt selbstverständlich die klare Formulierung von Zielvorgaben voraus. Vgl. Gluchowski (1997, S. 338). Dieser Ansatz hat durchaus auch auf strategischer Ebene Gültigkeit: Ein Managementansatz führt nur dann zu Nutzensteigerungen, wenn er einen Beitrag zum besseren Erreichen der Unternehmensziele leistet.

<sup>500</sup> Eine alternative Möglichkeit ist die Bestimmung des sogenannten *Informationswerts*, auf die hier jedoch nicht näher eingegangen werden soll. Der Informationswert berechnet sich aus der Differenz des Erwartungswerts einer Entscheidung, die *mit* zusätzlichen Informationen getroffen wurde abzüglich des Erwartungswerts der Ent-



man davon ausgehen, dass es sich bei der Zielabbildung um ein *Muss* für jedes Unternehmen handelt. Anforderungen an die Abbildung der Unternehmensziele für die Entwicklung und den Einsatz eines Managementansatzes umfassen:

*Gemeinsame Zieldefinition durch Entscheider:* Sowohl aus bestehenden empirischen Studien als auch der explorativen Befragung im Rahmen der Kurzfallstudien wird deutlich, dass die klare Formulierung von Zielvorgaben durch die Führungs- und Aufsichtsgremien mittelständischer Unternehmen eine zentrale Voraussetzung für strategisches und insbesondere an den Wertvorstellungen der Anspruchsgruppen orientiertes Management ist. Diese Anforderung mag selbstverständlich erscheinen. Es hat sich jedoch gezeigt, dass eine gemeinsame Zielorientierung in mittelständischen Unternehmen eher eine Ausnahme ist.

*Kommunikation eindeutiger Ziele nach innen und aussen:* Zunächst unabhängig davon, welche Ziele verfolgt werden, sollten diese nicht nur allen Eigentümern und Mitarbeitern des Unternehmens, sondern auch den externen Anspruchsgruppen bekannt sein. Mittelständische Unternehmen neigen dazu, ihre Ziele entweder nicht explizit zu formulieren, oder auf Ebene des Eigentümers und der Geschäftsführung ausgearbeitete Ziele nicht ausreichend zu verankern.<sup>501</sup>

*Flexibilität hinsichtlich Zielanpassungen:* Eine wichtige Anforderung an einen Managementansatz für mittelständische Unternehmen ist die Flexibilität, sich an verschiedene Unternehmensziele anpassen zu können. Unternehmen, die sich z.B. in unterschiedlichen Phasen ihres Lebenszyklus, Branchen oder Grössenklassen bewegen, haben auch unterschiedliche Ziele. Diese können sich im Zeitverlauf ändern, wobei ope-

---

scheidung, *ohne* Zugriff auf die zusätzlichen Informationen. Diese Differenz drückt den Wert der Information aus. Dieser ist nur dann positiv, wenn der Erwartungswert mit der Information höher ist als ohne und es sich bei den Opportunitätskosten um einen entgangenen Gewinn und keinen Verlust handelt. Vgl. zu den Methoden der Informationswertbestimmung Nagel (1990).

<sup>501</sup> In den drei Kurzfallstudien wurden die Defizite mittelständischer Unternehmen hinsichtlich der Zielorientierung deutlich: Wenko hat kein explizites Unternehmensziel, TTF hat ein explizites, in Zusammenarbeit mit dem Eigentümer, der Geschäftsführung und einer externen Unternehmensberatungsgesellschaft erarbeitetes Wirtschaftsziel, welches jedoch auf operativer Ebene nicht konsequent umgesetzt wird. Q-Cells vertritt ein eindeutiges Wirtschaftsziel nach aussen, nach innen ist dieses Ziel weitestgehend unbekannt, es wird aber nach einem Plan gesteuert, der dieses Ziel implizit erreicht.

In der Untersuchung von Kayser/Wallau gaben etwa 55% der zu den unternehmerischen Zielen und der Unternehmensphilosophie befragten Unternehmen an, dass sie über ein schriftlich fixiertes Unternehmensleitbild verfügen. Ebenfalls 55% haben eine schriftlich fixierte Strategie. Vgl. Kayser/Wallau (2003, S. 82ff.). Die Erkenntnisse aus den Fallstudien deuten jedoch darauf hin, dass es durchaus Leitbilder, schriftliche Zielvorgaben und Strategien gibt, diese aber auf operativer Ebene oftmals unbekannt sind.

rative Ziele noch wechselhafter als die strategischen Ziele sind. Anzustreben ist ein System, welches flexibel genug ist, Transparenz hinsichtlich der Auswirkungen des Strebens nach bestimmten Sach- oder persönlichen Zielen der Anspruchsgruppen auf das primär verfolgte strategische Ziel zu schaffen.

*Messbarkeit der Zielerreichung:* Um den Nutzen eines Managementansatzes quantifizierbar zu machen, ist es wichtig, dass die festgelegten Ziele messbar gemacht werden. Messbarkeit ist die Voraussetzung der Beurteilung von Wirtschaftlichkeit und somit den besser quantifizierbaren Nutzenarten. Am Ende einer Betrachtungsperiode muss nicht nur klar sein, ob ein Ziel erreicht wurde oder nicht, sondern *in welchem Ausmass* es erreicht wurde. Nur dann kann das Unternehmen zukunfts- und zielorientiert gesteuert werden. Messbar bedeutet auch, dass Transparenz darüber herrscht, welche der untergeordneten Ziele zum jeweiligen Ergebnis geführt haben.

#### **6.4 Zusammenfassung Anforderungskatalog an einen Managementansatz**

Wirtschaftlichkeit ist die zentrale Anforderung mittelständischer Unternehmen an einen Managementansatz. Wie gezeigt wurde, lassen sich die Einführungskosten und laufenden Kosten sowie die Nutzeneffekte aus Effizienz und Effektivität des Ressourceneinsatzes unterschiedlich gut prognostizieren. Die Quantifizierung des strategischen Nutzens fällt dagegen schwerer. Es ist allerdings davon auszugehen, dass dieser einen nicht unerheblichen Anteil am Gesamtnutzen des Managementansatzes hat.

*Tabelle 6-2* gibt analog zu dem in *Abbildung 6-1* dargestellten Entscheidungsbaum einen Überblick über die *Abfolge der Entscheidungsschritte* im Hinblick auf die Einführung eines Managementansatzes. Hieraus leiteten sich die *Anforderungen* an die Einführung des Managementansatzes ab inklusive ihrer jeweiligen *Priorität*. Ausnahme bildet dabei der *strategische* Nutzen. Während er im Hinblick auf eine etwaige Einführung eines Managementansatzes nur dann entscheidungsrelevant ist, wenn sich das Vorhaben nicht ohne seine Berücksichtigung bereits "rechnet", stellt die *Abbildung klarer Zielvorgaben* – wie bereits angesprochen – dennoch eine *unabdingbare Voraussetzung* dar und genießt entsprechend oberste Priorität.

Tabelle 6-2: Priorisierung der Anforderungen an einen Managementansatz

Prio	Entscheidung	Anforderungen Managementansatz
①	Notwendige Ressourcen vorhanden oder Bereitstellung wirtschaftlich – für Implementierung und laufenden Betrieb?	Geringer Aufwand für die Einführung und den laufenden Betrieb v.a. <ul style="list-style-type: none"> <li>• geringe Personalkosten</li> <li>• geringe Sachkosten</li> </ul>
②	Direkt quantifizierbarer Plan wirtschaftlich oder relevante Grössen positiv beeinflussbar?	Hoher direkt berechenbarer Nutzen durch sparsameren Einsatz kritischer Ressourcen wie <ul style="list-style-type: none"> <li>• Finanzkapital,</li> <li>• Mitarbeiter,</li> <li>• Zulieferprodukte,</li> <li>• kundenbezogene Ausgaben und</li> <li>• Betriebskapazitäten</li> </ul>
③	Indirekt quantifizierbarer Plan wirtschaftlich oder relevante Grössen positiv beeinflussbar?	Hoher indirekt berechenbarer Nutzen durch "Ressourceneffektivität", d.h. höheren Zielerreichungsgrad (v.a. Umsatz, Gewinn) bei gegebenem Ressourceneinsatz.
①*	Strategischer Nutzen bereits grösser als negatives Ergebnis aus (quantifizierbarer) Wirtschaftlichkeitsrechnung, bzw. positiv beeinflussbar?	Strategischer Nutzen durch <ul style="list-style-type: none"> <li>• klare und eindeutige Zielvorgaben (Priorität 1)</li> <li>• hohe interne &amp; externe Transparenz (Priorität 4)</li> <li>• verbesserte Wettbewerbsposition (Priorität 4)</li> </ul>

\* Abbildung klarer Zielvorgaben ist eine notwendige Voraussetzung und daher mit hoher Priorität aber geringen direkt quantifizierbaren Nutzen einzustufen.

Quelle: Eigene Darstellung

Konsistente, einheitliche und klar kommunizierte Ziele führen zu *mehr Transparenz*. Diese werden *von allen Anspruchsgruppen* – nicht nur von den Kapitalgebern – mit

*zusätzlichem Vertrauen* belohnt. Zieltransparenz wirkt sich positiv auf fast alle Unternehmensbereiche aus. Extern führt sie zu mehr Akzeptanz auf dem *Personalmarkt* ebenso wie bei *Kunden, Lieferanten* und der *Öffentlichkeit*. Intern helfen klare Ziele der *Identifikation* der Mitarbeiter mit dem Unternehmen und seinen Zielsetzungen. Die Formulierung und Kommunikation von Unternehmenszielen ist ein wesentlicher Bestandteil der *Corporate Identity* und eine Determinante des Unternehmenswerts.<sup>502</sup> Klare Unternehmensziele und Transparenz erleichtern darüber hinaus eine *Fokussierung* des Geschäfts auf *Kernkompetenzen* und Märkte mit *strategischen Erfolgspotenzialen*. Dies sollte über die Möglichkeit einer besseren Informationsverarbeitung langfristig zu einer *Verbesserung der Wettbewerbsposition* und somit dem *nachhaltigen Fortbestand* des Unternehmens führen. Im Hinblick auf die mit der Einführung eines Managementansatzes verbundenen *Wirtschaftlichkeitsrechnung* ist dieser strategische Nutzen nur insofern *nachrangig*, als seine Quantifizierung mit Schwierigkeiten und Unsicherheit verbunden ist.

Liegt das Interesse an einem Managementansatz bei der Unternehmensleitung vor, gilt bei der Entscheidung für oder gegen eine Einführung als erstes zu prüfen, ob die für Implementierung und laufenden Betrieb notwendigen Ressourcen im Unternehmen überhaupt vorhanden sind respektive wirtschaftlich bereitgestellt werden können. Diese Frage wird umso eher zu bejahen sein, je geringer der mit der Einführung eines Managementansatzes verbundene Aufwand ist. Hieraus ergibt sich als Anforderung die *leichte Einführbarkeit* und der *unkomplizierte laufende Betrieb* dieses Instruments der Unternehmensführung, was sich insbesondere in niedrigen, allein dadurch bedingten (Netto-) Personal- und Sachkosten niederschlagen muss.

Stehen die Kosten und deren Finanzierung fest, liegt das Hauptaugenmerk auf dem *direkt quantifizierbaren Nutzen* des Managementansatzes. Die definierten strategischen und operativen Ziele müssen mit einem *geringst möglichen Mitteleinsatz* erreicht werden. *Priorisiert* werden sollte das Management der knappen Mittel *entlang der Bedeutung der Ressourcen für den Unternehmenserfolg*, bzw. ihrer relativen Knappheit. Während manche Unternehmen primär von der externen Finanzierung – insbesondere durch Banken – und damit von der Höhe der Kapitalkosten abhängig sind, sind für andere die Mitarbeiter, die Kunden, die Lieferanten und deren Produkte oder bestimmte Betriebskapazitäten die kritischen Erfolgsfaktoren. Die Bedeutung hängt einerseits von

---

<sup>502</sup> Die *Corporate Identity* dient der Kommunikation des Selbstverständnisses eines Unternehmens nach aussen und innen. Wesentlicher Bestandteil des Selbstverständnisses sind die Ziele des Unternehmens. Zur strategischen Bedeutung vgl. Gabler Wirtschaftslexikon (1993, S. 707).

der Struktur der Unternehmen und andererseits von externen Markteinflüssen ("Konjunktur") ab. Beide Einflussfaktoren auf das effiziente Management knapper Ressourcen müssen in einem Managementansatz berücksichtigt werden können.<sup>503</sup> Zentrale Anforderung ist hier, dass die Einführung eines Managementansatzes eine *möglichst grosse Nettokosteneinsparung* erwarten lässt.

Im Falle, dass der direkt quantifizierbare Nutzen für die Wirtschaftlichkeit des Managementansatzes nicht ausreicht, ist der *indirekt quantifizierbare Nutzen* detailliert zu analysieren. Der Managementansatz muss zu einem *effektiveren Ressourceneinsatz* beitragen und damit zu einem *höheren Zielerreichungsgrad*. Aus dieser obersten Zielsetzung leiten sich folgende Teilanforderungen ab: Der Managementansatz soll Hilfeleistung im Hinblick auf die wichtigsten Einflussfaktoren auf die Ziele leisten, wobei die Einflussfaktoren intertemporal und intratemporal vergleichbar sein müssen. Es müssen sich steuerungsgerechte Teilaussagen ableiten lassen, wobei Flexibilität für schnelle Reaktionen auf Veränderungen bestehen muss. Darüber hinaus soll der Ansatz die Mitarbeiter motivieren und das Konkursrisiko senken.

Die Fallstudien bestätigen die grosse Bedeutung der Wirtschaftlichkeit für den Einsatz eines Managementansatzes. Die untersuchten Unternehmen haben in der Regel allerdings mit einer Quantifizierung des Nutzens grosse Schwierigkeiten. Nur bei Q-Cells wurde der strategische Nutzen so hoch eingeschätzt, dass die *Einführung* eines strategischen Planungs-, Steuerungs- und Kontrollinstruments – gerade für die Befriedigung der Bedürfnisse der externen Kapitalgeber – als *Notwendigkeit* angesehen wurde.<sup>504</sup> Die TTF lässt sich hingegen eher von der derzeitigen Verfügbarkeit der benötigten Ressourcen leiten. Da der Forstbereich aus Sicht des Eigentümers keine angemessene Rendite erwarten lässt, werden keine grösseren Investitionen genehmigt. Entsprechend sind die finanziellen und personellen Ressourcen für die Einführung eines Managementansatzes stark begrenzt.<sup>505</sup> Wenko hat die Einführung eines ERP-Systems hinter

---

<sup>503</sup> Die Analyse der für das jeweilige Unternehmen relevanten Ressourcen kann zu dem Ergebnis führen, dass weitere, bislang nicht identifizierte Ressourcen für das Unternehmen relevant sind. Der Ansatz sollte flexibel genug sein, weitere Engpassressourcen effizient steuern zu können.

<sup>504</sup> Q-Cells entschied sich für ein vergleichsweise kostengünstiges System, da dieses die formulierten Anforderungen am wirtschaftlichsten erfüllen konnte. Schliesslich quantifizierte der Leiter des Controllings den Wert des Systems mit mindestens 50.000 Euro pro Jahr – ohne eine Investitionsrechnung vorgenommen zu haben.

<sup>505</sup> Personell steht eine Aufstockung des Controllingbereichs nicht zur Diskussion. Für die Einführung eines Managementansatzes stehen Mittel in Höhe des Verfügungsrahmens des Controllers i.H.v. etwa 10.000 Euro zur Verfügung.

sich. Die SAP-Einführung hat inklusive der Unterstützung durch externe Unternehmensberater mehrere Millionen Euro gekostet. Statt Nutzen wurden in den Folgejahren in erster Linie zusätzliche Kosten in Millionenhöhe verursacht, insbesondere durch fehlerhafte Planung, Konfiguration und Anwendung des Systems.<sup>506</sup>

---

<sup>506</sup> Wenko hat die Kosten im Zusammenhang mit der Systemeinführung erst Jahre später in den Griff bekommen. Eine genaue Quantifizierung der Kosten war auch ex post nicht möglich. Sicher ist jedoch, dass der Nutzen zum Zeitpunkt der Fallstudie deutlich unter den Kosten liegt.

## 7 Konzeption eines integrierten Managementansatzes für mittelständische Unternehmen

Im vorliegenden Kapitel wird auf Basis der bestehenden Theorie, der induktiven Fallstudien und der im vorangehenden Kapitel erarbeiteten Anforderungen ein *integrierter Managementansatz* für mittelständische Unternehmen entwickelt. Der Ansatz gibt in seinem *normativen* Teil zunächst vor, an welchen *Zielen* sich ein mittelständisches Unternehmen orientieren sollte, um seinen langfristigen Fortbestand zu sichern (*Abschnitt 7.1*). In *Abschnitt 7.2* und *7.3* werden diese Zielvorgaben in einem integrierten Wertmanagementsystem, welches eine explizite *Unternehmensführung und -steuerung* in Abhängigkeit der für das Unternehmen kritischen Ressourcen ermöglicht, *instrumentalisiert*.<sup>507</sup> Im Anschluss daran wird eine *Entscheidungshilfe* gegeben, die Anregungen gibt, welche Variante des Managementansatzes für welche Art mittelständischer Unternehmen geeignet ist (*Abschnitt 7.4*).

### 7.1 Normativ: Orientierung am finanziellen Wert für die Eigentümer (Eigentümerwert)

In diesem Abschnitt wird erstens begründet, dass sich mittelständische Unternehmen primär an den *Interessen ihrer Eigentümer* ausrichten sollten (*Abschnitt 7.1.1*). Zweitens sollten sich deren Ziele inhaltlich an der *Wertentwicklung ihres Eigenkapitalanteils* orientieren. Im Gegensatz zur klassischen Shareholder Value Theorie muss normativ aber keine Aussage getroffen werden, in welchem *Ausmass* das wertorientierte Ziel erreicht werden soll. Neben einer *Maximierung* des Eigenkapitalwerts ist entsprechend der persönlichen Präferenzen der Eigentümer ebenso eine *Wert-Satisfizierung* oder *Wert-Konservation* denkbar (*Abschnitt 7.1.2*).

#### 7.1.1 Notwendigkeit der primären Orientierung an den Eigentümerinteressen

Die überragende Bedeutung der klaren Formulierung und Kommunikation von *Unternehmenszielen* für den erfolgreichen Einsatz eines Managementansatzes wurde bereits

---

<sup>507</sup> Der Begriff „System“ soll auf den instrumentellen Charakter der Ausführungen hinweisen. Es wird ein wertorientiertes Kennzahlensystem eingeführt, welches die Messung, Steuerung und Kontrolle des Unternehmenswerts aus Sicht des Eigentümers ermöglicht. Das Wertmanagementsystem ist *instrumenteller* Teil des Wertmanagementansatzes, dessen *normativer* Teil in *Abschnitt 7.1* dargestellt wird.

verdeutlicht.<sup>508</sup> Es schliesst sich die Frage an, *wer* das Recht hat, diese Ziele zu bestimmen. In Grossunternehmen hat sich vielfach die Ansicht durchgesetzt, dass sich ein Unternehmen primär an den Interessen der (ökonomisch rationalen, risikoaversen und gut diversifizierten) Aktionäre orientieren sollte, deren Ziele sich rein monetär in Form von Risiko-Rendite-Relationen ausdrücken lassen.<sup>509</sup> Unabhängig vom Inhalt der Ziele wird im Folgenden gezeigt, weshalb auch und gerade bei mittelständischen Unternehmen eine *primäre* Orientierung an den *Interessen der Eigentümer* für die Zielbestimmung notwendig ist. Dabei wurde in *Kapitel 4* bereits darauf hingewiesen, dass die wissenschaftliche Literatur die primäre Eigentümerorientierung gerade bei KMU keineswegs als selbstverständlich ansieht. Vor allem aus dem Gebiet der *Wirtschaftsethik* kommen immer wieder Hinweise, dass mittelständische Unternehmen besonders stark auf die Interessen anderer Anspruchsgruppen Rücksicht nehmen (sollten).<sup>510</sup>

#### 7.1.1.1 Empirische Erkenntnisse

Diese Hinweise lassen sich für Deutschland weder im Rahmen der in *Kapitel 5* dokumentierten Fallstudien, noch breit angelegter quantitativer Erhebungen bestätigen. In den untersuchten Fallunternehmen herrschte unabhängig von Eigentümerstruktur, Branche und Lebenszyklusphase des Unternehmens einhellig die Meinung, dass sich ein Unternehmen ausschliesslich an den Interessen der Eigentümer zu orientieren ha-

---

<sup>508</sup> Vgl. *Kapitel 6.3.4*.

<sup>509</sup> Vgl. hierzu ausführlich *Kapitel 2.1*. Dabei ist darauf hinzuweisen, dass die Verbreitung des Shareholder Value Ansatzes in Deutschland länger gebraucht hat als im angelsächsischen Wirtschaftsraum. Bei einer Untersuchung der DAX 100 Unternehmen im Januar 1999 massen zwar bereits 78% der 40 antwortenden Unternehmen dem Shareholder Value Ansatz eine sehr grosse Bedeutung bei. Dies war eine deutliche Steigerung gegenüber drei früheren Studien aus den Jahren 1996 und 1997. Allerdings ist der Shareholder Value Gedanke bei vielen Unternehmen noch relativ jung: 19% der Unternehmen nutzen Shareholder Value Ansätze länger als vier Jahre, 47% seit ein bis drei Jahren und 23% planen die Einführung erst, bzw. befinden sich in der Implementierungsphase. Weitere 11% sehen die Einführung wertorientierter Steuerungskonzepte nicht vor. Die Befragung zeigt, dass die Bedeutung des Ansatzes weiter steigt. Gleichzeitig stellte die Untersuchung deutliche Probleme bei der Implementierung des Shareholder Value Gedankens in deutschen Unternehmen heraus. Vgl. Achleitner/Bassen (2002, S. 620ff.).

<sup>510</sup> Vgl. die Ausführungen von Donckels (2000, S. 174) zur Notwendigkeit des Einsatzes des Stakeholder Value Ansatzes in Familienunternehmen. Der Begründer der Stakeholder Theorie, Edward Freeman, fordert ebenfalls eine Anwendung auf mittelständische Unternehmen. Vgl. Phillips/Freeman/Wicks (2003, S. 495). Des Weiteren sind zahlreiche Beiträge aus dem *Journal of Business Ethics* zu nennen, in das bezeichnenderweise seit 2004 das *International Journal of Value-Based Management* integriert wurde. Für Deutschland gibt es ebenfalls Studien zur überproportionalen sozialen Verantwortung, die mittelständische Unternehmen im Vergleich zu Grossunternehmen tragen. Vgl. Maass/Clemens (2002).



be. Die Berücksichtigung anderer Anspruchsgruppen darf hiernach letztlich nur den von den Eigentümern gesetzten Zielen dienen. Die mit 1016 verwertbaren Antworten sehr viel breiter angelegte BDI-Studie des IfM (Institut für Mittelstandsforschung) Bonn aus dem Jahr 2003 bestätigt diese Vermutung für den industriellen Mittelstand in Deutschland. Die Eigenkapitalgeber/Eigentümer sind mit Abstand die strategisch bedeutsamste Anspruchsgruppe. Die Studie resümiert: "Dieses Ergebnis legt die Vermutung nahe, dass in der Industrie der shareholder value zur alles beherrschenden Einflussgrösse wird."<sup>511</sup> Dabei ist die Dominanz der Eigentümer unabhängig von Alter, Rechtsform, Grösse und Eigentümerstruktur der Unternehmen und auch davon, ob die Unternehmen eigentümer- oder managementgeführt sind.<sup>512</sup> Die Studie ist jedoch nur ein *Indikator* für die Bedeutung der Eigentümerinteressen bei der Formulierung von Unternehmenszielen, da nur nach der Berücksichtigung von Anspruchsgruppen bei strategischen Entscheidungen gefragt wurde, nicht aber danach, wer letztlich entscheidet und welchen Einfluss die Erreichung der definierten Ziele hat.<sup>513</sup>

Für die Operationalisierung des Managementansatzes im *Abschnitt 7.2* ist es wichtig, mögliche Gründe für die zentrale Bedeutung der Eigentümer bei der Zieldefinition zu verstehen. Die Fallstudien geben dazu einige Anhaltspunkte:

- Eigentümer (-Unternehmer) sind häufig der zentrale Erfolgsfaktor des Unternehmens. Gleichzeitig tragen sie in der Regel das höchste Risiko.
- Starker staatlicher Schutz möglicher weiterer Anspruchsgruppen (v.a. Mitarbeiter, Umwelt, Kunden/Verbraucher) schafft keine Anreize zu einer zusätzlichen, freiwilligen Berücksichtigung dieser Gruppen durch die Unternehmer.
- Negativ empfundene wirtschaftspolitische und konjunkturelle Situationen reduzieren die Bereitschaft, andere Anspruchsgruppen in die Entscheidungsfindung oder die Gewinnverteilung einzubeziehen.
- Externe Manager mittelständischer Unternehmen werden durch die Ansprüche von Kapitalgebern weitgehend dazu gezwungen, sich am Shareholder Value zu orientieren (oder dies zumindest vorzugeben).

---

<sup>511</sup> Vgl. Kayser/Wallau (2003, S. 89).

<sup>512</sup> Vgl. ebenda, S. 89f. Als weitere wichtige Anspruchsgruppen werden vor allem Kunden und Mitarbeiter genannt. Ebenfalls bedeutend sind Wettbewerber und Fremdkapitalgeber. Lieferanten, staatliche Institutionen und öffentliche Medien hingegen haben im Regelfall nur eine mittlere bis keine Bedeutung.

<sup>513</sup> In Abschnitt 7.4 werden einige Hypothesen formuliert, die eine bessere Überprüfung des im Rahmen dieser Arbeit entwickelten Modells ermöglichen.

Die grosse Bedeutung des Eigentümer-Unternehmers für KMU wurde bereits in *Kapitel 3.2.1* beleuchtet. Eigentümer, die in die Geschäftsführung eingebunden sind, haben in der Regel einen Hang zu einem autokratischen, autoritären, patriarchalischen und/oder charismatischen Führungsstil, der in jedem Fall stark an der Führungspersönlichkeit orientiert ist.<sup>514</sup> Der Eigentümer-Unternehmer trifft strategische *Entscheidungen* oft alleine, wenn auch andere Parteien wie weitere Geschäftsführer, externe Berater (Steuerberater, Wirtschaftsprüfer, Banken, Managementberater), betroffene operative Einheiten oder Familienmitglieder in den *Entscheidungsfindungsprozess* einbezogen werden.<sup>515</sup> Diese Dominanz der Eigentümer-Unternehmer wird auch in den untersuchten Fallunternehmen deutlich. Die Ziele des Unternehmens bestimmen letztlich ausschliesslich die Eigentümer, alle anderen Parteien haben lediglich eine beratende Funktion. Diese Sichtweise haben nicht nur die Eigentümer selbst, sondern alle im Rahmen der Fallstudien befragten Parteien. Der Eindruck eines starken Shareholder Value Denkens im Mittelstand kommt der sozialen Realität offensichtlich näher als die in anderen wissenschaftlichen Forschungsarbeiten in den Vordergrund gestellte Stakeholder-Orientierung. Gleichzeitig wird in den Fallstudien jedoch deutlich, dass die befragten Unternehmen die Eigentümerwertorientierung noch *nicht formalisiert* haben und die operative Steuerung und Kontrolle der durch den Eigentümer vorgegebenen Ziele nur unzureichend erfolgt.<sup>516</sup>

Auf eine Erläuterung der *Stakeholder Theorie* – keinem der Interviewpartner in den untersuchten Unternehmen war diese (namentlich) bekannt – reagierten fast alle Gesprächspartner, von den Eigentümern über die externen Geschäftsführer bis zu den Controllern, mit Ablehnung.<sup>517</sup> Die Berücksichtigung anderer Anspruchsgruppen hätte

---

<sup>514</sup> Im Gegensatz zu diesen *personenorientierten* Führungsstilen gibt es *sachorientiertere* wie den bürokratischen, demokratischen, formellen, kooperativen, liberalistischen oder „Laissez-faire“ Führungsstil. Vgl. Gabler (1995, S. 1222f.).

<sup>515</sup> Wie wichtig der Einbezug weiterer Personenkreise bei strategischen Entscheidungen ist, zeigt eine Befragung des IfM. 97,7% aller Geschäftsführer mittelständischer Unternehmen – unabhängig davon, ob familien- oder managementgeführt – beraten alle strategische Entscheidungen mit drei bis vier verschiedenen Personen(-kreisen), zu denen in den meisten Fällen der Steuerberater gehört. Vgl. Backes-Gellner, U. (2001, S. 8ff.). Diese Ergebnisse werden durch die Erkenntnisse aus den Fallstudien gestützt.

<sup>516</sup> Letztlich ist dieses Ergebnis konform mit den Erkenntnissen von Achleitner/Bassen für die DAX 100 Unternehmen: Fast 80% der Unternehmen bekennen sich *normativ* zur Shareholder Value Orientierung, nur ein Bruchteil verwendet allerdings die theoretisch korrekten Steuerungsgrössen zur *Umsetzung* des Shareholder Value Ansatzes. Vgl. Achleitner/Bassen (2002, 633f.)

<sup>517</sup> Die Interviewpartner aus den Fallstudien verwiesen bei Erläuterung der Möglichkeiten zur Berücksichtigung anderer Anspruchsgruppen auf die derzeit schlechte wirtschaftliche Situation und den aus ihrer Sicht Hauptver-

ausschliesslich den durch die Eigentümer vorgegebenen Zielen zu dienen. Kunden-, Mitarbeiter- und gesellschaftliche Orientierung stellen Mittel zur Erreichung definierter Ziele dar.<sup>518</sup> Als Begründung wurde in allen Unternehmen der starke Schutz der Anspruchsgruppen durch staatliche Regulierung genannt.<sup>519</sup> Gerade in den Unternehmen, die ertragsschwächere Perioden durchlaufen (haben), würden arbeitsrechtliche Regelungen wie der Kündigungsschutz nicht nur die Wirtschaftlichkeit des Unternehmens reduzieren, sondern teilweise den Unternehmensfortbestand gefährden. Fazit ist, dass die möglichen Anspruchsgruppen durch Gesetze bereits einen viel zu starken Einfluss auf die Zielerreichung und teilweise auch auf die Zieldefinition (z.B. über Aufsichtsratsmandate von Arbeitnehmervertretern) Einfluss haben.<sup>520</sup>

### 7.1.1.2 Theoretische Argumentation

Diese durch empirische Beobachtungen angestossenen Überlegungen lassen sich durch *theoretische* ergänzen. Grundsätzlich können die Argumente der Befürworter des Shareholder Value Ansatzes für börsennotierte Grossunternehmen bezüglich der primären Orientierung an den Eigentümerinteressen auf mittelständische Unternehmen übertragen werden. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf das alleinige Recht der Eigentümer auf das *Residuum* des Unternehmens, wenn alle vertraglichen (expliziten) An-

---

antwortlichen: den Staat. (Dabei war Q-Cells in seiner Kritik an der Wirtschaftspolitik sehr viel verhaltener, da das Unternehmen selbst stark von staatlichen Förderungen profitiert hat. Eine über staatliche Verpflichtungen hinausgehende Umweltverantwortung wurde mit Verweis auf die restriktiven staatlichen Umweltschutzaufgaben hinsichtlich der Emissionen bei der Produktion und die Vermarktung eines „grünen“ Produktes abgelehnt.) Die staatliche Wirtschaftspolitik in Deutschland wird als Hauptursache für zu hohe Steuern, Lohnnebenkosten und Umweltabgaben gesehen. Daher ist eine soziologisch oder ethisch motivierte zusätzliche Vergütung oder Entscheidungseinbeziehung weiterer Anspruchsgruppen (Verbraucher, Staat/Gesellschaft, Mitarbeiter, Umwelt) bei der Zielformulierung oder strategischen Fragestellungen aus Sicht der Entscheider in mittelständischen Unternehmen keinesfalls notwendig. In anderen Worten: Es entsteht teilweise der Eindruck, dass dort, wo nur wenig Gewinn erwirtschaftet werden kann, auch nichts zum Teilen übrig bleibt. Im Umkehrschluss hiesse dies, dass Unternehmen in Zeiten wirtschaftlicher Prosperität eher bereit wären, andere Anspruchsgruppen in die Entscheidungsfindung einzubeziehen, bzw. diese zumindest am Erfolg zu beteiligen. Wahrscheinlicher ist, dass Unternehmenseigner zwar grosszügiger mit anderen Anspruchsgruppen teilen würden, aber auch dann keine Beteiligung der Anspruchsgruppen an der Zieldefinition zulassen.

<sup>518</sup> Damit konsistent ist die Beobachtung, dass Kunden die zweitwichtigste Anspruchsgruppe sind. Schliesslich haben sie oftmals den grössten Einfluss auf die Erreichung operativer Ziele, die den von den Eigentümern unterschiedenen strategischen Zielen untergeordnet sind.

<sup>519</sup> Dies sei insbesondere beim Mitarbeiter- und Umweltschutz der Fall.

<sup>520</sup> In diesem Zusammenhang wäre es äusserst interessant, die Beziehung zwischen gesetzlichen Regelungen zum Schutz bestimmter Anspruchsgruppen und deren (freiwillige) Berücksichtigung im Rahmen der Ziel- und Strategiedefinition durch die Unternehmen empirisch zu überprüfen.

sprüche anderer Anspruchsgruppen abgegolten sind.<sup>521</sup> Hinzukommt ein weiteres Argument, welches von *Gegnern* des Shareholder Value Ansatzes (in Grossunternehmen), insbesondere den Vertretern der Stakeholder Theorie verwendet wird: danach sollten diejenigen Einfluss auf die Unternehmensziele haben, die aufgrund *impliziter* Ansprüche am meisten von (strategischen) Entscheidungen des Unternehmens betroffen sind. Dies seien in erster Linie die Mitarbeiter und nicht die (ohnehin gut diversifizierten) Anteilseigner. Bei KMU unterstreicht dieses Argument allerdings gerade die bevorzugte Bedeutung der Eigentümer(-Unternehmer), da diese – wie bereits mehrfach herausgestellt<sup>522</sup> – typischerweise hochgradig unterdiversifiziert sind und einen signifikanten Teil ihres Vermögens – Finanz- und Humankapital – im Unternehmen halten. Gleichzeitig bietet das Unternehmen ihnen und gegebenenfalls weiteren Familienmitgliedern einen Arbeitsplatz. Eigentümer-Unternehmer sind also sowohl als schlecht diversifizierter Eigentümer als auch als Mitarbeiter von den strategischen Entscheidungen des Unternehmens in besonderem Masse abhängig – explizit und implizit. Entsprechend steht ihnen in einem deutlich stärkeren Ausmass als den Eigentümern börsennotierter Unternehmen das Recht zur Zieldefinition und Verteilung des Residuums zu. Andererseits können neben den Eigentümern die anderen Anspruchsgruppen eine besondere *Bedeutung für die Zielerreichung* und damit den Unternehmenserfolg haben. Die Berücksichtigung der unterschiedlichen Anspruchsgruppen muss im jeweiligen Unternehmen individuell stattfinden. Basis für die Anerkennung von Ansprüchen können unterschiedliche Überlegungen sein.<sup>523</sup>

Grundsätzlich werden zwei Möglichkeiten diskutiert, wie die Ansprüche weiterer Gruppen im Unternehmen berücksichtigt werden können. Die erste Möglichkeit wird u.a. von den Vertretern der Stakeholder Theorie formuliert. Sie fordern, dass ein Un-

---

<sup>521</sup> Die Bedürfnisse der Fremdkapitalgeber werden durch Kreditverträge mit den entsprechenden Zins- und Tilgungsverpflichtungen, die Kunden durch die mit ihnen geschlossenen Kauf-, Miet-, oder Leasingverträge, die Mitarbeiter durch die Arbeitsverträge, die Zulieferer durch die Lieferverträge und die Gesellschaft und Umwelt durch Steuern und Abgaben abgegolten.

<sup>522</sup> Vgl. v.a. *Kapitel 3.2.3*.

<sup>523</sup> Spremann/Pfeil/Weckbach unterscheiden in diesem Zusammenhang drei Prinzipien: Vertreter des Shareholder Value Ansatzes rechtfertigen die besondere Bedeutung der Eigenkapitalgeber mit dem *Residualprinzip*. Es besagt, dass letztlich diejenige Personengruppe strategisch entscheiden soll, welche die nach Abgeltung aller vertraglich gesicherter Ansprüche verbleibenden Risiken übernimmt, in der Regel die Eigenkapitalgeber. Eine weitere Möglichkeit ist, die Personengruppe mit dem *grössten Einfluss* auf das Unternehmen entscheiden zu lassen. Die letzte und pragmatischste Alternative ist, dass diejenigen entscheiden sollten, welche die *kritischste* (jederzeit zu entziehende) *Ressource* zur Verfügung stellen. Vgl. Spremann/Pfeil/Weckbach (2001, S. 47f.)

ternehmen so gemanagt wird, dass die *Interessen und das Wohlbefinden aller Anspruchsgruppen*, die helfen können, die Unternehmensziele zu erreichen oder zu verhindern, *bei der Unternehmensführung* berücksichtigt werden ("*managing for stakeholders*").<sup>524</sup> Die Berücksichtigung muss über den reinen Beitrag der Anspruchsgruppen zur Maximierung des Werts für die Eigentümer hinaus gehen. Ihre Ansprüche müssten dabei bereits im Rahmen der *Zielerreichung* berücksichtigt werden, nicht erst im Anschluss in Form einer Verteilung des gemeinsam Erreichten. Eine Instrumentalisierung dieses Ansatzes scheint aufgrund seiner Komplexität insbesondere in mittelständischen Unternehmen kaum möglich zu sein.<sup>525</sup> Ausserdem ist zu vermuten, dass sich die Forderungen der Stakeholder Theorie nicht in der sozialen Realität mittelständischer Unternehmen mit ihren in der Regel dominanten Eigentümern durchsetzen lassen.<sup>526</sup>

Eine weitere Möglichkeit ist, sich bei der Unternehmensführung auf die Erwirtschaftung nur *einer* Erfolgsgrösse – wie z.B. den Wert für die Eigentümer – zu konzentrieren und in einem zweiten Schritt den Wertzuwachs unter den – auf Basis welcher Überlegungen und Theorien auch immer – *berechtigten Anspruchsgruppen aufzuteilen*. Dabei ist es durchaus möglich, dass einigen Personengruppen im Rahmen der Erfolgserwirtschaftung etwas (ihnen vermeintlich *implizit Zustehendes*) von den Eigentümern

---

<sup>524</sup> Vgl. Philipps/Freeman/Wicks (2003, S. 481). Trotz der Verallgemeinerung des Begründers der Stakeholder Theorie im Rahmen dieses Artikels bleibt der zentrale Kritikpunkt von Vertretern des Shareholder Value Ansatzes bestehen: Das gleichzeitige, zielorientierte Management unterschiedlicher Ansprüche unterschiedlicher Gruppen ist operativ kaum umsetzbar.

“Managing for stakeholders involves attention to more than simply maximizing shareholder wealth. Attention to the interests and well-being of those who can assist or hinder the achievement of the organization’s objectives is the central admonition of the theory. In this way stakeholder theory is similar in large degree to resource dependence theory (Frooman 1999; Pfeffer and Salancik 1978). However, for stakeholder theory, attention to the interests and well-being of some non-shareholders is obligatory for more than the prudential and instrumental purposes of wealth maximization of equity shareholders. While there are still some stakeholder groups whose relationship with the organization remains instrumental (due largely to the power they wield) there are other normatively legitimate stakeholders than simply equity shareholders alone.”

<sup>525</sup> Die beiden zentralen Anforderungen geringer Einführungs- und Betriebskosten, sowie die klare und eindeutige Zieldefinition könnten auf Basis der Stakeholder Theorie vermutlich nicht erfüllt werden.

<sup>526</sup> Jensen kritisiert das Managementinstrument *Balanced Scorecard* als Instrumentalisierung der Stakeholder Theorie. Diese Kritik bezieht sich allerdings in erster Linie auf die Mehrdimensionalität der *Balanced Scorecard* ohne zwischen den unterschiedlichen Dimensionen Prioritäten zu setzen. Die im Rahmen der *Balanced Scorecard* in der Regel verwendeten Dimensionen stimmen aber keinesfalls mit den unterschiedlichen Anspruchsgruppen überein, weshalb die Kritik zwar grundsätzlich berechtigt ist, aber die *Balanced Scorecard* keinesfalls als Instrumentalisierung der Stakeholder Theorie bezeichnet werden kann. Vgl. Jensen (2001, S. 310).

"weggenommen" wird, was ihnen im Anschluss im Rahmen der Verteilung wieder ausgezahlt wird.<sup>527</sup> Eine eindeutige Zielfunktion sichert jedoch höhere Transparenz und reduziert Agentenkosten<sup>528</sup>, indem alle Anspruchsgruppen zunächst nur auf Basis der mit ihnen geschlossenen Verträge kompensiert und damit nachvollziehbar gerecht behandelt werden. Erst *nach Messung ihres Erfolgsbeitrags* werden *zusätzliche Leistungen verteilt*.<sup>529</sup> Ein Managementansatz muss daher definieren, welche Anspruchsgruppen bzw. Ressourcen welchen Beitrag zur Zielerreichung geleistet haben, damit die Eigentümer auf dieser Basis entscheiden können, ob und wie viel sie den am Erfolg (Misserfolg) beteiligten Personengruppen ausschütten. Die am weitesten verbreitete Variante der erfolgsabhängigen Kompensation einer Anspruchsgruppe ist die teilweise variable Vergütung von Führungskräften (Bonuszahlungen).

In *Abschnitt 7.2* wird ein Managementsystem entwickelt, das sich nicht auf die erfolgsabhängige Abgeltung der (Führungs-)Mitarbeiter beschränkt, sondern weitere Anspruchsgruppen in die Erfolgsbeteiligung einbezieht. Ein solches Vorgehen sichert eine *effiziente Ressourcenallokation* durch Verwendung einer *eindimensionalen Orientierungsvariable* (Wert für die Eigentümer). Gleichzeitig werden alle *Anspruchsgruppen motiviert*, ebenfalls dieses Ziel zu verfolgen. Von erfolgreichem wertorientiertem Management können somit alle Anspruchsgruppen profitieren, selbst wenn diese nicht explizit in der Optimierungsfunktion eines Unternehmens berücksichtigt werden.<sup>530</sup>

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sowohl auf Basis empirischer als auch theoretischer Betrachtungen die primäre Orientierung an den Interessen der Eigentümer in KMU die Regel sein sollte. Damit ist noch keine Aussage über den *Inhalt* der Ziele getroffen worden. Selbstverständlich kann ein Eigentümer verfügen, dass zumindest für gewisse strategische Entscheidungen andere Anspruchsgruppen nicht nur beratend, sondern entscheidend mitwirken können. Ein Managementansatz muss so konzipiert

---

<sup>527</sup> Z.B. kann im Rahmen einer betriebsweiten Streichung von Weihnachtsgeld ein Arbeitnehmer kurzfristig schlechter gestellt werden. Aufgrund eines (daraus resultierenden) höheren Jahresüberschusses und eines höheren Erreichungsgrads der vorab definierten Leistungsziele dieses Arbeitnehmers erhält dieser eine variable Vergütung, die u.U. über seinem bisherigen Weihnachtsgeld liegt. Sicherlich gibt es auch Mitarbeiter, deren Erfolgsbeitrag geringer ist und die daher insgesamt schlechter gestellt werden.

<sup>528</sup> Vgl. *Kapitel 2.1.3*.

<sup>529</sup> Dieses Vorgehen entspricht nicht den Anforderungen der klassischen Stakeholder Theorie, da sie eine Instrumentalisierung jeglicher Art ablehnt. Vgl. Philipps/Freeman/Wicks (2003, S. 481).

<sup>530</sup> Weder in Form einer Zielvariablen noch in Form einer einschränkenden Nebenbedingung, die über die gesetzlich garantierten Ansprüche hinaus geht.

sein, dass er primär die Interessen und Ziele der Eigentümer zu erreichen versucht. Gleichzeitig muss er die Eigentümer dazu bringen, diese Ziele klar zu formulieren, unternehmensweit zu kommunizieren und damit alle relevanten Anspruchsgruppen zu einem höheren Erfolgsbeitrag zur Zielerreichung zu motivieren. Welches diese Ziele sein können und sollten, wird im folgenden Abschnitt diskutiert.

## 7.1.2 Unternehmenswert als geeigneter Bezugsrahmen

Auf die Vorteile und grosse Verbreitung der Wertorientierung, bzw. -maximierung als strategischem Managementansatz für Grossunternehmen wurde bereits eingegangen, ebenso auf die Vorteilhaftigkeit der primären Orientierung an den Interessen der Eigentümer in mittelständischen Unternehmen. Im Folgenden wird ausgeführt, warum auch mittelständische Unternehmen sich grundsätzlich an der Wertentwicklung ihres Unternehmens orientieren sollten und welche Alternativen beim Wertmanagement denkbar sind.

### 7.1.2.1 Orientierung am Unternehmenswert

Vorbereitend wird in diesem Zusammenhang auf die Problematik unterschiedlicher Arten von Unternehmenszielen und deren Eignung zur strategischen Steuerung von Unternehmen eingegangen. Theoretisch gibt es diesbezüglich zwei unterschiedliche Arten von Zielen.

Ein Managementsystem für mittelständische Unternehmen sollte sich grundsätzlich an *Formalzielen*<sup>531</sup> orientieren. Formalziele treffen sachungebundene Aussagen über einen angestrebten Erfolg. Beispiele für Formalziele sind Produktivität, Wirtschaftlichkeit, Rentabilität, Stabilität und Liquidität.<sup>532</sup> Die Organisationstheorie nennt als oberstes Formalziel von Organisationen das *Überleben in ihrer Umwelt*.<sup>533</sup> Die Bedeutung dieses Ziels (langfristige Sicherung des Unternehmensfortbestands) für mittelständische Unternehmen lässt sich vielfach belegen. Voraussetzung für das *Überleben erwerbswirtschaftlich orientierter Unternehmen* ist die Erwirtschaftung von Gewinnen.<sup>534</sup> Managementansätze für mittelständische Unternehmen müssen somit zu einer *nachhaltigen Gewinnerwirtschaftung* beitragen und das Unternehmen operativ an die-

---

<sup>531</sup> Zur Definition von Formal- und Sachzielen vgl. *Fussnote 368*.

<sup>532</sup> Vgl. Bussiek (1994, S. 12).

<sup>533</sup> Vgl. March/Simon (1958, S. 65f., S. 109ff.).

<sup>534</sup> Vgl. Zimmermann: (2001, S. 38ff.).

sem Ziel ausrichten. Dabei "hat das Formalziel Gewinn Priorität vor den Sachzielen der eigentlichen Leistungserstellung."<sup>535</sup> Der Gewinn ist also weniger ein eigenes Ziel als vielmehr ein Mittel zur Erreichung des übergeordneten Ziels Unternehmensfortbestand. In *Kapitel 2.1* wurde bereits dargelegt, dass die (kurzfristige) Orientierung an der Buchgrösse Gewinn nicht notwendigerweise zur nachhaltigen Gewinnerwirtschaftung und somit zum langfristigen Erhalt eines Unternehmens beiträgt, im Gegenteil sogar kontraproduktiv sein kann.<sup>536</sup> Gesucht sind also steuerbare Grössen, die mit dem *langfristigen* Unternehmenserhalt korrelieren.

Wie bereits angesprochen belegen jüngere empirische Untersuchungen für den deutschen Mittelstand, dass die *langfristige Steigerung des Unternehmenswerts zumindest das zweitwichtigste Unternehmensziel* geworden ist,<sup>537</sup> für managementgeführte Unternehmen und industrielle (Gross-)Mittelständler mit mehr als 500 Mitarbeitern sogar das wichtigste.<sup>538</sup> Die Ergebnisse aus den Fallstudien bestätigen die Aktualität der wertorientierten Führung im Mittelstand. Die strategischen Ziele von zwei der drei untersuchten Unternehmen können als wertorientiert bezeichnet werden, eine Operationalisierung der Ansätze in Form eines Managementansatzes oder wertorientierten Controllingsystems hat bislang jedoch noch nicht stattgefunden.<sup>539</sup> Empirisch gesehen ist die *Wertorientierung* in mittelständischen Unternehmen auf *strategischer Ebene* also vermutlich verbreiteter als bislang vermutet. Ansätze zu deren *Operationalisie-*

---

<sup>535</sup> Vgl. Bussiek (1994, S. 13).

<sup>536</sup> Eine kurzfristige Gewinnorientierung kann z.B. zu einer falschen Investitionspolitik führen. Investitionen für die innovative Weiterentwicklung des Unternehmens werden verschoben, da die erwarteten Abschreibungen den (kurzfristigen) Gewinn schmälern. Nachhaltig sinnvolle Zukunftsinvestitionen werden nicht getätigt. Ein weiterer Kritikpunkt ist die fehlende Berücksichtigung der Eigenkapitalkosten. Es wird nicht berücksichtigt, zu welchen Eigenkapitalkosten Gewinne erzielt werden, d.h. welche Kapitalbasis für einen gewünschten, risikobehafteten Erfolg gebunden werden muss.

<sup>537</sup> Vgl. *Kapitel 3.2.2*.

<sup>538</sup> Vgl. Kayser/Wallau (2003, S. 84ff.). Überraschend ist, dass die kurzfristige Gewinnmaximierung für Mittelständler unterschiedlicher Grössen und Führungsstrukturen das Ziel mit der geringsten Bedeutung ist.

<sup>539</sup> Bei den TTF kann aufgrund der implizit geäusserten Ziele von einem Werterhalt gesprochen werden, bei Q-Cells durchaus von einer Wertmaximierung. Nur Wenko hatte zum Zeitpunkt der Fallstudie keine explizit wertorientierten Ziele formuliert. Bei keinem der Unternehmen erfolgt eine Operationalisierung der wertorientierten Ausrichtung. Diese strategische Wertorientierung bei gleichzeitig fehlenden oder unvollständigen Ansätzen zur korrekten Umsetzung erinnern an die empirischen Befunde zum Implementierungsstand der Shareholder Value Orientierung bei deutschen Grossunternehmen. Vgl. Achleitner/Bassen (2002, S. 633).



rung gibt es bislang weder in Theorie noch Praxis.<sup>540</sup> Sie werden in *Abschnitt 7.2* gegeben.

Unternehmen können das Ziel des nachhaltigen Unternehmensfortbestands grundsätzlich mit Hilfe verschiedener Unterziele verfolgen. Da die gleichzeitige Verfolgung unterschiedlicher Ziele in vielen Fällen zu Zielkonflikten führt, ist das Anlegen einer *Zielhierarchie* notwendig. Die Verfolgung eines "primären" strategischen Ziels muss vor nachrangigen Zielen – deren Rangordnung ebenfalls festgelegt sein sollte – Vorrang haben. Dieses oberste Ziel sollte sich *inhaltlich* nur am Unternehmenswert orientieren. Dies hat folgende Gründe:

1. Der Unternehmenswertsteigerung ist faktisch bereits das zweitwichtigste Ziel mittelständischer Unternehmer.<sup>541</sup>
2. Die Unternehmenswertorientierung ist empirisch gesehen positiv mit dem Unternehmensfortbestand korreliert.<sup>542</sup>
3. Der Unternehmenswert (equity value) drückt direkt den ökonomischen Wert eines Unternehmens für seine Eigentümer aus.
4. Es gibt bereits eine Vielzahl erfolgreich operationalisierter Ansätze zur wertorientierten Unternehmensführung.

#### 7.1.2.2 Wertmanagementalternativen in mittelständischen Unternehmen

Neben dem *Inhalt* spielen zwei weitere Dimensionen bei der Formulierung von Unternehmenszielen eine zentrale Rolle: Dies ist einerseits das angestrebte *Ausmass der Zielerreichung* (Maximierung oder Satisfizierung)<sup>543</sup> und andererseits der *zeitliche Bezug* (kurz-, mittel- oder langfristig).<sup>544</sup> Die Ausprägung dieser beiden Komponenten

---

<sup>540</sup> Einzige Ausnahme bildet das Instrument der Balanced Scorecard. Diese muss aber nicht notwendigerweise wertorientiert sein. Sie dient allgemein die Operationalisierung von Unternehmenszielen in einem konsistenten Zielsystem. Vgl. auch *Kapitel 2.3.6*.

<sup>541</sup> Die Akzeptanz eines Ziels ist die zentrale Voraussetzung für die erfolgreiche Einführung eines Managementansatzes. Vgl. Kayser/Wallau (2003, S. 84ff.).

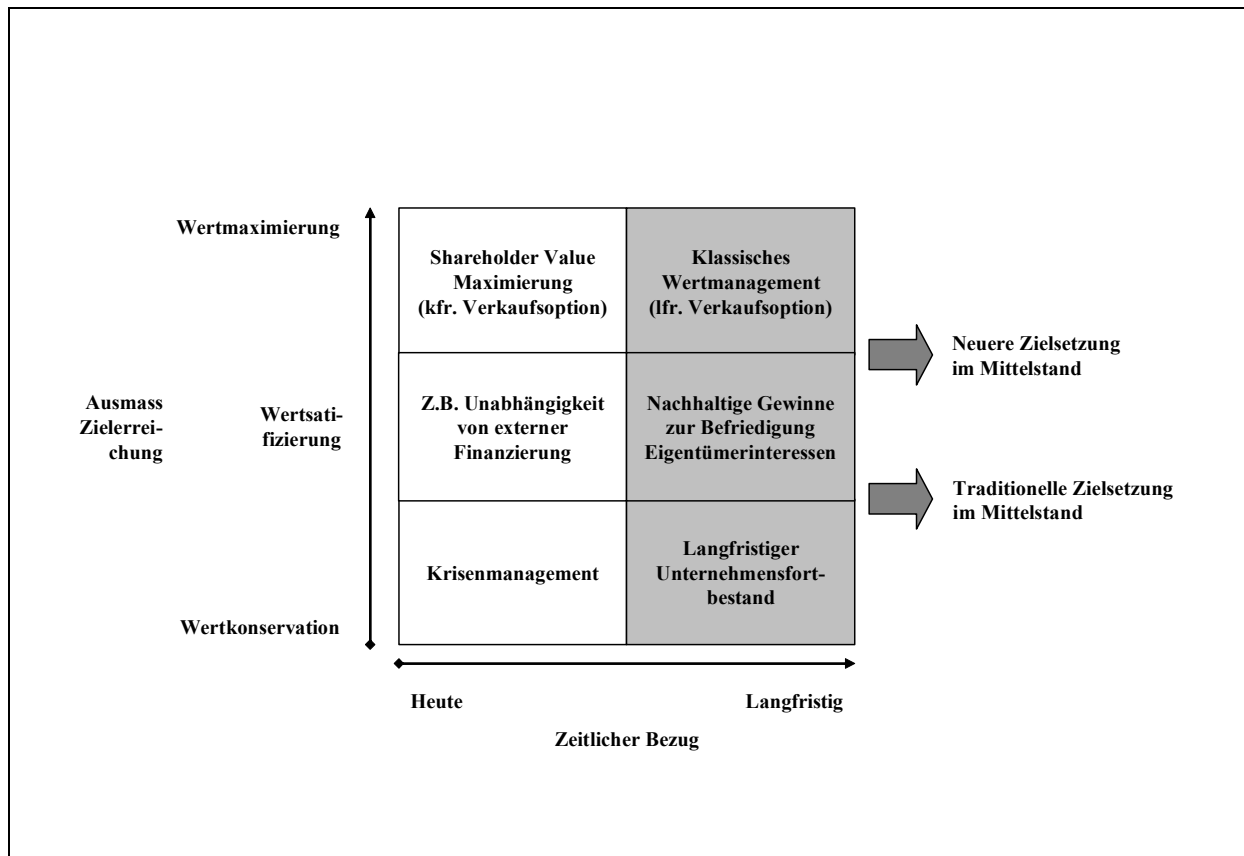
<sup>542</sup> Vgl. Copeland/Koller/Murrin (1997, S. 20ff.).

<sup>543</sup> Die obigen Begriffe werden einerseits für die Beschreibung eines *höchstmöglichen* Zielerreichungsgrads (Maximierung) und andererseits für das Erreichen eines *befriedigenden* Anspruchsniveaus (Satisfizierung) verwendet.

<sup>544</sup> Die Wertorientierung per se ist als Formalziel im Einzelfall nicht konkret genug, da es die Dimensionen Ausmass der Zielerreichung und Zeit nicht berücksichtigt. In den Kurzfallstudien wurden einige mögliche Formalziele genannt, z.B. die nachhaltige Erwirtschaftung einer „schwarzen Null“ (entspricht der langfristigen Er-

hängt von den individuellen *Präferenzen* der Eigentümer ab. Wo die Unternehmensziele bislang nicht wertorientiert formuliert sind, können die bisherigen Ziele häufig in einen wertorientierten Bezugsrahmen übersetzt werden. *Abbildung 7-2* gibt einen Überblick zu den verschiedenen Optionen für wertorientiertes Management in mittelständischen Unternehmen.

*Abbildung 7-2: Möglichkeiten für Wertmanagement in mittelständischen Unternehmen*



Quelle: Eigene Darstellung

Ein Managementansatz für mittelständische Unternehmen muss grundsätzlich die Flexibilität haben, sich schnell an die unterschiedlichen Zielsetzungen der Eigentümer anzupassen. Daher ist es sinnvoll, die wichtigste Dimension des Unternehmensziels konstant zu halten. Dadurch kann der Managementansatz bei Zieländerungen *qualitativ* unverändert bleiben. Änderungen beim Ausmass der Zielerreichung und beim zeitlichen Bezug haben nur *quantitative* Auswirkungen, d.h. in der Regel müssen die gene-

---

wirtschaftung eines Minimalgewinns in Höhe von Null), die langfristige Unabhängigkeit von externer Finanzierung (entspricht einem Minimalgewinn in Höhe des Finanzierungsbedarfs des Unternehmens), die Maximierung der Eigenkapitalrendite (entspricht einer Maximierung des Verhältnisses von Gewinn zum Wert des Eigenkapitals) und die langfristige Maximierung des Aktienwerts (hier kann nur von einer Korrelation zu der langfristigen Maximierung ökonomischer – nicht buchhalterischer – Gewinne gesprochen werden).

rischen und operativen Werttreiber nur in ihrer Höhe, nicht aber in ihrer grundsätzlichen Struktur und Hierarchie angepasst werden, d.h. das Zielsystem muss nicht verändert werden.

Zum einen können Eigentümer die *Maximierung* des Unternehmenswerts anstreben. Diese *Zielsetzung* unterscheidet sich grundsätzlich nicht von derjenigen des klassischen Wertmanagements in börsennotierten Grossunternehmen. Bei *kurzfristiger* Wertmaximierung muss theoretisch zu jedem Zeitpunkt überprüft werden, ob der heutige Wert für die Aktionäre durch die Fortführung oder den Verkauf des Unternehmens höher ist und es im zweiten Fall tatsächlich verkaufen.<sup>545</sup> Bei der *langfristigen* Wertmaximierung setzen die Eigentümer den potenziell zu verkaufenden Einheiten eine Frist, bis zu der sie den Eigenkapitalwert auf ein marktgerechtes Niveau steigern können. Nur im Falle eines nachhaltigen Zurückstehens hinter den Renditeerwartungen der Eigentümer wird ein Verkauf gebilligt. Dabei ist eine Besonderheit im Zusammenhang mit der Wertmaximierung in mittelständischen Unternehmen die Berechnung der *marktgerechten* Eigenkapitalkosten.<sup>546</sup> Sie werden über ein kapitalmarktunabhängiges Modell hergeleitet, welches an die Spezifika mittelständischer Unternehmen angepasst ist.<sup>547</sup> Die Bestimmung der Eigenkapitalkosten erfolgt bei Grossunternehmen im Gegensatz zu den im Folgenden beschriebenen Wertansätzen durch unternehmensexterne Faktoren.<sup>548</sup>

---

<sup>545</sup> Beim Shareholder Value Ansatz von Rappaport gilt die einfache Handlungsanweisung, dass wenn der Verkaufspreis grösser ist als der DCF-Wert, ein Verkauf grundsätzlich wertmaximierend ist. Dies gilt nicht nur für das Unternehmen als Ganzes, sondern insbesondere für (vergleichsweise unprofitable) Teile des Unternehmens, die ein Käufer (aus seiner Sicht) profitabler betreiben kann. In diesem Fall bleibt jedoch der Wert von Realloptionen unberücksichtigt, weshalb es sinnvoll sein kann, Unternehmen(-steile) erst nach einem gewissen Zuwarten zu verkaufen.

<sup>546</sup> Im klassischen Wertmanagement für Grossunternehmen stellen die Kapitalkosten eine *hurdle rate* dar. D.h. ein Unternehmen schafft erst dann Wert, wenn die erwartete Eigenkapitalrendite bestimmter Strategien und Projekte über den Kapitalkosten liegt. Ziel ist hier grundsätzlich eine Maximierung der Eigenkapitalrendite (als einem der generischen Treiber des Unternehmenswerts). Liegt sie hingegen genau bei den Kapitalkosten wird letztlich Shareholder Value Konservation betrieben. Strebt man eine konstante Verzinsung in Höhe der *hurdle rate* „plus x“ an, so kann von einer Wertsatisfizierung (auf höherem Niveau) gesprochen werden. Diese Strategien definieren Wert allerdings ausschliesslich in Abhängigkeit der theoretischen Verzinsungsansprüche der Kapitalmarktteilnehmer – eine für KMU nur teilweise zutreffende Annahme. Daher werden die im Folgenden dargestellten wertorientierten Unternehmensziele Shareholder *Konservierung* und *Satisfizierung* in Abhängigkeit des vom Eigentümer-Unternehmer geforderten *Opportunitätszinses* entwickelt.

<sup>547</sup> Vgl. Kapitel 7.2.1.

<sup>548</sup> Genau genommen sind die Faktoren nicht unternehmensextern, sondern „*unternehmer-extern*“, da nicht dessen Präferenzen für die Bestimmung der Eigenkapitalrendite ausschlaggebend sind. Diese externen Faktoren

Auf Basis der Fallstudien und der untersuchten Literatur lassen sich zwei weitere, für die Abbildung der sozialen Realität im Mittelstand geeignetere Zielsetzungen definieren. Der Unternehmensfortbestand kann einerseits als Werterhalt oder *Shareholder Value Konservation* in den wertorientierten Bezugsrahmen übersetzt werden. Ziel ist dabei der (reale) Werterhalt des Unternehmens (bzw. des Eigenkapitals) zu seiner langfristigen Sicherung. Die Eigentümer streben eine *reale* Kapitalverzinsung von  $r_K = 0\%$  an. Ihre Ansprüche sind mit der *langfristigen* Fortführung des Unternehmens befriedigt, sofern sich der Wert ihres Eigenkapitals dadurch nicht mindert. Dass es diesen Ansatz in einigen mittelständischen Unternehmen implizit gibt, ist unbestritten. Interessant ist vielmehr eine theoretische Erklärung für seine Existenz. Einer der Hauptursachen ist vermutlich, dass die Voraussetzungen für das dem klassischen Shareholder Value Ansatz zu Grunde liegende CAPM nicht erfüllt sind: Eigentümer-Unternehmer sind in der Regel keine ökonomisch rein rational handelnden, risikoaversen, ausschließlich monetär orientierten und perfekt diversifizierten Finanzinvestoren:

1. Eigentümer-Unternehmer sind meistens *unterdiversifiziert*. Der Grossteil ihres jetzigen und zukünftigen (z.B. Arbeitseinkommen) Vermögens ist in ihrem Unternehmen gebunden. Daraus resultiert ein höheres (schlecht diversifizierbares) Risiko. Dieses Risiko soll durch aktives Management reduziert werden.<sup>549</sup>
2. Eigentümer-Unternehmer sind nicht rein monetär orientiert. Zahlreiche Studien belegen, dass viele Eigentümer gleichzeitig *persönliche Ziele* mit der Unternehmensführung verbinden, sei es aus Traditionsbewusstsein (z.B. TTF), Familienorientierung (z.B. Wenko) oder anderen persönlichen Motiven und damit ihren Nutzen direkt steigern.<sup>550</sup>

---

können wie im CAPM das Marktrisiko enthalten. Andere Modelle, z.B. Mehrfaktormodelle können das erwartete Risiko-Rendite-Profil auf Basis mehrerer Faktoren bestimmen, die mit dem Risiko des untersuchten Unternehmens stärker korrelieren.

<sup>549</sup> Wie bereits angesprochen (vgl. *Fussnote 479*) hat Müller (2004) einen Zusammenhang zwischen Unterdiversifikation und höherer Rendite in US-amerikanischen eigentümergeführten Unternehmen festgestellt. Zwei Ursachen sind denkbar: 1. Ihre höhere Abhängigkeit lässt Eigentümer-Unternehmer (als Unternehmer) härter für den Unternehmenserfolg arbeiten. 2. Sie fordern (als Eigentümer) für das höhere Risiko (durch Unterdiversifikation) eine höhere Rendite. Dieses Verhalten lässt eher auf das Ziel der Wertmaximierung schliessen. Unabhängig von diesen Ergebnissen für die USA kann davon ausgegangen werden, dass es in Deutschland eigentümergeführte Unternehmen gibt, deren Ziel eher eine Minimierung des Risikos ist, z.B. durch unternehmensinterne Absicherungsinstrumente wie Hedging, Diversifikation oder Verzicht auf riskante Investitionsprojekte.

<sup>550</sup> Vgl. *Kapitel 3.2.2* und Gibson (2004, S.8).

3. Eigentümer-Unternehmer müssen keinesfalls in jeder Situation *risikoavers* sein. In manchen Situationen – bei einigen Unternehmern scheint dies situationsunabhängig zu sein – stiftet riskantes (*risikofreudiges*) Verhalten mehr Nutzen als risikoaverses. Ein *risikoneutraler* Eigentümer fordert grundsätzlich keine Kompensation für das von ihm eingegangene Risiko in Form einer Risikoprämie.
4. Ein risikoneutraler (oder wenig risikoaverser), nicht rein monetär orientierter oder schlecht diversifizierter Eigentümer-Unternehmer kann durchaus rational sein, und dennoch *keine reale Verzinsung* seines Eigenkapitals fordern. Einige Eigentümer-Unternehmer sind jedoch schlichtweg *irrational* und geben sich mit einem Werterhalt zufrieden – ohne dass diese Entscheidung rational nachvollzogen werden kann.

Unabhängig von den möglichen Gründen für den langfristigen Verzicht auf Eigenkapitalrendite ist der kurzfristige Verzicht, z.B. in einer Restrukturierungssituation, sehr viel häufiger und einfacher zu beobachten. Hier wird über einen relativ kurzen Zeitraum eine Nullverzinsung des Kapitals geduldet, um den Fortbestand des Unternehmens zu sichern.<sup>551</sup> Mittel- oder langfristig können sich dann wieder höhere Erwartungen an die Wertentwicklung einstellen.<sup>552</sup>

Eine aus Sicht der Eigentümer etwas anspruchsvollere Variante ist die *Shareholder Value Satisfizierung*. Ziel der Eigentümer ist nicht nur der reale Werterhalt, sondern die Erwirtschaftung einer positiven realen Rendite durch das Unternehmen. Mit anderen Worten: Das eingesetzte Kapital soll zu einem festen Satz  $0 < r_S < \infty$  verzinst werden, der eigentlich unabhängig vom Verzinsungsanspruch des Marktes ist. In Abgrenzung zu der klassischen Wertmaximierung kann man  $r_S < r_{CAPM}$  definieren, wobei  $r_{CAPM}$  die (für mittelständische Unternehmen angepassten) erwarteten Eigenkapitalkosten bei

---

<sup>551</sup> Dieses Verhalten kann realoptionstheoretisch erklärt werden. Die Möglichkeit des Zuwartens hat trotz keiner oder sogar kurzfristig negativer Eigenkapitalverzinsung einen positiven Wert für den Eigentümer-Unternehmer, da er mit Hilfe neuer Informationen nach dem Zuwarten ggf. eine bessere Entscheidung unter weniger Unsicherheit fällen kann.

<sup>552</sup> Der Ansatz der Shareholder Value Konservation war z.B. bei Wenko zu beobachten. Der jetzige Eigentümer war bereit, im Rahmen einer relativ grundlegenden Reorganisation eine Nullverzinsung seines Kapitals (vermutlich sogar zeitweilig eine Negativverzinsung) zu akzeptieren, um das Unternehmen für die Übergabe an seine Söhne wieder „fit“ zu machen, um ihnen die Option der Wertschöpfung in der Zukunft zu erhalten.

Verwendung des CAPM beschreibt.<sup>553</sup> Im Falle einer Wertsatisfizierung streben die Eigentümer also eine bestimmte Rendite an, die unter den marktabhängigen Eigenkapitalkosten liegt. Die Rendite  $r_S$  wird durch die individuellen Renditeerwartungen der Eigentümer bestimmt, die sich wiederum – wie im vorangehenden Absatz geschildert – nicht an den restriktiven und teilweise realitätsfernen Annahmen des CAPM orientieren muss. Eine ökonomische Interpretation der Wertsatisfizierung ist beispielsweise das Ziel der Unabhängigkeit von externer Finanzierung. Wenn für das Fortbestehen (z.B. durch Wachstum) des Unternehmens Investitionen notwendig sind, sollten diese auf Basis der angestrebten Eigenkapitalverzinsung ausschliesslich innenfinanziert werden können. Somit ist einer häufig geäusserten Forderung mittelständischer Unternehmer, nämlich der Unabhängigkeit von externen Investoren wie Banken oder Beteiligungsgesellschaften, Rechnung getragen.

Diese inhaltliche Vereinfachung erleichtert die operative Umsetzung der unterschiedlichen Ziele mittelständischer Unternehmer erheblich. Nun können auf operativer Ebene Sachziele formuliert werden, die dem jeweiligen Formalziel *Wertkonservation*, *Wertsatisfizierung* oder *Wertmaximierung* untergeordnet sind und zu dessen Erreichen auf strategischer Ebene beitragen. Die Treiber unterscheiden sich durch die Übersetzung der unterschiedlichen Ziele in den wertorientierten Bezugsrahmen nur *quantitativ*. *Qualitativ* kann dieselbe Werttreibersystematik für alle drei Zielsysteme verwendet werden. Diese wertorientierten Äquivalente populärer Ziele mittelständischer Unternehmen sind einerseits sehr leicht verständlich und daher gut kommunizierbar. Ausserdem kann mit dieser Systematik flexibel auf Änderungen der Ziele reagiert werden. Somit sind zwei der in *Kapitel 6* formulierten zentralen Anforderungen an die Unternehmensziele – einfache *Kommunizierbarkeit* und *Flexibilität* – erfüllt.

## **7.2 Die Berechnung des Eigentümerwerts als Ausgangspunkt des Wertmanagementsystems**

Trotz der aufgezeigten Notwendigkeit für wertorientiertes Management in mittelständischen Unternehmen wurde bis dato kein Managementansatz entwickelt, der den besonderen Anforderungen dieses Unternehmenssegments ausreichend gerecht wird.<sup>554</sup>

---

<sup>553</sup> Schliesslich werden die  $r_{CAPM}$  als marktabgeleiteter Verzinsungsanspruch im klassischen Wertmanagement verwendet. Das Ziel der Wertmaximierung wird erst erreicht, indem eine tatsächliche Kapitalverzinsung angestrebt wird, die unter den gegebenen Umständen *maximal* ist, *zumindest* aber über den  $r_{CAPM}$  liegt.

<sup>554</sup> Vgl. *Kapitel 4.2*. Die Dissertation von Wortmann (2001) und der Beitrag von Achleitner/Bassen (2000) sind zwar erste Versuche in dieser Richtung, stellen aber weder das Primat der marktorientierten Wertmaximierung

Angangspunkt der Entwicklung eines Wertmanagementsystems für mittelständische Unternehmen ist die regelmässige *Bewertung* des (Eigenkapitals eines) Unternehmens nach *einheitlichen* und *gleichbleibenden* Bewertungsmaassstäben. Nur so kann eine Wertsteigerung in einer Periode gemessen werden, da ein externer Indikator für den Unternehmenswert – wie die Marktkapitalisierung bei börsennotierten Unternehmen – fehlt.

Der Unternehmenswert ist insbesondere bei mittelständischen Unternehmen stark von den individuellen Präferenzen des Eigentümers geprägt. Er bestimmt letztlich, was ihm *sein* Unternehmen zu einem bestimmten Zeitpunkt wert ist und wie der Wert *für ihn* gesteigert werden kann. Im Folgenden soll explizit nur der *finanzielle* Wert eines Unternehmens für seine Eigentümer Basis der Überlegungen sein.<sup>555</sup> In den meisten Fällen wissen die Eigentümer jedoch nicht, was ihr Unternehmen wert ist und greifen für unterschiedliche Bewertungsanlässe zu unterschiedlichen Bewertungsmethoden.

Als *Entscheidungshilfe*<sup>556</sup> für die wertorientierte Unternehmenssteuerung werden in der Praxis in Grossunternehmen diskontierungsbasierte Bewertungsverfahren wie der DCF-Ansatz oder Übergewinnverfahren wie MVA bevorzugt.<sup>557</sup> In der Theorie treten neuere Verfahren wie realoptionsbasierte und wissensbasierte Ansätze hinzu. Für mittelständische Unternehmen wird in der Theorie und zunehmend auch in der Praxis immer wieder das Ertragswertverfahren als diskontierungsbasierter Ansatz aufgrund seiner konzeptionellen Einfachheit empfohlen bzw. eingesetzt. Die Popularität dieses

---

für mittelständische Unternehmen in Frage, noch wird die Möglichkeit der wertorientierten Berücksichtigung anderer, gerade für den Erfolg mittelständischer Unternehmen besonders kritischer Ressourcen (neben dem Sach-/Finanzkapital) beleuchtet. Dabei konzentriert sich der Beitrag von Wortmann insbesondere auf den normativen Teil des Shareholder Value Ansatzes, während Achleitner/Bassen ihr Augenmerk auf den instrumentellen Aspekt des Ansatzes legen.

<sup>555</sup> In einigen Fällen stellt der finanzielle Wert nur einen geringen Teil des Gesamtwerts des Unternehmens für den Eigentümer bzw. die Eigentümerfamilie dar. Die Befriedigung nicht-ökonomischer Ziele wie die emotionale Bindung zum Unternehmen, die soziale Verantwortung etc. können ebenfalls einen nicht unerheblichen Teil des Unternehmenswerts aus Eigentümersicht ausmachen. Diese sind allerdings in der Regel besonders schwer zu messen und werden u.a. deshalb in den folgenden Ausführungen vernachlässigt.

<sup>556</sup> Vgl. *Kapitel 2.2*.

<sup>557</sup> Gemeint ist hier die Variante des MVA, die sich aus der Aufsummierung abdiskontierter zukünftiger ökonomischer Gewinne – wie EVA oder CVA – errechnet.

Ansatzes wuchs praktisch proportional mit der zunehmenden Bedeutung des DCF-Ansatzes in Grossunternehmen.<sup>558</sup>

Im Folgenden wird daher ein *modifiziertes DCF-Verfahren* entwickelt,<sup>559</sup> welches eine kapitalmarktunabhängige Bestimmung der Eigenkapitalkosten für mittelständische Unternehmen erlaubt. Dabei wird an der Struktur (Rechenformel) des klassischen DCF-Verfahrens (dem *Entity-Ansatz*)<sup>560</sup> festgehalten. Sie stellt die Grundlage für das in den folgenden Abschnitten entwickelte *ressourcenbasierte Übergewinnverfahren* dar, welches den Besonderheiten (nicht-börsennotierter) mittelständischer Unternehmen Rechnung trägt.<sup>561</sup>

In der Literatur gibt es unterschiedliche Auffassungen über die Anwendbarkeit des DCF-Ansatzes in mittelständischen Unternehmen. Achleitner/Bassen (2000) verwenden den Ansatz für ihre Konzeption des Shareholder Value in KMU, die sich allerdings kaum von der Verwendung des Ansatzes in Grossunternehmen unterscheidet. Im vorliegenden Ansatz wird die Kritik von Behringer (2001) aufgegriffen, der in der kapitalmarktabhängigen Bestimmung der Eigenkapitalkosten das zentrale Hindernis für den Einsatz des DCF-Ansatzes sieht.<sup>562</sup> Im Folgenden wird eine Version des DCF-

---

<sup>558</sup> Wie bereits angesprochen wird letzterer für mittelständische Unternehmen deswegen als ungeeignet angesehen, da die Bestimmung der gewichteten Kapitalkosten (WACC) bei börsennotierten Unternehmen über ein Kapitalmarktmodell (in der Regel das CAPM) erfolgt, für welches die Voraussetzungen eines Einsatzes in nicht-börsennotierten Unternehmen nicht gegeben sind. Vgl. *Kapitel 2.2.2.3*.

<sup>559</sup> Das Verfahren könnte grundsätzlich ebenso gut *modifiziertes Ertragswertverfahren* genannt werden. Mit der Entscheidung für die Bezeichnung modifiziertes DCF-Verfahren soll vor allem die *Wertmanagementorientierung* des Ansatzes betont werden.

<sup>560</sup> Der Entity-Ansatz stellt die weitverbreiteste Variante des DCF-Ansatzes dar und liegt auch dem in *Kapitel 2.3.1* dargestellten Werttreibermodell von Rappaport zugrunde. Der Ansatz ist im Wesentlichen dadurch charakterisiert, dass auf die Freien Cashflows vor Abzug von Fremdkapitalzinsen abgestellt wird, die entsprechend mit den *gewichteten* Kapitalkosten (WACC) diskontiert werden.

<sup>561</sup> Wichtig ist der Hinweis, dass sich dieses Verfahren nicht nur auf Unternehmen anwenden lässt, die zwar zum Betrachtungszeitpunkt nicht börsennotiert sind, aber einen Börsengang anstreben, sondern auch auf solche, die in privater Hand bleiben wollen und für die es keine geeigneten börsennotierten Vergleichsunternehmen gibt. In den im *Kapitel 4.3* dargestellten Ansätzen von Wortmann (2001) und Achleitner/Bassen (2000) wird implizit davon ausgegangen, dass sich die mittelständischen Unternehmen, auf welche der Shareholder Value Ansatz angewendet werden soll, entweder in absehbarer Frist dem Kapitalmarkt öffnen werden oder sich mit anderen, an der Börse kotierten Unternehmen vergleichen lassen, sodass Vergleichsbetas für die Bestimmung kapitalmarktabhängiger Eigenkapitalkosten für das jeweilige Unternehmen abgeleitet werden können. Der im Folgenden dargestellte Ansatz ist von solchen Restriktionen frei.

<sup>562</sup> Vgl. *Kapitel 2.2.2.3*. Behringer begründet die Ungeeignetheit der Anwendung des Shareholder Value Ansatzes auf KMU somit in erster Linie instrumental. Vgl. Behringer (2001, S. 110f.).



Modells entwickelt, die einige Anpassungen an die Ermittlung der Freien Cashflows, der Berechnung des Restwerts und vor allem an die Bestimmung der Kapitalkosten vorschlägt. Allgemein lautet die Formel zur Bewertung des Unternehmenswerts auf Basis der DCF-Methode:

$$(Gleichung 7-1) \quad \text{Unternehmenswert} = DCF = \frac{FCF_1}{1+r} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \dots$$

Alle zukünftigen Freien Cashflows  $FCF_t$  werden mit dem jeweils zugehörigen Diskontsatz  $r$  (den Kapitalkosten) auf den heutigen Zeitpunkt abgezinst. Dabei ist die detaillierte Prognose der Freien Cashflows und der Kapitalkosten bis in die Ewigkeit – insbesondere aufgrund der damit verbundenen Unsicherheiten – nicht zweckmässig. Eine Vereinfachung der Formel ist notwendig, indem in einen Zeitraum mit *Detailplanungen* (im folgenden Beispiel drei Jahre) und einen Zeitraum mit *Schätzungen auf aggregierter Basis* (z.B. durch Fortschreibung) unterteilt wird.<sup>563</sup> Für den letzteren wird ein sogenannter *Restwert*<sup>564</sup>,  $RW$ , ermittelt. Dabei handelt es sich um den Wert, den das Unternehmen nach Ablauf der Phase der Detailschätzungen (hier voraussichtlich in drei Jahren) haben wird.<sup>565</sup>

---

<sup>563</sup> Diese Unterteilung sollte in Abhängigkeit der Prognostizierbarkeit der Cashflows geschehen. Grundsätzlich ist eine möglichst lange Planungsperiode wünschenswert. In den meisten Fällen sind detaillierte Cashflow-Prognosen über fünf Jahre hinaus jedoch unrealistisch. Die Prognostizierbarkeit hängt von den einzelnen Unternehmen oder Branchen ab. Die TTF sind ein Beispiel für besonders gute Prognosefähigkeit von Cashflows. Hier ist ein Prognosezeitraum von zehn Jahren oder mehr durchaus denkbar. Bei Wenko hingegen fällt die Prognose schwerer, da sehr unterschiedliche nicht in der Macht des Unternehmens befindliche Faktoren, die Cashflows kurzfristig beeinflussen. Andererseits erlauben hier langfristige Verträge sowie Kunden- und Lieferantenbeziehungen eine Prognose von bis zu fünf Jahren. Bei Q-Cells ist eine detaillierte Planung vermutlich nur für die nächsten drei Jahre sinnvoll, da sich das Unternehmen in einem extrem dynamischen Markt befindet. Ausserdem kann der Fortführungswert in drei Jahren bereits über einen Vergleich mit an der Börse notierten Unternehmen ähnlicher Struktur und Branche erfolgen.

<sup>564</sup> Der Restwert wird je nach Situation entweder als *Fortführungswert* oder als *Liquidationswert* berechnet. Der Fortführungswert kann in der Logik der DCF-Methode in Gleichung 7-2 durch  $FCF_3/(r-g)$  bestimmt werden, wobei  $g$  die erwartete durchschnittliche Wachstumsrate der Freien Cashflows nach Ablauf der Phase der Detailschätzungen angibt. In *Abschnitt 7.2.2* werden weitere Alternativen für die Ermittlung des Fortführungswerts herangezogen.

<sup>565</sup> Kritiker diskontierungsbasierter Bewertungsverfahren bemängeln teilweise zu Recht, dass das Bewertungsproblem auf diese Weise nicht gelöst, sondern lediglich verschoben wird. Vgl. Spremann (2002, S. 168). Dies ist insofern richtig, da der Restwert meist einen erheblichen Anteil des Gesamtunternehmenswerts ausmacht. Der Anteil des Restwerts am Gesamtwert steigt c.p. mit der Höhe der Wachstumsrate  $g$  und der Höhe des prognostizierten Freien Cashflows zum Ende der Planungsperiode. Der Anteil fällt mit der Länge der Planungsperiode (3 Jahre in *Gleichung 7-2*) und der Höhe der Kapitalkosten  $r$  am Ende der Planungsperiode. Der dargelegten Kritik kann entgegengesetzt werden, dass sich die Restwertschätzung auf vergleichsweise nahe in der Zukunft liegen-

(Gleichung 7-2) 
$$DCF = \frac{FCF_1}{1+r} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \frac{RW}{(1+r)^3}$$

Zur Bestimmung des Unternehmenswerts müssen unter Berücksichtigung der Spezifika von mittelständischen Unternehmen die Freien Cashflows (*FCF*), der Restwert (*RW*) und die Kapitalkosten (*r*) bestimmt werden.

## 7.2.1 Hinweise für die Berechnung der Freien Cashflows

Voraussetzung für wertorientiertes Management in mittelständischen Unternehmen ist eine regelmässige Finanzplanung und insbesondere die Prognose von Cashflows.<sup>566</sup> Sie stellen die Differenz zwischen *betrieblichen* Ein- und Auszahlungen einer Periode dar. Bei mittelständischen Unternehmen treten aufgrund der Personenbezogenheit zwei zentrale Probleme bei der Erhebung der so definierten Cashflows auf:<sup>567</sup> die *Abgrenzung* von betriebsnotwendigem und privatem Vermögen, sowie die Berücksichtigung eines kalkulatorischen *Unternehmerlohns*.

### 7.2.1.1 Abgrenzung von betriebsnotwendigem und privatem Vermögen

Erträge aus privatem Vermögen, die beispielsweise aus steuerlichen Gründen oder für die persönliche Vorsorge im Unternehmen verbucht sind, obwohl sie keinen Einfluss auf das operative Geschäft des Unternehmens haben, sollten nicht in die Berechnung des betrieblichen Cashflows einfließen. Ebenso sollten Aufwände für privat genutztes Betriebsvermögen nicht dem Unternehmen zugerechnet werden. Diese Abgrenzung ist vor dem Hintergrund einer höheren Transparenz immer sinnvoll und insbesondere dann notwendig, wenn im Planungszeitraum eine Verschiebung von Vermögen zwischen dem privaten und unternehmerischen Bereich erfolgt, beispielsweise im Rahmen der Aufnahme neuer Gesellschafter oder im Zusammenhang mit Nachfolgeregelun-

---

den und daher auf detaillierten Annahmen beruhenden Cashflowrechnungen stützt. Der so ermittelte Restwert kann also durchaus als geeignete Schätzung des tatsächlichen Restwerts betrachtet werden.

<sup>566</sup> Cashflows können *direkt* und *indirekt* berechnet werden. Für die interne Steuerung ist die *direkte* Berechnung der Cashflows durch Subtraktion der betrieblichen Auszahlungen von den betrieblichen Einzahlungen möglich und wünschenswert. Gerade in KMU sollte diese Gegenüberstellung keinen allzu grossen Aufwand verursachen. Externe Analysen hingegen sind meist auf eine *indirekte* Berechnung des Cashflows über buchhalterische Grössen angewiesen. Hier werden zum Jahresüberschuss unbare Aufwände addiert (v.a. Abschreibungen) und unbare Erträge subtrahiert. Vgl. *Fussnote 63*.

<sup>567</sup> Vgl. Behringer (1998, S. 170ff.).

gen.<sup>568</sup> Diese Problematik ist besonders evident bei Personengesellschaften, wo der Gesellschafter mit seinem gesamten Vermögen haftet. Aber auch bei GmbHs und (nicht börsennotierten) Aktiengesellschaften kommt es zu diesen Abgrenzungsproblemen.

### 7.2.1.2 Berücksichtigung eines kalkulatorischen Unternehmerlohns

In den Cashflows muss ein *realistischer* Unternehmerlohn<sup>569</sup> berücksichtigt sein, sofern der Unternehmer aktiv an der Geschäftsführung oder anderen Unternehmensfunktionen teilnimmt.<sup>570</sup> Zu hohe, zu niedrige oder auch zu stark schwankende Unternehmerlöhne können die realistische Prognose zukünftiger Cashflows erschweren, insbesondere wenn der bisherige Eigentümer-Unternehmer sein bisheriges Engagement für das Unternehmen in der Zukunft ändern möchte. Im Unternehmerlohn müssen darüber hinaus etwaige *Sozialleistungen* – insbesondere für die Altersvorsorge – berücksichtigt sein. Des Weiteren sollten *alle* Formen von *Vergünstigungen* für den Unternehmer erfasst werden, beispielsweise die private Nutzung von firmeneigenem Vermögen wie Dienstwagen, Dienstwohnung, etc.

Für die Ermittlung eines Unternehmerlohns gibt es verschiedene Ansätze.<sup>571</sup> Am geeignetsten ist vermutlich die Orientierung am (*Opportunitäts-*)*Lohn* eines möglichen externen Geschäftsführers oder Mitarbeiters, dessen Qualifikationen sich mit denen des Eigentümers weitestmöglich decken. Aus Gründen der Transparenz sollte sich ein

---

<sup>568</sup> Eine Aufnahme des betriebsnotwendigen Vermögens (der „Substanz“) kann im Rahmen einer Inventur und mit Hilfe der Bilanz erfolgen. Es ist offensichtlich, dass die Substanz einen Einfluss auf künftige Cashflows für das Unternehmen hat. Ein privates Grundstück des Eigentümers führt bei einem Eigentümerwechsel vermutlich zu geringeren Cashflows aufgrund des neu anfallenden Mietaufwands für das Grundstück. Insbesondere bei Grundstücken und Patenten, die als betriebsnotwendiges Vermögen häufig im Privatvermögen gehalten werden, ist die Kalkulation einer Miete oder Pacht und deren Berücksichtigung in den Cashflows sinnvoll bzw. theoretisch erforderlich. Zur Kalkulation bieten sich – sofern vorhanden – Marktpreise an.

<sup>569</sup> Unter dem Begriff Unternehmerlohn wird im Folgenden jegliche Vergütung im Unternehmen aktiver Eigentümer verstanden.

<sup>570</sup> In Personengesellschaften wird der Unternehmer in der Regel durch den *Einzahlungsüberschuss* entlohnt. Mit der Einführung eines Unternehmerlohns wird der Einzahlungsüberschuss kalkulatorisch aufgeteilt in den *Unternehmerlohn* (Kompensation für den Arbeitseinsatz) und den *Gewinn* (Kompensation für das unternehmerische Risiko). Bei Kapitalgesellschaften muss das gezahlte Geschäftsführergehalt auf seine Plausibilität bezüglich einer marktgerechten Kompensation für den Arbeitseinsatz überprüft und ggf. angepasst werden.

<sup>571</sup> Behringer schlägt beispielsweise die Orientierung an der besten *Arbeitsalternative* des Unternehmers vor. Gleichzeitig fordert er empirische Arbeiten zu einer besseren Beurteilung der Qualität des Unternehmers, um seinen Beitrag zum Erfolg des Unternehmens messen zu können. Solche empirische Untersuchungen könnten auch helfen, einen *qualifikationsabhängigen* Unternehmerlohn abzuleiten. Vgl. Behringer (2001, S. 175ff.)

Unternehmer immer *marktüblich* vergüten, bzw. eine marktübliche Vergütung für die wertorientierte Steuerung ansetzen. Wird der Cashflow nicht um einen marktgerechten Unternehmerlohn korrigiert, kann dies zu Fehlbewertungen führen. Insbesondere die private Nutzung betrieblicher Vermögensgegenstände kann zu einer marktuntypisch hohen Vergütung des Unternehmers führen, die sich negativ auf die Cashflows des Unternehmens auswirken. Diese Verlagerung von Aufwendungen für den privaten Konsum in den betrieblichen Aufwand ist gerade in Deutschland aufgrund dadurch entstehender Steuervorteile sehr verbreitet.<sup>572</sup> Gleichzeitig ist zu bemerken, dass ein marktgerechter Opportunitätslohn nur die *ökonomische* (finanzielle) Komponente der Vergütung berücksichtigt. *Metaökonomische Vergütungen*, z.B. in Form von Unabhängigkeit oder des Verwirklichens persönlicher Wünsche und Wertvorstellungen mit dem Unternehmen und seinen Produkten, bleiben darin unberücksichtigt.<sup>573</sup>

### 7.2.1.3 Berücksichtigung von Investitionen, Abzugskapital und Einkommenssteuer

Für die eigentliche Bewertung relevant sind allerdings die *Freien* Cashflows, da es sich dabei um jene Barmittel handelt, die nach Abzug der Investitionen<sup>574</sup>, des nicht zinstragenden Kapitals (Abzugskapital)<sup>575</sup> und der Einkommenssteuern (inklusive unternehmensbedingten persönlichen Steuern)<sup>576</sup> den Eigen- und Fremdkapitalgebern zur Verfügung stehen. Einer der zentralen Unterschiede des DCF-Entity-Ansatzes zum Ertragswertverfahren ist die Betrachtung des Cashflows *vor* Abzug der Fremdkapitalzinsen. Diese werden beim klassischen DCF-Verfahren erst im Diskontsatz berücksichtigt. Daher hat die bei KMU ebenfalls häufig vorkommende Verquickung von betrieblichen und privaten Kapitalbestandteilen (Passivseite) keine Auswirkung auf die freien

---

<sup>572</sup> Andererseits kann es aus steuerlichen Gründen vorteilhaft sein, sich ein besonders hohes Gehalt zu geben. Gehaltsschwankungen zur persönlichen Optimierung sollten keinen Einfluss auf die wertorientierte Steuerung des Unternehmens haben.

<sup>573</sup> Dies kann dazu führen, dass bei einer reinen Berücksichtigung des Opportunitätslohns eines externen, vielleicht rein monetär geprägten Geschäftsführers, die Cashflows so gemindert werden, dass der Unternehmenswert stark sinkt, bzw. gerade bei kleinen Unternehmen und negativ werden kann.

<sup>574</sup> Hierbei handelt es sich um Investitionen sowohl in das Anlage- als auch das Umlaufvermögen.

<sup>575</sup> Zum *Abzugskapital* werden alle kurzfristigen und nicht verzinslichen Verbindlichkeiten wie erhaltene Anzahlungen, Lieferantenkredite und kurzfristige Rückstellungen gezählt. Abgezogen vom Umlaufvermögen erhält man das *Nettoumlaufvermögen*.

<sup>576</sup> Anders als beim für börsennotierten Grossunternehmen entwickelten DCF-Verfahren werden im für mittelständische Unternehmen modifizierten DCF-Verfahren analog zum Ertragswertverfahren auch die persönlichen Steuern des Eigners berücksichtigt.

Cashflows, sondern auf die gewichteten Kapitalkosten.<sup>577</sup> *Abbildung 7-3* fasst den Vorschlag für die Berechnung der freien Cashflows in mittelständischen Unternehmen zusammen.

Kritiker der DCF-Methode bei KMU führen an, dass die Ermittlung von Cashflows in mittelständischen Unternehmen bislang meist noch nicht erfolgt. Daher sei eine Erhebung dieser Grösse im Vergleich zur Verwendung buchhalterischer Daten mit *Zusatzaufwand* verbunden. Diese Kritik ist teilweise berechtigt, da bei der Planung der Cashflows tatsächlich nicht auf buchhalterische Plangrößen zurückgegriffen werden sollte. Andererseits kann davon ausgegangen werden, dass in mittelständischen Unternehmen aufgrund der begrenzten Komplexität des Geschäfts eine direkte Ermittlung der Cashflows mit vertretbarem Aufwand möglich ist – insbesondere vor dem Hintergrund der Notwendigkeit einer *Liquiditätsplanung* für die Verbesserung des Kreditratings und somit der Bonität im Rahmen von Basel II.

*Abbildung 7-3: Berechnungsvorschlag für Freie Cashflows in mittelständischen Unternehmen*

	Betriebliche Einzahlungen
-	Betriebliche Auszahlungen
=	Verbuchter (steuerlich relevanter) Cashflow
+/-	Korrekturen um Ein- und Auszahlungen aus privat genutztem Geschäftsvermögen*
+/-	Korrekturen um Ein- und Auszahlungen aus geschäftlich genutztem Privatvermögen**
+/-	Korrekturen zur Berechnung für / Anpassung an einen marktüblichen Unternehmerlohn***
=	Steuerrelevanter Cashflow
-	Investitionen ins Anlage- und Umlaufvermögen
-	Abzugskapital
=	Freier Cashflow vor Steuern
-	Steuern auf steuerlich relevanten Cashflow
=	Freier Cashflow nach Steuern

\* z.B. Firmenwagen, \*\* z.B. kalkulatorische Miete für Privatgrundstück, \*\*\* Vorsicht: Keine Doppelerfassung von privat genutztem Geschäftsvermögen als Teil des Unternehmerlohns  
Quelle: Eigene Darstellung

<sup>577</sup> Vgl. *Abschnitt 7.2.3.*

## 7.2.2 Hinweise für die Berechnung des Restwerts

Der Restwert eines Unternehmens macht in der DCF-Arithmetik in vielen Fällen den grössten Teil des Unternehmensgesamtwertes aus. Dies gilt insbesondere dann, wenn der Planungshorizont für die Freien Cashflows kurz ist – so wie dies bei mittelständischen Unternehmen häufig zutrifft.<sup>578</sup> Der Restwert kann mit Hilfe unterschiedlicher Bewertungsverfahren ermittelt werden. Dies hängt u.a. von der gewünschten Eigentümerstruktur des Unternehmens am Ende der Planungsperiode ab. Soll das Unternehmen wie bisher weitergeführt, an die Börse gebracht oder gar liquidiert werden? Je nach den Präferenzen des Eigentümers sind unterschiedliche Bewertungsverfahren sinnvoll.

### 7.2.2.1 Fortführung des Unternehmens wie im Planungszeitraum: DCF-Methode

Fährt man in dem in *Abschnitt 7.2* eingangs dargestellten Beispiel fort, kann der Restwert RW in Periode drei unter den Annahmen konstanter zukünftiger Kapitalkosten  $r$  und einem mit  $g$  konstant wachsenden Freien Cashflow nach der DCF-Methode wie folgt berechnet werden:

$$(Gleichung 7-3) \quad RW = \frac{FCF_3}{(r - g)}$$

Zentraler Einflussfaktor auf den Fortführungswert ist die Wachstumsrate der Freien Cashflows  $g$ . Diese Variable sollte sehr konservativ angesetzt werden, da sie eine Wachstumsrate reflektiert, die theoretisch bis in die Ewigkeit reicht. Eine reine Orientierung an den im Zweifelsfall sehr hohen (niedrigen oder gar negativen) Wachstumsraten der letzten Jahre oder Monate kann zu einer erheblichen Überbewertung (Unterbewertung) führen. Mittelständische Unternehmen, deren Ziel nicht Wachstum, sondern der *Fortbestand auf weitgehend gleichem Cashflow- oder Umsatzniveau* ist, können für  $g$  beispielsweise die durchschnittlich erwartete Inflationsrate ansetzen.<sup>579</sup> Aber

---

<sup>578</sup> Zur Zeit der New Economy hatten viele „Dotcom“-Unternehmensbewertungen einen Anteil des Restwerts am Gesamtunternehmenswert von über 100%. Dies war darin begründet, dass in dem Planungszeitraum vorwiegend negative Cashflows erwartet wurden und das positive Cashflow-Wachstum erst nach mehreren Jahren eintreten sollte. Nach dem Platzen der Technologieblase liessen sich die Aktionäre nicht mehr auf die ferne und unsichere Zukunft verträsten, sondern forderten schon auf nahe Sicht positive Cashflows, die den Unternehmenswert rechtfertigen. Die Unternehmen, die nicht in der Lage waren, zügig positive Cashflows zu erzeugen, sind inzwischen grösstenteils wieder vom Markt verschwunden. Nach wie vor sind jedoch in einigen Wachstumsbranchen Fortführungswerte von über 80% des Gesamtunternehmenswerts keine Seltenheit.

<sup>579</sup> Achleitner/Bassen empfehlen für nicht wachsende Unternehmen eine nominale Wachstumsrate von Null, was einer realen Minderung der erwarteten freien Cashflows im Zeitverlauf entsprechen würde. Vgl. Achleitner/Bassen (2000, S. 157f.). Es ist unwahrscheinlich, dass ein Unternehmen auf ewig ein Negativwachstum an-

auch sogenannte *Wachstumsunternehmen* sollten sich bei der Bestimmung von  $g$  nur geringfügig vom Niveau der Inflationsrate entfernen.<sup>580</sup> Zum einen, da die Restwertbewertung sehr sensitiv gegenüber  $g$  ist, zum anderen, da die Bestimmung von  $g$  mit grosser Unsicherheit verbunden ist. Insbesondere gelingt es den wenigsten Unternehmen über Jahrzehnte hinweg (geschweige denn bis in die Ewigkeit) den Markt zu schlagen.<sup>581</sup> Bei den in *Kapitel 5* dargestellten Fallunternehmen ist die Verwendung der DCF-Methode für die Berechnung des Restwerts insbesondere für die TTF empfehlenswert, da alle notwendigen Parameter vergleichsweise gut prognostiziert werden können und kein Eigentümerwechsel ansteht. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass der zentrale Werttreiber des Fortführungswerts die Wachstumsrate der Freien Cashflows  $g$  ist und diese im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung entsprechend gesteuert werden sollte.

#### 7.2.2.2 Verkauf des Unternehmens: Multiples

Plant der Eigentümer nach dem Planungszeitraum den Gang an die Börse, kann der Restwert mit Hilfe von Multiples approximiert werden, die sich auf börsennotierte Vergleichsunternehmen beziehen.<sup>582</sup> Als Multiples kommen die in der Branche üblicherweise verwendeten Umsatz-, EBIT-, EBITDA-, Cashflow- oder Kunden-Multiples zum Tragen. Wichtig ist, dass für die zu bewertenden Unternehmen zum Zeitpunkt der Bewertung ( $t = 0$ ) eine ausreichende Anzahl an Vergleichsunternehmen existieren. Die

---

strebt, weshalb hier eine minimale Wachstumsrate in Höhe der durchschnittlichen Inflationsrate vorgeschlagen wird.

<sup>580</sup> Dabei bietet die langfristig erwartete Wachstumsrate der Branche, in der sich das Unternehmen befindet oder das langfristig erwartete BIP-Wachstum auf seinem bedeutendsten Absatzmarkt eine mögliche Orientierungshilfe bei der Bestimmung von  $g$ . Achleitner/Bassen schlagen für Wachstumsunternehmen  $g$  in Höhe der Wachstumsrate der Nettoinvestitionen vor. Vgl. Achleitner/Bassen (2000, S. 157f.).

<sup>581</sup> Dabei existieren auch Modelle zur Bestimmung variabler Wachstumsraten der freien Cashflows, die dieser empirisch breit abgestützten Beobachtung Rechnung tragen. The Boston Consulting Group verwendet beispielsweise die sogenannte *Fade Valuation*. Sie berücksichtigt zwei zusätzliche Parameter bezüglich der Wachstumsrate. Erstens wird eine *Fade-to-Rate* bestimmt, die Wachstumsrate einer Gruppe von Vergleichsunternehmen oder des Marktes, auf dem das Unternehmen aktiv ist, und zu der  $g$  langfristig konvergiert. Die Hypothese hinter dieser Konvergenz ist, dass kein Unternehmen seinen Markt langfristig *out-* oder *underperformen* wird. Dafür sorgen einerseits Konkurrenzdruck (wirkt gegen „ewige“ *Outperformance*) und andererseits der Druck der Investoren (gegen „ewige“ *Underperformance*). Der zweite Parameter ist die *Fade-Rate*, welche die Geschwindigkeit ausdrückt, mit der die Wachstumsrate zu der *Fade-to-Rate* konvergiert. Eine hohe *Fade-Rate* bedeutet eine schnelle Anpassung an die langfristige Wachstumsrate der Vergleichsunternehmen, eine niedrige bedeutet eine langsame Anpassung – jeweils von der bisherigen Wachstumsrate ausgehend.

<sup>582</sup> Für eine Beschreibung der Unternehmensbewertung mit Multiples siehe *Kapitel 2.2.3*.

verwendeten Vergleichsunternehmen müssen dabei *heute* den Charakteristika des zu bewertenden Unternehmens *am Ende der Planungsperiode* entsprechen, um sinnvolle Bewertungsmultiples abzuleiten.<sup>583</sup> Sind die in der Branche gängigen Multiples bekannt, sollte das Wertmanagementsystem diese explizit berücksichtigen, da der Käufer vermutlich im Rahmen seiner Unternehmensbewertung primär auf die allgemein als relevant erachteten Multiples blicken wird. Es ist jedoch davon auszugehen, dass viele der in *Abschnitt 7.3* diskutierten operativen Werttreiber eine direkte Korrelation mit den Multiples aufweisen. Gerade bei Wachstumsunternehmen wie Q-Cells ist eine Berechnung des Fortführungswerts mit Hilfe von Multiples denkbar und sinnvoll. Schon heute spielen hier EBIT-Multiples beim regelmässigen Reporting gegenüber den Finanzinvestoren eine zentrale Rolle und beeinflussen die Kapitalkosten. Grobe Unternehmensbewertungen zum Zeitpunkt eines möglichen IPO werden anhand der EBIT von vergleichbaren, bereits an der Börse notierten Unternehmen erstellt.

#### 7.2.2.3 Untere Grenze des Restwerts: Liquidationswert

In einigen Fällen entscheiden sich Unternehmer dazu, ihr Unternehmen nach einer gewissen Zeit zu liquidieren, z.B. weil sie sich für die Weiterführung des Unternehmens zu alt fühlen und keine geeigneten Nachfolger oder Käufer finden. Die Verwendung des (erwarteten) Liquidationswerts am Ende der Planungsperiode ist die wohl konservativste Annahme bezüglich des Restwerts, die man bei einer DCF-basierten Bewertung vornehmen kann. Daher eignet sie sich für die Bestimmung eines *Mindestwerts* des Unternehmens.<sup>584</sup> Bei Verwendung des Liquidationswerts als Restwert muss insbesondere auf die drei wertbestimmenden Faktoren, Höhe des Zerschlagungsvermögens, Höhe der Zerschlagungsschulden und Kosten der Liquidation geachtet wer-

---

<sup>583</sup> Sollte es keine vergleichbaren Unternehmen geben, die an der Börse kotiert sind, ist auch denkbar auf *Branchen-Multiples* oder Multiples aus sogenannten *Comparable Transactions* zurückzugreifen. Wie bereits in *Kapitel 2.2.3* dargelegt, werden bei letzteren – den *Transaction Multiples* – statt des Börsenwerts der Preis als Bewertungsgrundlage herangezogen, der für ein vergleichbares Unternehmen im Rahmen eines Verkaufs bezahlt wurde.

<sup>584</sup> Vgl. Behringer (1998, S. 203f.). Behringer verwendet den heutigen *Liquidations-* und *Reproduktionswert* als Unter- bzw. Obergrenze für die Bewertung von KMU. Wie bereits in *Kapitel 4.2.5* ausgeführt beschränkt sich Behringer in seiner Arbeit im Wesentlichen auf den Bewertungsanlass Kauf/Verkauf des Unternehmens und nicht auf die Entscheidungshilfefunktion der Bewertung. Für letztere ist der Liquidationswert und der Reproduktionswert *kurzfristig* insofern irrelevant, als man bei der wertorientierten Steuerung des Unternehmens weder von seiner baldigen Liquidation noch von der baldigen Reproduktion ausgeht. Reproduktion und Liquidation sind aber durchaus langfristige Szenarien, die am Ende einer Planungsperiode stehen können und daher für die Bestimmung des Restwerts geeignet sind.



den.<sup>585</sup> Eine wertorientierte Strategie, die sich nicht an der Fortführung des Unternehmens, sondern an dessen Liquidation nach der Planungsperiode orientiert, sollte beispielsweise die kurzfristige Maximierung der Cashflows der Planungsperiode anstreben, gegebenenfalls das Inventar vor dem Hintergrund eines baldigen Verkaufs schonen und die im Rahmen der Liquidation anfallenden Zahlungsverpflichtungen für Schulden, Verpflichtungen aus einem Sozialplan, etc., sowie die Kosten der Liquidation selbst minimieren.

#### 7.2.2.4 Obere Grenze des Restwerts: Reproduktionswert

Analog zum Liquidationswert als Untergrenze kann der *Reproduktionswert* für die Bestimmung der *Obergrenze* des Restwerts herangezogen werden. Insbesondere bei einem geplanten Verkauf des Unternehmens nach der Planungsperiode hilft die Betrachtung des Reproduktionswerts, da ein potenzieller Käufer unter Umständen selbst vor der Entscheidung "buy or make" steht. Wenn es für einen potenziellen Käufer günstiger ist, das Unternehmen zu *reproduzieren*, indem er die entsprechenden Maschinen einkauft, Mitarbeiter einstellt und die Strategie des zu bewertenden Unternehmens kopiert, wird er diese Variante einem Kauf des Unternehmens vorziehen.<sup>586</sup> Ziel des zu bewertenden Unternehmens sollte es daher sein, seine Reproduzierbarkeit durch Schaffung von nicht oder schwer imitierbaren Alleinstellungsmerkmalen zu verhindern, bzw. seinen Reproduktionswert zu steigern. Der Reproduktionswert korreliert häufig mit der Bedeutung von immateriellen Vermögensgegenständen für den Unternehmenswert wie Patenten, Marken oder technischem und betriebswirtschaftlichem Fachwissen, Kundenbeziehungen, Exklusivitätsrechten (Standort, Märkte). Vor diesem Hintergrund sollte ein mittelständisches Unternehmen immer bestrebt sein, seine immateriellen Vermögenswerte auszubauen, um eine Reproduzierbarkeit unmöglich zu machen oder zumindest zu erschweren.

### 7.2.3 Hinweise für die Berechnung der Kapitalkosten

Die marktabhängige Ermittlung der Kapitalkosten führt zu einer weitgehenden Ablehnung von wertorientierten Managementansätzen für nicht-börsennotierte Unternehmen. Dies gilt insbesondere für den Shareholder Value Ansatz und seine Instrumentalisierung durch die DCF-Methode.<sup>587</sup> Zur Nachvollziehung – und teilweisen Widerle-

---

<sup>585</sup> Vgl. Behringer (1998, S. 201ff.).

<sup>586</sup> Behringer hat einige Voraussetzungen für die Reproduzierbarkeit eines KMU identifiziert. Vgl. Behringer (1998, S. 203ff.).

<sup>587</sup> Vgl. Behringer, (1999, S. 116 und 1998, S. 195), sowie zahlreiche Vertreter der KMU-Forschung, insbesondere in Kontinentaleuropa. Achleitner/Bassen (2000, S. 158ff.) versuchen im Gegensatz dazu, die Kapitalkosten

gung – dieser Hypothese ist eine Betrachtung der Kapitalkosten im klassischen DCF-Modell hilfreich. Der Kapitalkostensatz  $r$  wird meist als gewichtete Kapitalkosten ( $WACC$ ) modelliert. Diese lassen sich wie folgt bestimmen:

$$(Gleichung 7-4) \quad WACC = k_e \cdot \frac{EK}{GK} + k_f \cdot \frac{FK}{GK},$$

wobei  $k_e$  die Eigenkapitalkosten,  $k_f$  die Fremdkapitalkosten und  $EK/GK$  ( $FK/GK$ ) die zu Marktpreisen bewerteten Anteile des Eigenkapitals (Fremdkapitals) am Gesamtkapital darstellen. Die Kritiker bezüglich des Einsatzes der DCF-Methode in nicht-börsennotierten Unternehmen bemängeln vor allem die Schätzung der Eigenkapitalkosten  $k_e$  auf Basis des CAPM. Die Eigenkapitalkosten und Möglichkeiten ihrer Bestimmung werden daher im Folgenden detaillierter besprochen.

### 7.2.3.1 Ableitung der Eigenkapitalkosten eines mittelständischen Unternehmens...

Die Eigenkapitalkosten sind in erster Linie als ein kalkulatorischer Ansatz zur Bestimmung der Renditeforderung von Eigenkapitalgebern zu verstehen.<sup>588</sup> Sie stellen einen Opportunitätszins dar, den die Eigenkapitalgeber realisieren könnten, wenn sie in eine vergleichbar riskante Anlage investieren würden.

Die direkte Erhebung und die Verständigung auf eine gemeinsame Renditeforderung aller Investoren einer börsennotierten Aktiengesellschaft ist in der Regel unmöglich. Daher hat man sich im Falle einer grossen Zahl von Eigentümern der Approximation der Renditeforderung durch ein finanzmarkttheoretisches Modell bedient, meistens des CAPM.<sup>589</sup> Diese umständliche Approximation über ein theoretisches Modell ist für

---

analog zu der Bestimmung in börsennotierten Grossunternehmen abzuleiten. In der vorliegenden Arbeit wird ein Kompromiss der beiden Ansätze vorgeschlagen.

<sup>588</sup> Vgl. z.B. Mandl/Rabel (1997, S. 285): „Der Diskontierungssatz ergibt sich dabei aus den Renditeforderungen der Kapitalgeber.“ Gleichzeitig ordnen die Autoren – wie viele andere auch – die DCF-Methode den marktwertorientierten Bewertungsverfahren zu, da die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber über das CAPM hergeleitet wird. Darin wird der Hauptunterschied zu den klassischen Ertragswertverfahren und hier den Risikozuschlagsmodellen gesehen. Das vorliegende Modell ist als *marktunabhängiges DCF-Verfahren* (Entity-Methode) modelliert. Die Näherung von Seiten der DCF-Methode wird im Folgenden weiterverfolgt, da die kapitalmarktabhängige Eigenkapitalkostenbestimmung auch Ansätze zu deren marktunabhängigen Bestimmung enthält. Ausserdem bauen Wertmanagementkonzepte auf der DCF-Methode auf, was zu einer einfacheren Anpassung dieser Konzepte führt.

<sup>589</sup> Das CAPM ist ein Einfaktormodell (s.u.). Die jüngere Finanzmarktforschung geht davon aus, dass für die Erklärung des Risikos eines Unternehmens ein Faktor (im Falle des CAPM das Marktrisiko) nicht ausreicht. Vertreter der Arbitrage Pricing Theory (APT) schlagen beispielsweise die Verwendung von Multifaktormodellen vor. Die für das jeweilige Unternehmen relevanten Faktoren können im Rahmen einer Faktoranalyse ermittelt werden. Dies können z.B. makroökonomische Faktoren sein, wie Änderungen der Wachstumsraten des Brutto-

mittelständische Unternehmen mit einer überschaubaren Eigentümerstruktur in der Regel nicht notwendig. Gerade ein einzelner Eigentümer-Unternehmer kann sehr einfach und direkt bezüglich seiner Renditeanforderung bei dem gegebenen Risiko seines Unternehmens befragt werden. Dies ist bei einem Familienunternehmen mit mehreren Eigentümern schwieriger, aber – so wird hier vermutet – in gewissen Grenzen ebenfalls möglich.<sup>590</sup> Somit können die Eigenkapitalkosten relativ einfach bestimmt werden. Einer Anwendung der DCF-Methode für die Unternehmensbewertung und wertorientierte Steuerung steht bezüglich dieses Hauptkritikpunkts der KMU-Forschung nichts mehr im Wege.

Diese Vorgehensweise erinnert konzeptionell an die Verwendung von Sicherheitsäquivalenten im Rahmen der Ertragswertmethode. Dabei kann das Bewertungsobjekt – im Falle der Entscheidungshilfefunktion der Bewertung der Eigentümer – festlegen, welche *sicheren* freien Cashflows (Sicherheitsäquivalente) ihm denselben Nutzen stiften würden wie die derzeit unter Unsicherheit geplanten. Im Falle eines risikoaversen Eigentümers liegt die Höhe des sicherheitsäquivalenten freien Cashflows unter dem unter Unsicherheit erwarteten freien Cashflow. Wie stark er darunter liegt, hängt von dem individuellen Grad der Risikoaversion des Eigentümers ab.<sup>591</sup> In dem hier vorgeschlagenen Lösungsansatz wird nicht davon ausgegangen, dass die Alternativanlage des Eigentümers risikolos sein muss. Der Eigentümer muss eine Alternativanlage auswählen, die nach seinem subjektiven Dafürhalten ein dem Unternehmensrisiko vergleichbares Risiko hat. Die erwartete Rendite dieser Anlage, deren Anlagedauer dem Planungszeitraum des Unternehmens entsprechen sollte, kann als Kapitalisierungszins des Eigenkapitals verwendet werden.<sup>592</sup> Der Kapitalisierungszins stellt also einen individuellen, "unsicherheitsäquivalenten Opportunitätszins" für den Eigentümer dar.

---

sozialprodukts, Änderungen der Risikoprämie für Anleihen geringer Bonität (Credit Spread), Steigungen der Zinskurve (Term Spread), unerwartete Änderungen der Inflation, Zinsänderungen, die wirtschaftspolitische Massnahmen nach sich ziehen, etc. Für die Ableitung individueller Eigenkapitalkosten hilfreicher sind vermutlich Modelle, die sich auf Faktoren wie das Verhältnis von Markt- zu Buchwert des Eigenkapitals, die Price-Earnings-Ratio, die Dividendenrendite und andere Kennzahlen beziehen. Vgl. Spremann (2002, S. 390ff.).

<sup>590</sup> Z.B. können die individuellen Renditeforderungen der einzelnen Familienmitglieder mit ihrem Anteil am Unternehmen gewichtet werden, um zu einem gewichteten Eigenkapitalkostensatz zu kommen.

<sup>591</sup> Bei einem risikoneutralen Eigentümer entspricht das Sicherheitsäquivalent dem erwarteten Freien Cashflow, bei einem risikoliebenden Eigentümer, ist das Sicherheitsäquivalent grösser als der erwartete Freie Cashflow. In anderen Worten: Der Eigentümer bezahlt in diesem eher unrealistischen Fall für Unsicherheit.

<sup>592</sup> Dieses Verfahren hat insbesondere dann Vorteile gegenüber dem Sicherheitsäquivalent, wenn die Alternativanlage eine vergleichbare Korrelation mit dem restlichen Portfolio des Eigentümers hat. Somit könnte der Unter-

### 7.2.3.2 ...mit Hilfe des CAPM

Dennoch wird auf die Systematik der CAPM-basierten Eigenkapitalkosten kurz eingegangen, da mit Hilfe dieses Marktmodells eine *Indikation* gegeben werden kann, welche Renditeforderung der *Markt* unter gewissen Voraussetzungen an das Unternehmen *theoretisch hätte*.<sup>593</sup> Die CAPM-Eigenkapitalkosten (sie entsprechen der Renditeerwartung eines risikoaversen, rationalen, perfekt diversifizierten Finanzinvestors in einem effizienten Markt) werden über folgende Gleichung ermittelt:

$$(Gleichung 7-5) \quad k_e = i + \beta_k (\mu_M - i),$$

wobei

$$\beta_k = \frac{\sigma_k \cdot \rho_{k,M}}{\sigma_M}.$$

$\mu_M$  = Erwartete Rendite des Marktes

Die Eigenkapitalkosten sind die Summe aus einem risikolosen Zins  $i$  und dem Produkt aus der Differenz aus der erwarteten Durchschnittsverzinsung des Gesamtmarktes und dem risikolosen Zins ( $\mu_M - i$ ), sowie dem Beta des Unternehmens  $\beta_k$ . Das Beta misst das Verhältnis vom systematischen Risiko<sup>594</sup> des Unternehmens  $\sigma_k \rho_{k,M}$  zum Risiko des Marktes  $\sigma_M$ . Das systematische Risiko wiederum wird als Produkt des Risikos des Unternehmens  $\sigma_k$  mit der Korrelation zwischen der Rendite des Unternehmens und der Rendite des Marktes  $\rho_{k,M}$  beschrieben.<sup>595</sup> Das Beta drückt also das relativ zum Markt systematische Risiko aus. Nach dem CAPM werden unsystematische, d.h. unternehmensspezifische Risiken nicht vergütet, da diese im Rahmen von Diversifikation eliminiert werden könnten.

---

diversifikation des Unternehmers Rechnung getragen werde. Fraglich ist allerdings, ob die Berücksichtigung der Korrelation den Unternehmer bei der Formulierung seines Opportunitätszinses überfordert.

<sup>593</sup> Achleitner/Bassen (2000, S. 159ff.) stützen sich in ihrem Beitrag beispielsweise ausschliesslich auf das Marktmodell. Die folgenden Ausführungen lehnen sich daher weitestgehend an deren Überlegungen an.

<sup>594</sup> Das systematische Risiko ist der Anteil des Gesamtunternehmensrisikos, welches mit dem Risiko des Marktes korreliert. Zusammen mit dem unsystematischen Risiko ergibt es das Gesamtrisiko eines Unternehmens. Als Risiko wird die Varianz der künftig erwarteten Renditen dieses Unternehmens interpretiert.

<sup>595</sup> Diese Notation erfolgt in Anlehnung an Spremann/Pfeil/Weckbach (2001, S. 41ff.). Die relevanten Primärquellen sind dort ebenfalls zitiert.

Achleitner/Bassen nehmen einige Anpassungen an die Kapitalkosten vor, die im Folgenden kurz dargestellt werden.<sup>596</sup> Sie schlagen für die Ermittlung des risikolosen Zinses eine Approximation durch die Verzinsung einer Staatsanleihe vor, deren Laufzeit dem Planungshorizont im Rahmen der DCF-Methode entspricht.<sup>597</sup> Die Marktrisiko-prämie wird mit Hilfe eines Marktindex ermittelt. Für deutsche KMU wird von den Autoren der FAZ-Index vorgeschlagen.<sup>598</sup> Einen umfassenden Marktindex, wie er vom CAPM gefordert wird, gibt es ebenso wenig wie eine risikolose Anlage, da dieser alle Anlagen (der Welt) – risikobehaftet und risikolos – enthalten sollte.<sup>599</sup> Wirklich problematisch ist die Bestimmung des Beta-Faktors, da für nicht börsennotierte Unternehmen weder historische Betas existieren, noch Schätzungen für künftige – der eigentlich relevanten Grösse. Daher behelfen sich Achleitner/Bassen mit sogenannten Branchenbetas, d.h. dem Verhältnis von Werten für das relative systematische Risiko der Branche, in der sich das Unternehmen befindet, zum Gesamtmarkt. Damit wird implizit unterstellt, dass sich das Unternehmen immer parallel zu seiner Branche entwickelt – einer durchaus restriktiven Annahme auch bei mittelständischen Unternehmen. Es wird zusätzlich die Möglichkeit erwähnt, sich an Betas vergleichbarer Unternehmen zu orientieren, die an der Börse kotiert sind (und für die jemand historische Betawerte berechnet, bzw. zukünftige geschätzt hat). In beiden Fällen sind erhebliche Anpassungen bezüglich "risikobeeinflussende[r] Faktoren wie Produktionsprogramm, Kostenstruktur, Wettbewerbsfaktoren und vor allem Unternehmensgrösse" notwendig. Hinzu kommen Anpassungen bezüglich der Vergleichbarkeit der Kapitalstruktur, auf die an dieser Stelle nicht näher eingegangen werden soll.

Es hat sich in verschiedenen empirischen Studien gezeigt, dass das CAPM bei starker oder semi-starker Markteffizienz eine gewisse Aussagekraft hat. Allerdings agieren mittelständische Unternehmen meistens nicht auf (semi-)effizienten Märkten. Fast alle

---

<sup>596</sup> Vgl. Achleitner/Bassen (2000, S. 159ff.).

<sup>597</sup> Häufig wird der Zinssatz sehr langfristiger (zehn oder 30 Jahre) Bundesanleihen gewählt, da ihr Zinssatz bei einer normalen Zinskurve meist noch niedriger ist und daher als „sicherer“ gilt.

<sup>598</sup> Dabei sollten die Betrachtungszeiträume von risikoloser Anlage und der Durchschnittsverzinsung des Index identisch sein. Da ein Index jedoch nicht zukunftsgerichtete Aussagen machen kann (im Gegensatz zur vergleichsweise sicheren Verzinsung der Anleihe), ist die praktische Umsetzung hier nicht abschliessend geklärt.

<sup>599</sup> Eine theoretisch korrektere Approximation als der FAZ-Index wäre ein internationaler Index wie der MSCI World. Andererseits ist zu vermuten, dass die Korrelation der Rendite eines deutschen KMU mit einem nationalen Index höher ist als mit einem internationalen. Theoretisch ist diese Vereinfachung jedoch äusserst fraglich.

Annahmen des CAPM treffen für mittelständische Unternehmen nicht zu.<sup>600</sup> Achleitner/Bassen vernachlässigen bei ihren Ausführungen einige Aspekte, welche eine Auswirkung auf die Renditeforderung der Eigentümer-Unternehmer haben. Folgende Annahmen, welche die Voraussetzung für eine Gültigkeit des CAPM bilden, treffen für mittelständische Unternehmen nicht bzw. noch weniger zu als für börsennotierte Grossunternehmen:<sup>601</sup>

- die konstante Risikoaversion des Investors
- die perfekte Diversifikation des Investors
- Investoren sind Minderheitsaktionäre und daher Preisnehmer
- die perfekte Teilbarkeit und Handelbarkeit der Unternehmensanteile
- Fehlen von Informationsasymmetrien
- Nicht-Existenz einer risikolosen Anlage und eines Marktportfolios<sup>602</sup>

*Geringere Risikoaversion von Eigentümer-Unternehmern:* Unternehmer sind vermutlich weniger risikoavers als rationale Finanzinvestoren börsennotierter Unternehmen. Dies kann einerseits damit zusammenhängen, dass Unternehmer nicht immer wissen, welche von mehreren Entscheidungsalternativen riskanter ist als eine andere und daher "aus Versehen" riskantere Entscheidungen getroffen werden. Andererseits kann davon ausgegangen werden, dass Unternehmer selbst bei vollständiger Information über die Risiken der unterschiedlichen Alternativen zu riskanteren Entscheidungen neigen, da es in der Natur des Unternehmers liegt, Risiken einzugehen.<sup>603</sup> Sollten Eigentümer-

---

<sup>600</sup> Eine Ausnahme bildet die Annahme der Informationsasymmetrie zwischen Investoren und Managern. Diese trifft bei mittelständischen Unternehmen mit einem Eigentümer-Manager grundsätzlich zu, nicht aber bei Publikumsgesellschaften mit einer Trennung von Eigentum und Management. Auch in mittelständischen Unternehmen können jedoch Informationsasymmetrien auftreten, so z.B. zwischen den Eigentümern und dem externen Management oder dem Eigentümer-Manager und Managern „unterer“ Entscheidungsebenen. Im diesem Fall handelt es sich allerdings nicht um das klassische Prinzipal-Agenten-Problem zwischen Eigentum und Management, wie es von Jensen/Meckling (1976) skizziert wurde.

<sup>601</sup> Die Aufzählung der Annahmen lehnt sich an Copeland/Weston (1992, S. 194) an. Die Ausführungen zu den einzelnen Annahmen stützen sich auf die Ausführungen von Khadjavi (2003, S. 6ff.).

<sup>602</sup> Da bei dieser Annahme keine Aussagen über die Auswirkung auf die Eigenkapitalkosten gemacht werden können, wird sie im Folgenden nicht weiter diskutiert.

<sup>603</sup> Vgl. hierzu die Ausführungen in Kapitel 3.3. Die Einstellung gegenüber Risiken wurde u.a. von Coleman/Cohn (2001, S. 113) empirisch untersucht. Anhand der persönlichen Vermögensverhältnisse von Eigentümer-Unternehmern im Vergleich zu Angestellten wurde gezeigt, dass erstere eine signifikant höhere Bereitschaft

Unternehmer eine geringere Risikoaversion haben (vielleicht sogar risikoneutral oder risikoliebend sein) als im CAPM unterstellt, hiesse dies, dass Unsicherheit bezüglich künftiger Cashflows mit einem geringeren Abschlag in die Bewertung einfließen müsste. In anderen Worten: Die Renditeforderung des Eigentümer-Unternehmers ist geringer als durch das CAPM impliziert.

*Unterdiversifikation des Eigentümer-Unternehmers:* Das CAPM gewährt keine Prämien für das Eingehen unsystematischer Risiken, da von einer perfekten Diversifikation jedes Investors ausgegangen wird. Dies trifft bei Unternehmern in der Regel nicht zu, sie halten einen Grossteil ihres Vermögens in ihrem Unternehmen.<sup>604</sup> Dies bedeutet, dass sie theoretisch eine Entschädigung für das unsystematische Risiko ihres Unternehmens verlangen müssten, sprich einen höheren Eigenkapitalverzinsungsanspruch haben. Diese Hypothese wird von jüngeren empirischen Untersuchungen für den US-amerikanischen Markt bestätigt.<sup>605 606</sup> Ein Problem der zitierten Studie von Müller (2004) ist allerdings, dass eine ex post ermittelte Eigenkapitalverzinsung nicht mit einem ex ante Verzinsungsanspruch der Eigentümer gleichgesetzt werden kann. Noch dazu sind die durchschnittlichen Eigenkapitalverzinsungswerte für die verwendeten Datenquellen sehr hoch (über 40%), was an der Datenqualität zweifeln lässt. Die im Rahmen der Dissertation durchgeführten Fallstudien und Expertengespräche weisen

---

haben, Risiken einzugehen. Sie halten z.B. einen höheren Anteil an risikobehafteten Vermögensanteilen in ihren persönlichen Portfolios. Vgl. (2001, S. 113).

<sup>604</sup> Müller (2004) fand in ihrer Untersuchung US-amerikanischer, eigentümergeführter Unternehmen heraus, dass diese im Durchschnitt etwa 30% ihres Gesamtvermögens in einem Unternehmen halten. Vgl. Müller (2004, S. 2ff.). Hinzukommt eine Erhöhung des unsystematischen Risikos durch die Abhängigkeit vom Unternehmen als Lohngeber.

<sup>605</sup> Müller (2004) bestätigt diese Hypothese teilweise. Sie zeigt, dass es eine signifikant positive Korrelation zwischen der Unterdiversifikation (der Eigentümer-Unternehmer) und der Eigenkapitalrentabilität gibt. Dazu wurden zwei Vermutungen empirisch bestätigt: erstens können Unternehmer die Projekte, in die sie investieren wollen, vor dem Hintergrund ihrer höheren Renditeerwartung selbst auswählen und zweitens können sie durch härtere eigene Arbeit den Erfolg der von ihnen getroffenen (Investitions-)Entscheidungen besser beeinflussen. Vgl. Müller (2004, S. 34f.). Berücksichtigt man nicht nur das Vermögen, sondern auch das erwartete Einkommen in Zusammenhang mit dem Unternehmen (z.B. den Unternehmerlohn oder nicht-monetäre Entschädigung aus der Verwendung betriebseigenen Vermögens), ist das unsystematische Risiko eines Unternehmers vermutlich noch grösser.

<sup>606</sup> Gerade externe Eigenkapitalgeber argumentieren mit den hohen unsystematischen Risiken, wenn sie eine besonders hohe Eigenkapitalverzinsung einer Unternehmensbeteiligung erwarten. Nach wie vor aktuell sind die empirischen Ergebnisse von Ruhnka/Young bezüglich der Dynamik von Risikostrukturen und dem daraus abgeleiteten Verzinsungsanspruch von Wagniskapitalfinanziers in den USA. Vgl. Ruhnka/Young (1987, 167ff.).

eher darauf hin, dass der *Verzinsungsanspruch* vieler Unternehmer ex ante sogar niedriger ist als der eines gut diversifizierten Finanzinvestors.

*Eigentümer-Unternehmer sind keine Minderheitsaktionäre:* Unternehmer kontrollieren ihre Unternehmen meist aufgrund ihres hohen Eigenkapitalanteils, das CAPM geht aber von Minderheitsaktionären, also "Preisnehmern" aus. Eigentümer-Unternehmer sollten daher auf ihre Anteile eine "Kontrollprämie" erhalten, die sich sowohl auf die Höhe und die Unsicherheit künftiger Cashflows auswirkt.<sup>607</sup> Kontrolle kann eine Reduktion von Unsicherheit bei zukünftigen Cashflows ermöglichen und so zu einem geringeren Verzinsungsanspruch führen.<sup>608</sup> Es wird häufig argumentiert, dass sich dieser Effekt mit dem Effekt der schwereren Verkäuflichkeit privater Unternehmensanteile nivelliert.

*Unternehmensanteile privater Firmen sind schwer verkäuflich und teilbar:* Das CAPM geht in seinen Annahmen von perfekt teilbaren und liquiden Unternehmensanteilen aus. Diese Annahme trifft gerade bei mittelständischen Unternehmen nicht zu. Bei Unternehmensverkäufen führt die mangelnde Handelbarkeit der Unternehmensanteile zu hohen Preisabschlägen gegenüber vergleichbaren, an Märkten gehandelten Unternehmen.<sup>609</sup> Diese hohen Abschläge können als Unsicherheit bei der Realisierung des Unternehmenswerts zu einem späteren Zeitpunkt interpretiert werden und sind damit vor allem für Eigentümer wichtig, die einen Unternehmensverkauf anstreben. Soll das Unternehmen nicht verkauft (sondern z.B. durch den jetzigen Besitzer weitergeführt oder vererbt) werden, so sind diese Preisabschläge bzw. Aufschläge auf die erwartete Eigenkapitalrendite meist irrelevant.

*Weitgehendes Fehlen von klassischen Informationsasymmetrien:* Einer der Hauptkritikpunkte am CAPM ist die fehlende Berücksichtigung von Informationsasymmetrien

---

<sup>607</sup> Schubert/Barenbaum haben den Effekt von Kontrollprämien auf den Wert von mittelständischen Unternehmen untersucht. Ihre Liste der Kontrollrechte enthält z.B. Ernennung des Managements, Bestimmung der Bezahlung des Managements, strategische Entscheidungen, Kauf- und Verkaufentscheidungen bezüglich des Anlagevermögens, Auswahl von Geschäftspartnern (Lieferanten, Kunden, etc.), Fusionen und Unternehmenskäufe, Liquidation, Verkauf, Kapitalerhöhung oder Börsengang des Unternehmens, Festsetzung und Auszahlung von Dividendenzahlungen, etc. Vgl. Schubert/Barenbaum (1991, S. 155ff.).

<sup>608</sup> Der Effekt bezüglich der Reduzierung der geforderten Eigenkapitalrendite wird von Treynor allerdings sehr gering eingeschätzt. Vgl. Treynor (1993, S. 6ff.).

<sup>609</sup> Unterschiedliche empirische Studien, die z.B. bei Pratt/Reilly/Schweihs (1996, S. 50ff.) diskutiert werden, nennen Abschläge von 30-60% auf den Unternehmenswert. Mandl/Rabel (1997, S. 216f.) bezweifeln, dass diese hohen Risikoabschläge für mangelnde Fungibilität gerechtfertigt sind und vermuten, dass in diesen Abschlägen weitere Risikokomponenten enthalten sind.



zwischen den Eigentümern (Prinzipal) und Managern (Agent) von Publikumsgesellschaften. Diese Asymmetrie verursacht sogenannte *Agency Costs* – Kosten, die dadurch entstehen, dass Manager sich nicht immer im Sinne der Eigentümer verhalten (obwohl dies ihr Auftrag ist), sondern ihren eigenen Nutzen maximieren, was zu einer Nutzenminderung für die Eigentümer führen kann.<sup>610</sup> Eigentümer-Unternehmer sind Prinzipal und Agent in einer Person, weshalb hier keine Kosten aus asymmetrischer Informationsverteilung anfallen. Allerdings gibt es weiterhin asymmetrische Information zwischen den Eigentümer-Unternehmern und weiteren Managern, wobei die damit verbundenen *Agency Costs* deutlich geringer ausfallen sollten als bei Grossunternehmen. Da *Agency Costs* weder im CAPM noch bei eigentümergeführten Unternehmen für die Eigenkapitalkosten eine Rolle spielen, kann auf weitere Ausführungen verzichtet werden. Es ist aber davon auszugehen, dass fehlende *Agency Costs* im Vergleich zu Grossunternehmen zu einer geringeren Renditeerwartung der Eigentümer führen.<sup>611</sup>

Es lässt sich zusammenfassen, dass die fehlende Gültigkeit der unterschiedlichen Annahmen des CAPM sowohl zu Risikoauf-, als auch Risikoabschlägen bei der Bestimmung der Höhe der geforderten Eigenkapitalverzinsung führen kann. Eine Übersicht über die vermuteten Effekte fasst Tabelle 7-1 zusammen.

Dieser kurze Exkurs zeigt zwei Dinge: Erstens steht die Ableitung der Eigenkapitalkosten ohne die notwendigen Anpassungen an das CAPM theoretisch auf einem äus-

---

<sup>610</sup> Vgl. hierzu die grundlegenden Arbeiten von Jensen/Meckling (1976) und Jensen (1984). *Agency Costs* reduzieren den Unternehmenswert signifikant. Sie sind positiv mit der Grösse (Komplexität) eines Unternehmens korreliert, was zu höheren Überwachungskosten (ein Teil der *Agency Costs*) für die Eigentümer führt. Daher sollten Eigentümer daran interessiert sein, die Ziele ihrer Manager mit ihren eigenen in Übereinstimmung zu bringen. Mit diesen Überlegungen wurden unter anderem die Grundlagen für die Einführung von Shareholder Value Management und den damit verbundenen leistungsabhängigen, an Unternehmenswertsteigerungen orientierten Vergütungen von Führungskräften gelegt. Der Umkehrschluss, dass daher Shareholder Value Management nur in Unternehmen relevant ist, in denen es *Agency Costs* gibt, ist falsch, wird allerdings immer wieder von Gegnern des Shareholder Value Ansatzes für mittelständische Unternehmen angeführt.

<sup>611</sup> Es sei auf einige neuere empirische Untersuchungen zur Relevanz von *Agency Costs* in deutschen Unternehmen hingewiesen. In diesen Studien wird davon ausgegangen, dass gute Corporate Governance *Agency Costs* reduziert. Eine Investitionsstrategie, die Unternehmen mit guter Corporate Governance kauft und solche mit schlechter leerverkauft, führte nach einer Studie von Drobetz/Schillhofer/Zimmermann zu Überrenditen von 12% pro Jahr. Vgl. Drobetz/Schillhofer/Zimmermann (2003). Eine Befragung von McKinsey&Company zeigte ähnliche Resultate: institutionelle Investoren in Deutschland sind bereit für Unternehmen mit guter Corporate Governance eine Prämie von durchschnittlich 20,2% gegenüber Unternehmen mit vergleichsweise schlechter Corporate Governance zu bezahlen. Vgl. McKinsey&Company (2000). Beide Studien argumentieren, dass gute Corporate Governance die Unsicherheit künftiger Cashflows und somit die Kapitalkosten reduziert.

erst dünnen Fundament. Zweitens sind für eine sinnvolle Approximation der Eigenkapitalkosten über das CAPM so viele Anpassungen notwendig, dass die Verwendung selbst in vergleichsweise grossen mittelständischen Unternehmen mit den notwendigen Kapazitäten in der strategischen Planung und im Controlling aufgrund der hohen Komplexität ungeeignet erscheint. Daher ist der Kritik zahlreicher KMU-Forscher insofern zuzustimmen, dass eine ausschliesslich kapitalmarktbasierete Ableitung der Eigenkapitalkosten und eine darauf aufbauende DCF-Bewertung theoretisch nicht fundiert genug ist. Dennoch kann eine *grobe* CAPM-basierte Ableitung der Eigenkapitalkosten eine Entscheidungshilfe für den Unternehmer bei der Bestimmung seiner risikoabhängigen Renditeerwartung bieten. Im Folgenden werden Vorschläge für eine kapitalmarktunabhängige Ableitung der Renditeerwartung eines mittelständischen Eigentümer-Unternehmers gemacht, auf deren Basis durchaus ein modifizierter DCF-Wert ermittelt werden kann. Das wiederum ermöglicht eine Anwendung des Shareholder Value Instrumentariums in mittelständischen Unternehmen.

*Tabelle 7-1: Übersicht CAPM-basierte Gründe für eine Veränderung des Verzinsungsanspruches von Eigentümer-Unternehmern.*

<b>Annahme CAPM</b>	<b>Abweichung von CAPM</b>	<b>Effekt auf Renditeforderung</b>
Risikoaversion der Investoren	Unternehmer sind risikofreudiger als reine Finanzinvestoren	-
Perfekte Diversifikation	Unternehmer sind unterdiversifiziert	+
Investoren sind Preisnehmer (halten Minderheit)	Unternehmer halten einen kontrollierenden Anteil an ihrem Unternehmen	-
Perfekte Vermarkt- und Teilbarkeit der Anteile	Unternehmer kann seine Anteile nicht jederzeit zu einem bekannten Preis verkaufen	+
Symmetrische Information	Informationsverteilung weitgehend symmetrisch im Gegensatz zu Publikumsgesellschaften	0/-

Quelle: Eigene Darstellung

### *7.2.3.3 ... auf Basis einer individuellen Renditeforderung des Eigentümers*

Es wurde bereits erwähnt, dass die kalkulatorischen Eigenkapitalkosten einen Opportunitätszins der bestmöglichen Alternativanlage des Eigentümers darstellen sollten. Die Renditeforderung liesse sich also einfach aus der erwarteten Rendite dieser Alternativanlage bestimmen, die ein ähnliches Risikoprofil (und eine ähnliche Korrelation mit sonstigen Vermögen des Unternehmers) haben sollte. Es kann davon ausgegangen

werden, dass das Risiko bei der Wahl einer geeigneten Alternativenanlage bereits implizit berücksichtigt wird.<sup>612</sup> Wichtig bei der Bestimmung der Renditeforderung für eine bestmögliche Alternativenanlage ist der *subjektiv wahrgenommene* Risiko-Rendite-Tradeoff, den ein Unternehmer einzugehen bereit ist. Dabei kann vermutet werden, dass der Unternehmer das Risiko seines Unternehmens unterschätzt (da er es selbst beeinflussen kann) und daher eine vergleichsweise risikoarme Alternativenanlage wählt.<sup>613</sup> Diese Hypothese wird durch die Ergebnisse aus den Fallstudien tendenziell bestätigt. Die Bestimmung der Renditeforderung würde somit lediglich in drei Schritten erfolgen:

1. Ungefähre Bestimmung der Höhe des investierten Eigenkapitals im Unternehmen (möglichst zu Marktpreisen)
2. Bestimmung der Anlagedauer des investierten Kapitals (sollte dem Planungszeitraum der DCF-Rechnung entsprechen)
3. Bestimmung einer erwarteten jährlichen Rendite für das Anlagevolumen über den Planungszeitraum auf Basis einer risikoadäquaten Alternativrendite

Kann ein Unternehmer diese Renditeforderung seiner Alternativenanlage bestimmen, hat er bereits seine kalkulatorischen Eigenkapitalkosten geschätzt. In vielen Fällen wird es dem Unternehmer allerdings schwer fallen, seine kalkulatorischen Eigenkapitalkosten auf diese Weise zu bestimmen.

Hier kann das CAPM durch eine Systematisierung der Eigenkapitalkosten in die beiden Komponenten risikoloser Zinssatz und Risikoprämie helfen. Sowohl risikoloser Zinssatz als auch Risikoprämie sind aber nicht objektiv über ein Marktmodell bestimmbar, sondern wieder von den subjektiven Einschätzungen der Unternehmer ab-

---

<sup>612</sup> So wird ein risikoscheuer Investor sein Vermögen vermutlich nicht ausschliesslich in Aktien investieren, obwohl diese eine höhere Verzinsung erwarten lassen. Gleichzeitig wird ein vergleichsweise risikofreudiger Investor nur einen kleinen Anteil seines Portfolios in relativ risikolosem Festgeld anlegen.

<sup>613</sup> Diese Hypothese spiegelt die verhaltenswissenschaftliche Erkenntnis wider, dass Menschen zu einer Selbstüberschätzung ihrer Fähigkeiten neigen. Die eigenen Pläne werden überzuversichtlich als korrekt betrachtet (overconfidence). Dieses Phänomen wurde beispielsweise ausführlich im Bereich der Aktienselektion untersucht und empirisch festgestellt. Es ist zu vermuten, dass gerade Unternehmer zu einer überzuversichtlichen Beurteilung des Risikos ihres Unternehmens neigen. Für neuere Arbeiten im Zusammenhang mit overconfidence im Zusammenhang mit der Beurteilung von Projekten durch Manager vergleiche Gervais/Heaton/Odean (2003) Die neuere Forschung unterstellt Unternehmern overconfidence in Bezug auf das Erfüllen vergleichsweise einfacher Aufgaben und *underconfidence* im Zusammenhang mit dem Erledigen schwieriger Aufgaben. Dieses Verhalten hat unter anderem Auswirkungen auf die Branchen, in denen sich Unternehmer selbständig machen. Vgl. hierzu Moore/Cain (2003).

hängig. In Ergänzung zum klassischen CAPM, welches keine Steuern berücksichtigt, müssen diese zusätzlich auf die Eigenkapitalrendite berechnet werden, da es sich auch bei den freien Cashflows um Nachsteuerbeträge handelt. Ziel der folgenden Ausführungen ist, unterschiedliche Faktoren zu identifizieren, welche die kalkulatorischen Eigenkapitalkosten beeinflussen können, um den Eigentümern eine Hilfestellung bei der Formulierung ihrer Eigenkapitalrenditeforderung zu bieten. Gleichung 7-6 bestimmt die generische Renditeforderung eines Unternehmers:

$$(Gleichung 7-6) \quad k_e = (i + RP_x) \cdot (1 - t_x), \text{ wobei}$$

$RP_x$  = Risikoprämie für das Unternehmen  $x$

$t_x$  = Ertragssteuersatz des Unternehmens  $x$

*Risikoloser Zinssatz:* Ein risikoloser Zinssatz existiert strenggenommen nicht. Es reicht jedoch aus, einen Zinssatz zu verwenden, zu dem das Eigenkapital (wenn möglich ein Marktwert), das momentan vom Unternehmer in das Unternehmen investiert ist, über den Planungszeitraum hinweg "sicher" angelegt werden könnte. Wieder geht es nicht um die objektiv sicherste Anlage (der Welt) sondern, eine dem Unternehmer leicht zugängliche, über den Investitionszeitraum als sicher wahrgenommene Investitionsmöglichkeit.<sup>614</sup> Für viele Unternehmer ist diese risikolose Verzinsungsalternative die Verzinsung ihres Girokontos oder eine Festgeldanlage.<sup>615</sup>

*Risikoprämie:* Die Risikoprämie hängt im Wesentlichen von zwei Faktoren ab – der Risikoeinstellung des Eigentümers und der Unsicherheit (Risiko)<sup>616</sup> der künftigen Cashflows in der Planungsperiode. Die Risikoeinstellung bestimmt, wie hoch die Rendite sein muss, um dem Eigentümer das Risiko bezüglich der Höhe der erwarteten

---

<sup>614</sup> Ansonsten sind die Transaktionskosten, für die Suche und die Gebühren, welche mit einer komplizierten Anlage verbunden sind, zu berücksichtigen.

<sup>615</sup> Für etwas sophistiziertere Anleger kann auch der Zins auf einen Zero-Coupon-Bond mit höchster Bonität (fast risikolos) und Laufzeit des Planungshorizonts verwendet werden. Vermutlich wird sich dieser risikolose Zins (zum Zeitpunkt  $t_0$  = Ende 2004) für 3-5 Jahre im Euroraum zwischen 2% und 3,5% bewegen.

<sup>616</sup> Die Entscheidungstheorie unterscheidet die Begriffe Unsicherheit und Risiko. Mandl/Rabel (1997, S. 212) schreiben in diesem Zusammenhang: „Bei *Unsicherheit* kennt der Entscheidende zwar die in Zukunft möglichen Umweltzustände, nicht jedoch die Wahrscheinlichkeiten, mit der sie eintreten werden. Im Gegensatz dazu sind dem Entscheidenden bei einer *Risikosituation* die Wahrscheinlichkeiten für das Eintreten möglicher Umweltzustände bekannt. Diese Wahrscheinlichkeiten können objektiv oder auch subjektiv sein. Objektive Wahrscheinlichkeiten werden aus empirischen Häufigkeitsverteilungen gewonnen, subjektive Wahrscheinlichkeiten werden auf Grundlage subjektiver Erfahrungen und Entscheidungen des Entscheiders gebildet. [...] Risiko wird im Folgenden im Sinne von Unsicherheit über künftige Zahlungen aufgefasst.“

freien Cashflows zu entgelten. Wie bereits besprochen wird vermutet, dass Eigentümer-Unternehmer weniger risikoavers sind als Finanzinvestoren. Für die Bestimmung der individuellen Risikoaversion von Investoren haben Vermögensverwalter Selbsttests entwickelt, die grundsätzlich auch für die Bestimmung der Risikoaversion von Unternehmern heranzuziehen wären.<sup>617</sup>

Gleichzeitig ist jedoch davon auszugehen, dass die Risiken mittelständischer Unternehmen für den Unternehmer grösser sind als die Risiken einer Publikumsgesellschaft für einen rationalen Finanzinvestor: Ein Finanzinvestor will in der Regel nur für das systematische Risiko entgolten werden, da er das unsystematische Risiko "wegdiversifizieren" kann.<sup>618</sup> Der Unternehmer kann das unsystematische Risiko – unabhängig vom zugrundeliegenden Kapitalmarktmodell – nicht wegdiversifizieren, da er einen Grossteil seines Vermögens in dem Unternehmen hält, also unterdiversifiziert ist. Die Unterdiversifikation kann bei der Auswahl einer risikoadäquaten Alternativanlage berücksichtigt werden, indem die identifizierte Alternativanlage eine ähnliche Korrelation zum restlichen Vermögen des Unternehmers aufweist wie das Unternehmen. Ein Unternehmer möchte somit für das unsystematische Risiko entgolten werden, was zu einer höheren Renditeforderung führen kann. Die unsystematischen Risiken hängen von den individuellen Risikofaktoren des Unternehmens ab, die nicht bereits über ein Marktmodell erklärt worden sind.<sup>619</sup> Diese hängen z.B. von der Qualität des Unternehmers und des Managements, von Produktrisiken, von der Marktentwicklung und von der Wettbewerbsposition des Unternehmens ab – allesamt Faktoren, welche die Prognostizierbarkeit der Cashflows beeinflussen.<sup>620</sup> Viele dieser Risikofaktoren flies-

---

<sup>617</sup> Zu nennen ist beispielsweise der „Risk Ruler“, der von Prof. Spremann für die UBS AG entwickelt wurde. Vgl. <http://www.spremann.ch/4612/12317.html>, abgerufen am 15.08.2004.

<sup>618</sup> Die Unterteilung in systematisches und unsystematisches Risiko ist zunächst unabhängig von dem zu Grunde liegenden Kapitalmarktmodell zur Bewertung des systematischen Risikos. Das CAPM ist als Ein-Faktor-Modell zwar am populärsten, es gibt jedoch auch Mehrfaktormodelle, welche das systematische Risiko zu erklären versuchen.

<sup>619</sup> Im Fall des CAPM z.B. über die Korrelation zwischen Unternehmensrisiko und Marktrisiko.

<sup>620</sup> Ein Sprichwort aus der Managementpraxis besagt: „There is no bad business. There is just bad management.“ Dieses Zitat illustriert, dass die Bedeutung des Managements für den Erfolg des Unternehmens und die Höhe und Prognostizierbarkeit der Cashflows vermutlich am wichtigsten sind. Es deutet erneut auf die Gefahr hin, dass Unternehmer die Risiken unterschätzen, die mit ihrer eigenen Person verbunden sind. Risikomanagement in einem mittelständischen Unternehmen heisst insbesondere, das Unternehmen (die Cashflows) aus der Abhängigkeit vom Unternehmer zu befreien, zu institutionalisieren, ohne den Wertbeitrag des Unternehmers zu stark zu mindern. Überlegungen zur frühzeitigen Integration eines Nachfolgers sind Teil eines solchen Risikomanagements und sollten sich mindernd auf die Eigenkapitalkosten niederschlagen.

sen heutzutage auch in die Berechnung der Fremdkapitalkosten ein. Mit Hilfe des Rating wird die Bonität auch auf Basis solch "weicher" Faktoren bestimmt.<sup>621</sup>

*Ertragssteuern:* Da es sich bei der Berechnung der Cashflows um Nachsteuerbeträge handelt, müssen auch im Nenner Nachsteuerbeträge verwendet werden. Für deutsche Unternehmen muss von den ermittelten Kosten der Ertragssteuersatz abgezogen werden.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass es bei den kalkulatorischen Eigenkapitalkosten – im Falle einer Fortführung des Unternehmens in der Planungsperiode durch die bisherigen Eigentümer<sup>622</sup> – zwei zentrale, gegenläufige Einflussfaktoren gibt: Die geringere Risikoaversion führt zu einer Senkung der geforderten Eigenkapitalverzinsung mittelständischer Unternehmer (im Vergleich zur CAPM-Welt). Dem stehen aufgrund von Unterdiversifikation (höhere) unsystematische Risiken gegenüber, für die der Investor grundsätzlich entschädigt werden möchte, die aber wegen der Beeinflussbarkeit und Selbstüberschätzung häufig geringer eingeschätzt werden, als dies durch einen externen Investor oder den Markt erfolgen würde. Damit liesse sich erklären, weshalb die untersuchten Fallunternehmen eine vergleichsweise geringe Renditeerwartung haben, die über ein Marktmodell infolge der Unsicherheit der künftigen Cashflows vermutlich nicht zu erklären wäre.<sup>623</sup>

Folgendes, abschliessendes Rechenbeispiel illustriert eine wichtige Tatsache, die niemals bei der Ermittlung der kalkulatorischen Eigenkapitalkosten vernachlässigt werden darf: Die Bedeutung der Risikoprämie spielt bei der Berechnung des Unternehmenswerts nach der DCF-Methode eine untergeordnete Rolle, wenn die Wachstumsrate der Cashflows und der Anteil des (Marktwerts des) Eigenkapitals am Gesamtkapital gering sind.<sup>624</sup> Der analytische Aufwand für die Erhebung der Risikoprämie sollte im-

---

<sup>621</sup> Insofern kann ein evtl. bestehendes Rating ebenfalls eine Indikation über das objektive Risiko geben. Ein Unternehmer kann auf Basis des Rating einer Bank die eigene Risikoeinschätzung seines Unternehmens überprüfen und sollte sie ggf. anpassen.

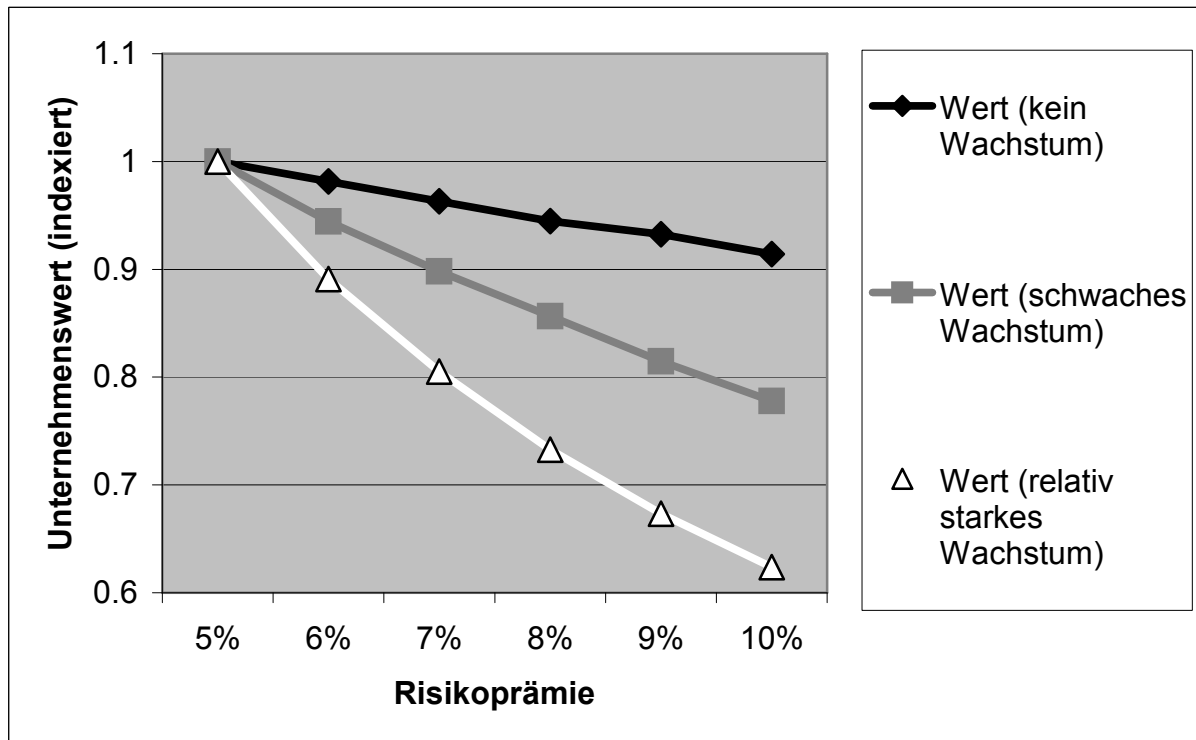
<sup>622</sup> Ansonsten müsste ein Abschlag für die Liquidität und eine Kontrollprämie im Falle eines Verkaufs des Unternehmens berücksichtigt werden.

<sup>623</sup> Ein weiterer, nicht unerheblicher Faktor ist die *immaterielle Vergütung* als Teil der „Eigenkapitalrendite“ für die Unternehmer durch die Befriedigung nicht-finanzieller Bedürfnisse. Dieser *meta-ökonomische Zins* kann zu der rein finanzorientierten Nachsteuereigenkapitalrendite hinzugefügt werden, um die geringe Höhe der materiellen Gesamtverzinsungsforderung zu erklären. Auf den nicht-finanziellen Wert mittelständischer Unternehmen für unterschiedliche Stakeholder kann an dieser Stelle nicht näher eingegangen werden.

<sup>624</sup> Beide Annahmen sind für einen Grossteil der mittelständischen Unternehmen in Deutschland durchaus realistisch.

mer im Verhältnis zu ihrem Erklärungsbeitrag zum Gesamtunternehmenswert stehen. Abbildung 7-4 zeigt, welche Auswirkung eine Veränderung der Risikoprämie auf den Gesamtunternehmenswert eines nicht wachsenden gegenüber einem schwach und einem relativ stark wachsendem Unternehmen hat.

Abbildung 7-4: Auswirkungen unterschiedlicher Risikoprämien auf den DCF-Wert.



Quelle: Eigene Darstellung<sup>625</sup>

Es zeigt sich, dass eine kurze Sensitivitätsanalyse bei der Auswahl eines Verfahrens zur Bestimmung der Risikoprämie viel unverhältnismässige Arbeit sparen kann. Dies gilt vor allem für relativ schwach wachsende Unternehmen mit einem geringen Eigenkapitalanteil.

<sup>625</sup> Annahmen bezüglich der Wachstumsraten der Unternehmen (alle nominal):

	Wachstum Cashflows in der Planungsperiode (5 Jahre)	Wachstums Cashflow nach Planungsperiode (g)	Anteil Eigenkapital am Gesamtkapital bei RP=5%
Kein Wachstum	0,0%	1,0%	20%
Schwaches Wachstum	3,4%	1,5%	50%
Starkes Wachstum	6,4%	2,0%	80%

#### 7.2.3.4 Bestimmung der Fremdkapitalkosten

Die Bestimmung der Fremdkapitalkosten ist ungleich einfacher als die Bestimmung der Eigenkapitalkosten, da diese in der Regel direkt aus Rechnungslegungsdaten ermittelt werden können. Die durchschnittlichen Fremdkapitalkosten ergeben sich aus dem durchschnittlichen Fremdkapitalzins auf alle (zinstragenden) Schulden. Achleitner/Bassen (2000) schlagen vor, "nicht nur Aufwendungen für Zinsen, sondern auch Währungsverluste, Nebenkosten und Disagios zu berücksichtigen."<sup>626</sup>

Diesen Aufwendungen muss man den *Steuerschild* (tax shield) gegenüberstellen, der dadurch entsteht, dass Fremdkapitalzinsen als Aufwand verbucht werden können und somit die Steuerlast senken. Die Höhe des Steuerschildes hängt vom jeweiligen Steuersystem ab. Grundsätzlich lässt sich der Fremdkapitalzinssatz nach Berücksichtigung des Steuerschildes wie die Eigenkapitalkosten nach Berücksichtigung des Ertragssteuersatzes berechnen:

$$(Gleichung 7-7) \quad k_f = (k_F) \cdot (1 - t_x), \text{ wobei}$$

$k_F$  = Durchschnittliche Kosten des Fremdkapitals vor Steuern

$t_x$  = Ertragssteuersatz des Unternehmens  $x$

#### 7.2.3.5 Bestimmung der gewichtete Kapitalkosten (WACC)

Da die beiden Variablen  $k_e$  und  $k_f$  aus Gleichung 7-4 bestimmt worden sind, müssen lediglich die Kapitalgewichtungsmultiplikatoren  $EK/GK$  und  $FK/GK$  abgeleitet werden. Dabei ist zu beachten, dass sowohl für das Eigenkapital als auch für das Fremdkapital Marktwerte angesetzt werden. Das Gesamtkapital bildet einfach die Summe von Eigen- und Fremdkapital. Beim Fremdkapital ist die Bestimmung des Marktwerts wieder vergleichsweise unproblematisch, da sich dieser hinreichend genau über die Buchwerte approximieren lässt.<sup>627</sup>

---

<sup>626</sup> Vgl. Achleitner/Bassen (2000, S. 161). Die Autoren verweisen gleichzeitig auf die Komplexität der Berechnung der Fremdkapitalzinsen von hybriden Finanzierungsformen, auf die an dieser Stelle jedoch nicht näher eingegangen werden soll, da die Fremdfinanzierung mittelständischer Unternehmen in erster Linie über Bankkredite erfolgt.

<sup>627</sup> Das zu Grunde gelegte Fremdkapital darf nur langfristiges, zinstragendes und betriebsnotwendiges Kapital enthalten, da auch die Cashflows nur betriebsnotwendige Ein- und Auszahlungen berücksichtigen. Nicht zinstragende Verbindlichkeiten, wie z.B. aus Lieferungen und Leistungen werden ausgeschlossen, da diese weder für die Fremd- noch die Eigenkapitalgeber eine Verzinsung erwirtschaften müssen. Vgl. Achleitner/Bassen (2000, S. 162f.).



Erneut bereitet die Eigenkapitalseite grössere Schwierigkeiten: Der Marktwert des Eigenkapitals ist bei mittelständischen (nicht börsennotierten) Unternehmen nirgends direkt ablesbar und kann erheblich von seinem Buchwert abweichen – insbesondere wenn das Intellektuelle Kapital, welches nicht in der Bilanz auftaucht, für das Unternehmen von Bedeutung ist (was sich in den künftigen Cashflows zeigen sollte). Die Erhebung des (Markt-)Werts des Eigenkapitals ist aber gerade das Ziel der DCF-Berechnung indem der Gesamunternehmenswert (entity-Methode) berechnet und der Marktwert des Fremdkapitals abgezogen wird. Es gibt also ein sogenanntes Zirkularitätsproblem.<sup>628</sup> Dieses Zirkularitätsproblem kann durch Iteration gelöst werden. Dieser iterative Lösungsprozess lässt sich besonders einfach mit Tabellenkalkulationsprogrammen darstellen.<sup>629</sup> Ist auf diese Weise das Eigenkapital bestimmt, lassen sich auch die Verhältnisse von Eigen- und Fremdkapital zum Gesamtkapital leicht errechnen. Einer Berechnung der Kapitalkosten WACC steht somit nichts mehr im Wege.

Eine Unternehmensbewertung ist die Voraussetzung für die wertorientierte Unternehmensführung. Die vorgeschlagene Bewertungsmethode bleibt in der Struktur der DCF-Methode, was die Entwicklung eines wertorientierten Managementsystems erleichtert. Gleichzeitig ist der modifizierte DCF-Wert kein marktabhängiger Wert. Er stellt den subjektiven (aber finanziellen) Wert des Unternehmens für den Eigentümer dar, der letztlich die Entscheidungen in seinem Unternehmen treffen sollte. Auch im Fall eines Unternehmensverkaufs an ein anderes Individuum kann diese subjektive Bewertungsmethode verwendet werden. Der Kapitalisierungszinssatz muss dann die Renditeer-

---

<sup>628</sup> Der Wert des Eigenkapitals steht somit gleichzeitig auf der linken und der rechten Seite der DCF-Gleichung. Vgl. zu einer möglichen Auflösung des Zirkularitätsproblem ausführlich: Darijtschuk/Schwetzer (1999, S. 295ff.).

<sup>629</sup> Tabellenkalkulationsprogramme wie Microsoft Excel ermöglichen eine sehr einfache Lösung des Zirkularitätsproblems mit Hilfe der Zielwertfunktion (auf englisch: „solver“): Der DCF-Wert (entity-value) wird mit Hilfe der bekannten Formel ermittelt. Er ist eine Funktion der WACC. Gleichzeitig sind die WACC eine Funktion des Marktwerts des Gesamtkapitals, der dem DCF-Wert (entity-Methode) entsprechen muss. Die gesuchte Variable ist der Wert des Eigenkapitals, der den Marktwert des Gesamtkapitals aus der WACC-Rechnung dem DCF-Wert gleichsetzt – wobei alle anderen Variablen gegeben sind. Zunächst wird dazu ein beliebiger Wert für das Eigenkapital (z.B. der Buchwert) in der WACC-Formel eingegeben. Daraus wird ein erster DCF-Wert in der DCF-Formel ermittelt, der vermutlich nicht mit dem Wert für das Gesamtkapital in der WACC-Formel übereinstimmt. Nun wird eine neue Gleichung in Excel abgebildet: DCF-Wert abzüglich Gesamtkapitalwert. Diese Gleichung soll unter Verwendung der Zielwertfunktion gleich Null sein. Die zu verändernde Variable (Zelle) ist der Wert des Eigenkapitals (in der WACC-Gleichung). In anderen Worten: Das Tabellenkalkulationsprogramm sucht den Wert für das Eigenkapital, welcher den Wert aus der DCF-Rechnung dem Marktwert des Gesamtkapitals aus der WACC-Formel gleich werden lässt (sodass deren Differenz gleich null ist). Damit lässt sich innerhalb von Minuten der richtige Wert für beide Gleichungen hinreichend genau annähern.

wartung des neuen Eigentümers widerspiegeln, konzeptionell bleibt das Bewertungsverfahren aber gleich. Erst der Verkauf an einen Finanzinvestor oder am Kapitalmarkt im Rahmen eines Börsengangs erfordert eine marktabhängige Ableitung der Eigenkapitalkosten – von dem vorliegenden Bewertungsmodell ausgehend nur ein kleiner Schritt.

### 7.3 Eigentümerwertorientierung durch quantitatives Management erfolgskritischer Ressourcen

Ausgehend vom modifizierten DCF-Wert für den Eigentümer wird ein Kennzahlensystem entwickelt, welches die Steuerung mittelständischer Unternehmen in Abhängigkeit der jeweils für den Unternehmenserfolg kritischen *Ressourcen*<sup>630</sup> ermöglicht.<sup>631</sup> Gerade bei mittelständischen Unternehmen ist nicht notwendigerweise das Finanzkapital, sondern eine andere Ressource erfolgskritisch. Häufig sind dies die Kunden, das Humankapital (des Unternehmers, der Manager und Mitarbeiter), die Lieferanten und deren Produkte oder die Abhängigkeit von einem bestimmten strategisch besonders relevanten Teil des tangiblen Betriebsvermögens (z.B. Transport-, Netz-, Produktions- oder Raumkapazitäten).

Je nach Struktur des Unternehmens sollte die klassische kapitalorientierte Sichtweise also um die Perspektive der Kunden, der Mitarbeiter und des Managements, der Lieferanten oder von strategischem Betriebsvermögen ergänzt werden oder diese ersetzen. Dies erfolgt in Abhängigkeit der Bedeutung der genannten Ressourcen für den Unternehmenserfolg, bzw. deren möglicher Beitrag zur Steigerung des Eigentümerwerts. Nach wie vor sind eine Vielzahl mittelständischer Unternehmen sehr *kapitalintensiv*, z.B. Maschinenhersteller, Automobilzulieferer, Werkzeugproduzenten oder auch

---

<sup>630</sup> Der Begriff Ressource wird im vorliegenden Abschnitt relativ weit gefasst, da auch Kunden und Lieferanten als Ressourcen verstanden werden. Im Ansatz von Penrose werden Ressourcen primär als Determinanten angebotsseitiger Wertgeneration dargestellt. Vgl. Penrose (1959). Wenerfelt unterscheidet darauf aufbauend sechs Arten von Ressourcen: finanzielle Ressourcen, physische Ressourcen, Humanressourcen, technologische Ressourcen, Reputation und organisatorische Ressourcen. Beziehungen zu Kunden und Lieferanten können in seiner Definition als Teil der Humanressource begriffen werden, da diese das sogenannte *Beziehungskapital* einschliesst. Vgl. Wenerfelt (1984, S. 171ff.). Belz/Bieger (2004, S. 109ff.) beschreiben die Kunden als *asset*: „Die Kundenstruktur und -zahl ist ein wichtiges Asset im Unternehmenswert [...]“. Die Autoren sprechen in diesem Zusammenhang von *customer equity*, was der Bezeichnung der Kunden als Ressource in Form einer Quelle (*source*) des Unternehmenserfolgs bzw. -werts bereits sehr nahe kommt.

<sup>631</sup> Basis bildet das von Strack/Villis (2001) für Grossunternehmen entwickelte RAVE™-Modell. Vgl. Strack/Villis (2001, S. 67ff.).

Forstwirtschaftsbetriebe wie die TTF. Unternehmen, deren Engpassressource nicht (externes) Finanzkapital ist, sind etwa Markenhersteller, deren Geschäft in erster Linie von der *Kundenakzeptanz* und *Marketing*-Fragestellungen beeinflusst wird. Wachsende Bedeutung erlangen auch Dienstleistungsunternehmen, deren zentrale Ressource oftmals die *Mitarbeiter* sind – ein "Vermögensbestandteil", der das Unternehmen täglich verlassen kann. Manche Branchen mit relativ stabilen Absatzmärkten, geringer Anlagenintensität und vergleichsweise niedrigen Personalkosten sind stark von Vorprodukten, Rohstoffen oder integrierteren *Zulieferprodukten* abhängig, weil diese einen Grossteil ihrer Gesamtkosten ausmachen – so wie bei Q-Cells der Fall. Wiederum andere Unternehmen sind von bestimmten strategischen Betriebskapazitäten abhängig, deren Bewirtschaftung erfolgskritisch ist.<sup>632</sup> Ziel des Managementsystems ist also eine effiziente Steuerung und Allokation derjenigen Ressourcen, die für die Eigentümerwertsteigerung am bedeutendsten sind.

Das im Folgenden dargestellte Kennzahlensystem basiert auf der Übergewinngrösse CVA. Allerdings lässt sich die Systematik mit Hilfe einiger Anpassungen auch auf das EVA-Konzept übertragen.<sup>633</sup>

### **7.3.1 Vom modifizierten DCF-Wert zur wertorientierten Unternehmenssteuerung**

Als geeignetes *externes* Mass für die Bestimmung des in einer Periode geschaffenen Aktionärswerts (Shareholder Value) von börsennotierten Unternehmen wurde der Total Shareholder Return (TSR) identifiziert, die Summe aus Aktienkurssteigerung und Dividenden in einer Periode.<sup>634</sup> Der TSR ist bei nicht-börsennotierten Unternehmen nicht ablesbar und daher als Erfolgsgrösse unbrauchbar. Zur periodischen Erfolgsmessung von Unternehmensteilbereichen oder in *nicht börsennotierten Unternehmen* wurde ein Mass mit einer hohen Korrelation zum TSR gesucht. Dieses Mass wurde mit

---

<sup>632</sup> Bei den TTF könnte der Forst alternativ als strategisches Betriebsvermögen definiert werden.

<sup>633</sup> Die folgenden Ausführungen zum eigentümerwertorientierten Managementsystem auf Basis des CVA-Konzeptes beschränken sich im Wesentlichen auf die Entwicklung eines konsistenten Kennzahlensystems. Fragestellungen bezüglich der Implementierung, z.B. im Rahmen von wertorientierten Vergütungssystemen für die Entlohnung der erfolgskritischen Ressourcen (und deren Bereitstellung), bleiben hier weitestgehend unadressiert. Im Rahmen weiterer Forschungsarbeiten ist eine Erforschung dieses Aspekts des wertorientierten Managements durchaus wünschenswert.

<sup>634</sup> Vgl. Kapitel 2.3 für einen Vergleich der unterschiedlichen Messgrössen zur Bestimmung der Wertsteigerung aus Sicht der Eigentümer (Aktionäre).

dem TBR (Total Business Return) gefunden.<sup>635</sup> Er eignet sich als eine der wenigen wertorientierten Kennzahlen für die Messung der Wertsteigerung in nicht-börsennotierten Unternehmen. Er misst die geschätzte Differenz des Wertzuwachses des Eigenkapitals (statt der Aktienkurssteigerung beim TSR) am Beginn und Ende einer Periode sowie die Freien Cashflows für den Eigentümer (statt der Dividenden beim TSR). Der Wert des Eigenkapitals wird beim TBR mit der DCF-Methode berechnet. Ein *TBR auf Basis des modifizierten DCF-Werts* stellt dann den subjektiven Wertzuwachs für den Eigentümer als Unternehmer dar.<sup>636</sup> Dieser abgewandelte TBR eignet sich zur periodischen Erfolgsmessung in mittelständischen Unternehmen, jedoch nicht zur operativen Unternehmenssteuerung. Auf ihm aufbauend wird daher als eigentümergeorientierte Steuerungsgrösse die entsprechend modifizierte Übergewinngrösse CVA verwendet. Sie bildet die Basis des im Folgenden entwickelten Kennzahlensystems.<sup>637</sup>

Effizienz und Wachstum werden auch im klassischen CVA-Modell im Wesentlichen auf das eingesetzte Kapital bezogen. Es werden ausschliesslich *Kapitalrenditen* als Effizienzmass und die Veränderung der eingesetzten *Kapitalbasis* als Wachstumsmass verwendet. In dieser Ausprägung ist jedes Übergewinnverfahren noch sehr industriell geprägt. Intangible, in der Bilanz nicht als Anlagevermögen ausgewiesene Vermögensbestandteile werden darin bislang nicht berücksichtigt. Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben sich jedoch weltweit geändert. Gerade in den Industrieländern vollzieht sich ein Wandel von der Industriegesellschaft hin zur Dienstleistungs- und Informations- oder Wissensgesellschaft.<sup>638</sup> Auf der Unternehmensebene haben diese Veränderungen unter anderem die Folge, dass in den bisherigen Steuerungs- und Kon-

---

<sup>635</sup> Vgl. Kapitel hierzu 2.3.4.

<sup>636</sup> Die Entschädigung des Eigentümer-Managers in seiner Funktion als Manager soll nicht durch den TBR abgebildet werden. Der Unternehmerlohn fliesst nur indirekt als ein den TBR senkendes Element in den Wertzuwachs (modifizierter DCF-Wert) ein. Der TBR drückt also lediglich die Vergütung für das unternehmerische Engagement des Unternehmers aus, nicht seine Vergütung als Arbeitskraft.

<sup>637</sup> Analog zu den in Kapitel 2.3 vorgestellten Konzepten berücksichtigt es neben statischen Steuerungsgrössen wie der Eigenkapital- (ROE) oder der Gesamtkapitalrendite (ROI) zusätzlich die Werttreiber Kapitalkosten und Wachstum. Vgl. Strack/Villis (2001, S. 68).

<sup>638</sup> Vgl. Füglistaller (2002, S. 87ff.). Füglistallers Ausführungen stellen eine Erweiterung der Drei-Sektoren-Theorie von Colin Clark dar.

trollsystemen vernachlässigte Ressourcen an Bedeutung gewinnen.<sup>639</sup> Gerade spezielle Charakteristika und Trends im Mittelstand erfordern eine Erweiterung des rein kapitalbasierten Übergewinnverfahrens. Dazu gehört vor allem eine Berücksichtigung der zunehmenden

1. *Kundenorientierung* der Unternehmen,
2. *Tertiarisierung* der Wirtschaft und die damit steigende Bedeutung der *Mitarbeiter* für den Unternehmenserfolg,
3. *Vernetzung* der Unternehmen und damit die steigende Bedeutung von *Kunden-Lieferanten-Beziehungen*, sowie
4. *Spezialisierung* von Unternehmen auf die Bewirtschaftung von einzelnen strategischen Betriebsmitteln.

Zahlreiche Unternehmen – insbesondere mittelständische – definieren sich vermehrt über ihre Kunden und den Kundennutzen, welchen sie als Unternehmen stiften. Darauf aufbauend wird als *customer equity* der (finanzielle) Wert des Kunden für das Unternehmen bezeichnet.<sup>640</sup> Diese *Kundenorientierung* sollte sich in der wertorientierten Steuerung solcher mittelständischen Unternehmen widerspiegeln, für welche die Kunden und kundenbezogene Aufwände und Erträge eine zentrale Rolle einnehmen.

Gleiches gilt für die zunehmende Tertiarisierung<sup>641</sup> des Mittelstands. Eine Erweiterung des klassischen Übergewinnverfahrens für *personalintensive* Unternehmen wird notwendig.<sup>642</sup> Dienstleistungsunternehmen haben – unabhängig von der Bedeutung der Kunden – in der Regel sehr hohe Personalaufwendungen, sofern die Dienstleistungen von Personen und nicht maschinell erbracht werden. Die Mitarbeiter sind dann *die* erfolgskritische Unternehmensressource. Der Wertbeitrag der Ressource Mitarbeiter muss in diesen Unternehmen gesondert erfasst und gesteuert werden können.

---

<sup>639</sup> Zunächst standen Rohstoffe und deren Erschließung im Mittelpunkt der wirtschaftlichen und geopolitischen Aktivitäten. Mit der Industrialisierung gewann das Sach- und Finanzkapital zur Rohstoffverarbeitung an Bedeutung.

<sup>640</sup> Vgl. Belz/Bieger (2004, S. 109ff.). Nach dem Konzept des *customer equity* wird der Unternehmenswert häufig durch den Kundenstamm bestimmt.

<sup>641</sup> Vgl. Füglistaller (2002, S. 87f.).

<sup>642</sup> So bemängelt z.B. Siegert, dass sich die Wandlung der Wirtschaft von der Industrialisierung über die Dienstleistungsorientierung (Kundenorientierung) und hin zur „knowledge-economy“ (Humankapitalorientierung) nicht in geeigneten Kennzahlensystemen widerspiegelt. Vgl. Siegert (1999, S. 18ff.).

Die zunehmende Spezialisierung von Unternehmen und die Dekonstruktion der Wertschöpfungsketten führt gleichzeitig zu einem stärkeren Kooperationsverhalten (Vernetzung) zwischen Unternehmen unterschiedlicher Wertschöpfungsstufen. Dies gilt insbesondere für mittlere Unternehmen, die nur begrenzt Skaleneffekte über mehrere Wertschöpfungsstufen nutzen können. Dadurch steigt die Anzahl und Bedeutung der Zulieferbeziehungen. Diese werden zu erfolgsrelevanten und wertbeeinflussenden Faktoren, die explizit gesteuert und kontrolliert werden sollten.

Gerade bei kleineren mittelständischen Unternehmen können gewisse strategische Betriebsmittel und deren Management die kritischen Erfolgsfaktoren sein. Die Transport-, Netz-, Produktions- oder Flächenkapazitäten müssen optimal bewirtschaftet werden. Dies gilt um so mehr, wenn für die Bewirtschaftung kaum Personal notwendig ist und die Vermarktung der Kapazitäten über wenige Vertriebspartner geschieht.

Alle diese operativen Perspektiven dürfen jedoch die *übergeordnete strategische Perspektive* der Eigentümerwertsteigerung nicht aus den Augen verlieren. Sie dienen lediglich der besseren Operationalisierung des strategischen Ziels der Eigentümerwertsteigerung durch Berücksichtigung der für das Unternehmen erfolgskritischen Ressourcen. Selbstverständlich kann ein mittelständisches Unternehmen nicht alle Perspektiven bei der Unternehmenssteuerung berücksichtigen. Es sollte sich maximal auf eine oder vielleicht zwei Perspektiven fokussieren. Die operativen Perspektiven werden in den folgenden Abschnitten vorgestellt.<sup>643</sup>

### **7.3.2 Externes Kapital als zentraler Erfolgsfaktor (das "klassische", kapitalbasierte Übergewinnverfahren)**

Die folgenden Ausführungen lehnen sich aus den beschriebene Gründen an das CVA-Konzept an.<sup>644</sup> Das Verfahren wird ausschliesslich entlang der sogenannten Value-Spread-Formel erläutert.<sup>645</sup> Diese lautet wie folgt:

---

<sup>643</sup> Vgl. neben dem von Strack/Villis (2001, S. 69ff.) entwickelten Modell auch die Arbeit von Fischer/Vielmeyer (2002, S. 17ff.).

<sup>644</sup> Die Vor- und Nachteile des CVA-Konzepts gegenüber dem EVA<sup>TM</sup>-Konzept werden in der Literatur nach wie vor lebhaft diskutiert. Der Hauptvorwurf gegenüber dem EVA<sup>TM</sup> Konzept ist seine zu starke Orientierung an buchhalterischen Grössen. Dem CVA-Konzept wird dagegen eine zu grosse Komplexität vorgeworfen. Beide Konzepte lassen sich durch verschiedene Konversionen so stark aneinander angleichen, dass sie in einem Unternehmen zu denselben Werten für den CVA und den EVA<sup>TM</sup> führen. Daher sollte im Vordergrund vor allem die konsequente und konsistente Implementierung eines in sich schlüssigen Konzepts stehen.

(Gleichung 7-8)  $CVA = (CFROI - WACC) * IK$ , wobei

$CVA$  = Cash Value Added

$CFROI$  = Cashflow Return on Investment: Differenz aus Bruttocashflow und ökonomischer Abschreibung<sup>646</sup> geteilt durch das investierte Kapital<sup>647</sup>

$WACC$  = Weighted Average Cost of Capital: Gewichtete Kapitalkosten<sup>648</sup>

$IK$  = Investiertes Kapital zu historischen Anschaffungs- und Herstellkosten

Grundsätzlich beziehen sich die folgenden Ausführungen stets auf die im Rahmen der Entwicklung des modifizierten DCF-Verfahrens abgewandelten Grössen. Dies bezieht sich insbesondere auf die WACC, gilt aber auch für die Berücksichtigung des Unternehmerlohns und des Privatvermögens des Unternehmers bei der Ermittlung der Freien Cashflows (CFROI, BCF) und des investierten Kapitals (IK).

Der CVA selbst ist noch kein dynamisches Erfolgsmass, da er lediglich den Wertbeitrag einer Periode misst. Daher wird als zentrale interne Steuerungsgrösse der Delta CVA ( $\Delta CVA$ ) als Veränderung des CVA im Vergleich zur Vorperiode herangezogen. Die sich daraus direkt ableitbaren Hebel für eine positiven  $\Delta CVA$  – Renditeverbesserung und profitables Kapitalwachstum – beziehen sich auf das investierte Kapital (zu historischen Anschaffungs- und Herstellungskosten). Sie dienen somit primär der effizienten (Finanz-) Kapitalallokation. Wie beim EVA wird das Kapital dadurch als zent-

---

<sup>645</sup> Dies dient vor allem der Komplexitätsreduktion. Das Konzept ist grundsätzlich auch mit Hilfe der Capital-Charge-Formel abbildbar. Vgl. hierzu Kapitel 2.3.

<sup>646</sup> Unter einer ökonomischen Abschreibung wird der Geldbetrag verstanden, der unter Berücksichtigung des Zeitwerts des Geldes (Verzinsung) zurückgelegt werden muss, um die Ersatzinvestitionen nach der (tatsächlichen) Nutzungsdauer zu tätigen.

<sup>647</sup> Statt des CFROI wird von Achleitner/Bassen (2000, S. 168f.) der von Copeland/Koller/Murrin (McKinsey&Company) verwendete ROIC (Return on Invested Capital) für den Einsatz in KMU vorgeschlagen. Er berechnet sich als  $NOPLAT/IK$ , wobei der NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes) sich als freier Cashflow plus „Nettoinvestitionen“ berechnet. Die Nettoinvestitionen sind Investitionen, welche über die Abschreibungsbeträge hinausgehen. Er kann also auch als freier Cashflow plus Investitionen abzüglich Abschreibungen geschrieben werden. Damit ähnelt der NOPLAT weitgehend dem für die Berechnung des CFROI verwendeten Nenner: Freier Cashflow plus Investitionen (ergibt den Bruttocashflow) abzüglich ökonomischer Abschreibung. Damit ist der CFROI stärker an ökonomischen als an buchhalterischen Grössen orientiert. Vgl. zum CFROI ausführlicher Kapitel 2.3.4.

<sup>648</sup> Vgl. ausführlich Abschnitt 7.2.1.

rale Engpassressource hervorgehoben, deren Steuerung auf oberster strategischer Ebene erfolgen muss. Der Wertbeitrag anderer erfolgskritischer Ressourcen kann auf aggregierter Ebene nicht direkt nachvollzogen oder gar gesteuert werden. Erst auf operativer Ebene lassen sich einzelne Werttreiber identifizieren, die sich auf andere Ressourcen beziehen.

Diese kapitalorientierte Sichtweise ist sehr gut auf die Verhältnisse mittelständischer Unternehmen übertragbar, für welche einerseits das Investitionskapital eine knappe Ressource ist und wo andererseits die Kapitalkosten und die ökonomischen Abschreibungen ( $WACC \cdot IK + \ddot{O}A$ ) einen erheblichen Anteil an den Gesamtkosten des Unternehmens haben. Die Kapitalintensität eines Unternehmens kann sehr stark von der Branche abhängen, in der es tätig ist. Zunehmend spielt auch der Grad der vertikalen Integration des Unternehmens eine Rolle.<sup>649</sup> Die im Folgenden vorgestellten kapitalorientierten Kennzahlen sind nicht nur für den Eigentümer relevante Steuerungsgrößen. Sie dienen auch bei Verhandlungen mit *externen* Kapitalgebern der finanzorientierten Darstellung des Unternehmens – insbesondere mit den Banken im Rahmen des Rating. Allein die dadurch hergestellte Transparenz kann sich bereits in geringeren (Fremd-) Kapitalkosten niederschlagen. Einen Überblick über mögliche operative Werttreiber der kapitalorientierten Sichtweise für mittelständische Unternehmen gibt Abbildung 7-9.

Der Werttreiberbaum in Abbildung 7-9 gibt einen Überblick über mögliche Werttreiber im Rahmen des kapitalbasierten Übergewinnverfahrens. Selbstverständlich müssen die operativen Steuerungsgrößen für jedes Unternehmen individuell angepasst werden. Ebenso müssen die Zusammenhänge zwischen den einzelnen Größen quantifiziert werden. Durch Sensitivitätsanalysen können diejenigen Werthebel identifiziert werden, deren Einfluss auf die Kontrollgröße CVA am stärksten ist und die gleichzeitig gut durch das Management beeinflusst werden können.<sup>650</sup> Insbesondere bei mittelständischen Unternehmen gilt: "Die Umsetzung und die Akzeptanz der Steuerungsgrößen [...] wird dadurch vereinfacht, dass für die einzelnen Bereiche keine wesentlich neuen Erfolgsmaßstäbe gefunden werden müssen."<sup>651</sup>

---

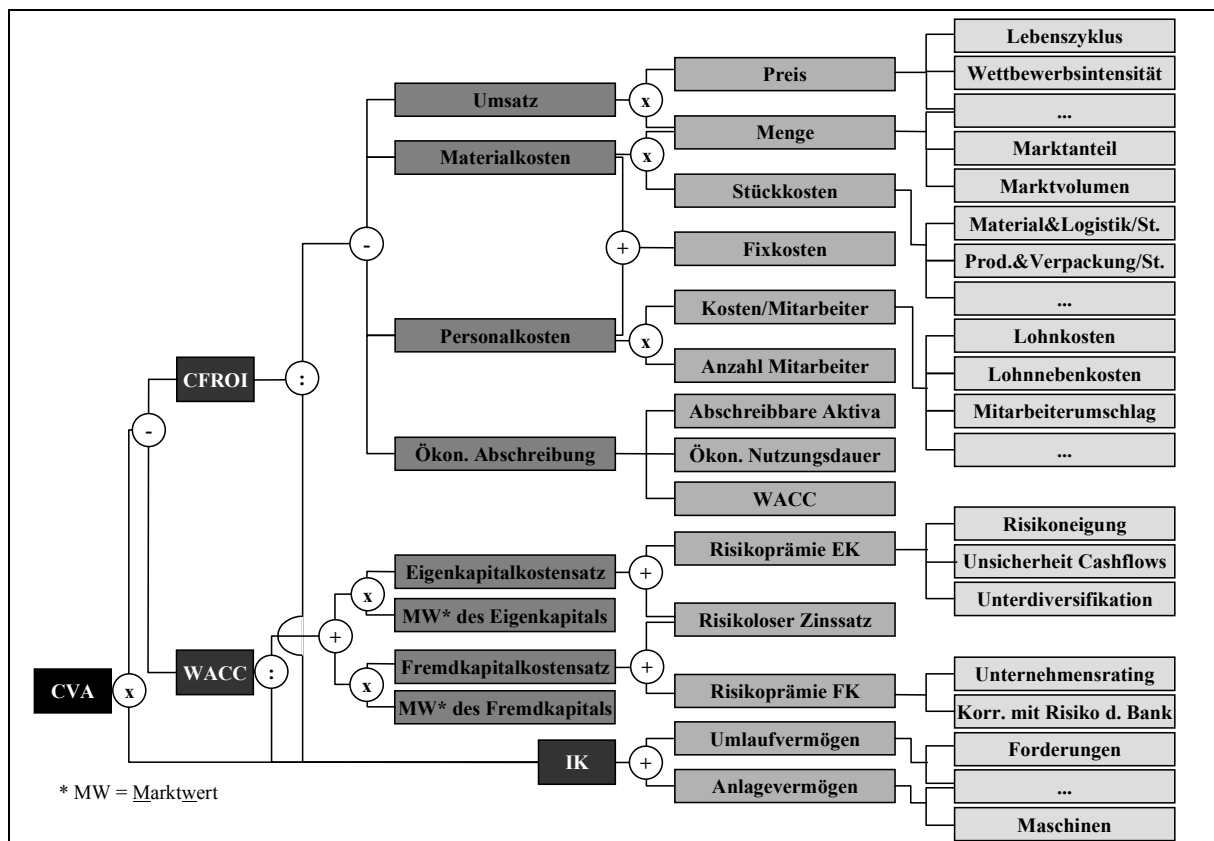
<sup>649</sup> So kann sich ein Autozulieferer beispielsweise ausschliesslich auf die marginale Veredlung von Vorprodukten spezialisieren, die jedoch eher von F&E- und Mitarbeiterkosten als von dem Einsatz teurer Maschinen getrieben ist. Klassische Zulieferbetriebe der Automobilindustrie sind aber nach wie vor eher kapitalintensiv.

<sup>650</sup> Vgl. Abbildung 6-4.

<sup>651</sup> Vgl. Achleitner/Bassen (2000, S. 169f.).



Abbildung 7-9: Kapitalorientierte Werttreiber



Quelle: Eigene Darstellung

Die identifizierten Werttreiber – unabhängig von der verwendeten Sichtweise – sollten die Basis für eine eigentümergeorientierte Entlohnung der *erfolgsrelevanten* Ressourcen darstellen. Während die Führungsebene des Managements entlang der *strategischen* Werttreiber wie CVA und  $\Delta$ CVA vergütet werden kann, sollten *operative* Einheiten gemäss der Entwicklung der jeweils für sie relevanten (weil durch sie direkt *beeinflussbaren*) Werttreiber entlohnt werden. Wie ein solches wertorientiertes Vergütungssystem ausgestaltet werden kann, sollte Inhalt weiterführender Forschung zur Implementierung von Wertmanagementkonzepten im Mittelstand sein.

### 7.3.3 Die Kunden als zentraler Erfolgsfaktor

Nach den Eigentümern werden die Kunden bei der strategischen Ausrichtung und Unternehmenssteuerung als zweitwichtigste zu berücksichtigende Anspruchsgruppe mittelständischer Unternehmen identifiziert.<sup>652</sup> Dies gilt insbesondere für Unternehmen, deren Kunden – bzw. deren Beziehung zu ihren Kunden – für den Unternehmenserfolg

<sup>652</sup> Vgl. Kayser/Wallau (2003, S. 89f.).

besonders relevant sind.<sup>653</sup> Viele mittelständische Unternehmen sind von einer relativ geringen Anzahl Kunden abhängig.<sup>654</sup> Gerade in diesen Fällen ist das explizite Management der Kundenbeziehungen – auch mit Hilfe von Kennzahlen – dringend geboten, da es fahrlässig wäre, die Kundenbeziehung betreffende Entscheidungen allein auf Vermutungen zu stützen.

In den untersuchten Fallunternehmen zeigte sich, dass die Kunden für die TTF eine relativ untergeordnete Rolle spielen. Unverarbeitetes Holz ist ein Rohstoff, für den eine vergleichsweise konstante Nachfrage besteht, die durch zusätzlichen Marketing- und Vertriebsaufwand kaum beeinflusst werden kann. Bei Q-Cells führt der derzeitige Nachfrageüberhang ebenfalls zu einer untergeordneten Rolle des Marketings und Vertriebs. Der Engpass besteht eher auf Seite der Zulieferer. Selbst bei Wenko kann davon ausgegangen werden, dass die Beziehungen zu seinen Kunden (Kaufhäuser und Versandhändler) zwar eine relativ grosse Rolle spielen, die Zulieferprodukte aber noch wichtiger sind.

Ein Indiz der Bedeutung von Kunden für das Unternehmen lässt sich beispielsweise ermitteln, indem man betrachtet, welchen Anteil der *Marketing- und Vertriebsaufwand* am Gesamtaufwand des Unternehmens hat.<sup>655</sup> Je grösser dieser Anteil, desto wichtiger ist eine kundenorientierte Steuerung des Unternehmens. Ansätze zur kundenorientierten Unternehmenssteuerung sind nicht neu. Auch die Balanced Scorecard integriert die *Kundenperspektive* in ihren Managementansatz.<sup>656</sup> Im Unterschied zur Balanced Scorecard wird im vorliegenden Ansatz die Kundenperspektive direkt mit eigentümergeorientierten Controllinggrössen wie dem modifizierten CVA und dem modifizierten DCF-Wert verknüpft.

Ausgangspunkt der kundenorientierten Sichtweise des Wertmanagementsystems ist wieder die Value-Spread-Formel zur Berechnung des CVA.<sup>657</sup>

---

<sup>653</sup> Auch wenn dies zunächst kontraintuitiv anmuten mag, gibt es doch einige Unternehmen, für welche die Kunden weniger relevant sind als die Beziehungen zu den Mitarbeitern, Zulieferern oder anderen Anspruchsgruppen. Dies kann unterschiedliche Gründe haben. Einige werden in den folgenden Abschnitten genannt.

<sup>654</sup> Vgl. Kayser/Wallau (2003, S. 121f.).

<sup>655</sup> Problematisch ist, wenn das betrachtete Unternehmen trotz der grossen Bedeutung der Kunden nicht ausreichend Marketing betreibt.

<sup>656</sup> Vgl. Kaplan/Norton (1996, S. 76ff.).

<sup>657</sup> Vgl. Abschnitt 7.3.2. V.a. der formale Teil der nachstehenden Ausführungen lehnt sich an den für Grossunternehmen entwickelten Customomics-Ansatz von Strack/Villis (2001, S. 12f.) an.

*(Gleichung 7-8)  $CVA = (CFROI-WACC)*IK$*

Zusätzlich zu den in *Gleichung 7-8* verwendeten, werden folgende Variablen definiert:

*BCF = Bruttocashflow =  $U-MK_K-PK_K-VMK$*

*U = Umsatz*

*VMK = Vertriebs- und Marketingaufwand*

*MK<sub>K</sub> = Materialaufwand plus sonstige Aufwendungen und Steuern (ohne Anteil VMK)*

*PK<sub>K</sub> = Personalaufwand (ohne Anteil VMK)*

*ÖA<sub>K</sub> = Ökonomische Abschreibungen (ohne Anteil VMK)*

*IK<sub>K</sub> = Investiertes Kapital (ohne Anteil VMK)*

*WS<sub>K</sub> = Wertschöpfung:  $U-MK_K-PK_K-ÖA_K-WACC*IK_K$*

*WSK = Wertschöpfung pro Kunde:  $WS_K/K$*

*DMK = Durchschnittliche Marketing- und Vertriebskosten pro Kunde:  $VMK/K$*

*K = Anzahl Kunden*

In *Gleichung 7-8* wird die Definition des CFROI und die Definition des BCF eingesetzt. Der CVA wird im Folgenden dabei so umgeformt, dass die momentane, kapitalbasierte Sichtweise gegen eine kundenbasierte ausgetauscht wird. Daraus erhält man *Gleichung 7-9*.

$$\begin{aligned}
\text{(Gleichung 7-8)} \quad CVA &= (CFROI-WACC)*IK \\
&= ((BCF-\ddot{O}A)/IK-WACC)*IK \\
&= BCF-\ddot{O}A-WACC*IK \\
&= U-MK_K-PC_K-\ddot{O}A_K-WACC*IK -VMK \\
&= ((U-MK_K-PC_K-\ddot{O}A_K-WACC*IK)/K - VMK/K)*K \\
&= (WS_K/K - VMK/K)*K
\end{aligned}$$

$$\text{(Gleichung 7-9)} \quad CVA = (WSK-DMK)*K$$

Betrachtet man den CVA aus dieser Perspektive wird unmittelbar deutlich, welche Stellhebel den Eigentümerwert beeinflussen: der Umsatz (genauer die Wertschöpfung) pro Kunde, die Marketing- und Vertriebskosten sowie Veränderungen der Kundenbasis. Gerade bei den Marketing- und Vertriebskosten ist wichtig, dass auch die investierte Arbeitszeit des *Unternehmers* korrekt quantifiziert wird. Häufig ist im Mittelstand gerade er eine zentrale Figur im Vertrieb – sowohl bezüglich der realisierten Wertschöpfung pro von ihm betreuten Kunden als auch bezüglich der durch ihn verursachten Kosten, die anteilig den kalkulatorischen Unternehmerlohn berücksichtigen müssen.

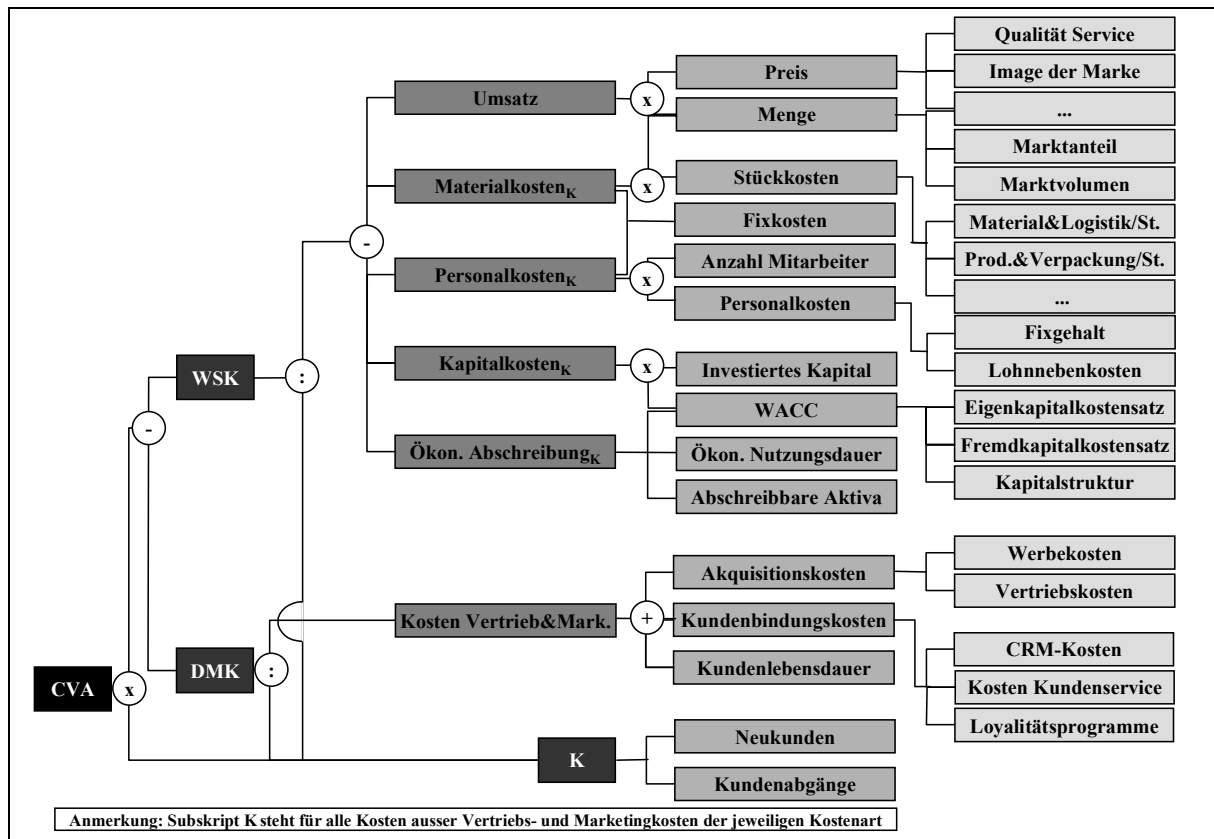
In mittelständischen Betrieben der Konsumgüterbranche spielt der Wertbeitrag des Unternehmers unter Vertriebsgesichtspunkten meist eine untergeordnete Rolle, da er nur indirekt über die Kontakte zu den Vertriebspartnern Einfluss auf das Kaufverhalten der Endverbraucher nehmen kann. Umso wichtiger kann die Kundensicht auf die Eigentümerwertsteigerung in Konsumgüterbetrieben sein. Denn diese Unternehmen haben häufig erhebliche Marketing- und Vertriebsausgaben.<sup>658</sup> Die Marketingkosten werden vermutlich einen erheblichen Anteil der Gesamtkosten ausmachen. Eine besonders starke Kundenorientierung ist z.B. in Internet-basierten Vertriebsmodellen anzutreffen.<sup>659</sup> Abbildung 7-10 gibt einen Überblick über mögliche Werttreiber aus der kundenorientierten Sichtweise auf die Steigerung des Eigentümerwerts.

---

<sup>658</sup> Denkbar ist in diesem Zusammenhang die Einführung einer *markenorientierten* Sichtweise, bei der nicht mehr die Kunden, sondern ganze Marken die relevanten Bezugsgrößen definieren.

<sup>659</sup> Besonders Unternehmen mit skalierbaren Geschäftsmodellen, d.h. wo die Anzahl Kunden weitgehend von der Anzahl Vertriebsmitarbeiter entkoppelt werden kann, ist ein kundenorientierter Ansatz erfolgversprechend. Vgl. Abschnitt 7.2.2.4. Strack/Villis (2001, S. 77) nennen Amazon.com als Beispiel für ein kundenorientiertes aber relativ kapital- und mitarbeiterextensives Geschäftsmodell. Amazon.com selbst bezeichnet sich in seiner

Abbildung 7-10: Kundenorientierte Werttreiber



Quelle: Eigene Darstellung.

Die strategischen Werttreiber CFROI, WACC und investiertes Kapital werden in der kundenorientierten Sichtweise durch die durchschnittliche Wertschöpfung pro Kunde (WSK), die durchschnittlichen Kosten pro Kunde (DMK) sowie die Anzahl Kunden (K) ersetzt. Die Wertschöpfung pro Kunde wird in Abbildung 7-10 in derselben Struktur wie in Abbildung 7-9 dargestellt. Strack/Villis schlagen eine Aufteilung der WSK in das Produkt aus Umsatz pro Kunde und prozentualer Marge pro Kunde vor, wobei die Marge die Material-, Personal- und Kapitalkosten beinhaltet.<sup>660</sup> Keiner der vorge-

Vision als „Earth’s Most Customer-Centric Company“. Vgl. eine Analystenpräsentation vom Mai 2004, abrufbar am 15.08.2004 unter [http://media.corporate-ir.net/media\\_files/irol/97/97664/presentations/gs\\_may04.pdf](http://media.corporate-ir.net/media_files/irol/97/97664/presentations/gs_may04.pdf). Einige Zahlen für das Jahr 2003 belegen dies. So wurden mit einer Bilanzsumme (kapitalorientierte Sichtweise) von etwa 2 Mrd. USD und 7.800 Mitarbeitern ungefähr 40 Millionen aktive Kunden bedient. Die Vertriebs- und Marketingkosten lagen bei über 80% der Gesamtkosten. Vgl. Amazon.com, Inc., Annual Report 2003, S. 39 und eigene Schätzungen basierend auf 10-Q SEC Filings vom 26.07.2002, abzurufen am 15.08.2004 unter <http://cebn.10kwizard.com/download.php?type=PDF&ipage=1808803>.

<sup>660</sup> Vgl. Strack/Villis (2001, S. 77). Nur eine zusätzliche Berücksichtigung der Kapitalkosten in der Marge wird dem Gedanken des Übergewinns gerecht, da diese ja in der kundenorientierten Sichtweise nicht mehr in den DMK berücksichtigt werden. Umsatz pro Kunde und Deckungsbeitrag pro Kunde spielen im Marketing-Controlling schon länger eine wichtige Rolle, wobei dort der Deckungsbeitrag pro Kunde die Kapitalkosten nicht

nannten Kostenblöcke darf jedoch Aufwendungen für Marketing und Vertrieb enthalten, da diese bereits in den ACC berücksichtigt werden. Ein zusätzlicher Aspekt ist bei dieser Betrachtungsweise interessant: Investitionen zur Erweiterung der Kapitalbasis werden in der kundenorientierten Sichtweise durch "Investitionen" in eine Erhöhung der Neukunden und Senkung der Kundenabgänge ersetzt. Entsprechend wird teilweise vorgeschlagen, Vertriebs- und Marketingkosten als Investitionen zu behandeln, diese daher im investierten Kapital zu berücksichtigen und abzuschreiben.<sup>661</sup> Wichtig bei den Investitionen in die Kunden ist auch hier, dass sie zu *profitablem* Wachstum führen, d.h. einem Wachstum, bei dem die Wertschöpfung pro Kunde (unter Berücksichtigung der Kapitalkosten) grösser ist als die Kosten pro Kunde. Welche operativen Werttreiber den Value-Spread aus der Kundenperspektive beeinflussen können, lässt sich aus Abbildung 7-10 ablesen: Für die Wertschöpfung pro Kunde sind die Servicequalität, der Wert der Marke, Marktanteil und Marktvolumen ertragsseitig sowie Material-, Personal- und Kapitalkosten kostenseitig wichtige Treiber der Wertschöpfung pro Kunde, während Kosten für Vertrieb, Werbung, Customer Relation Management (CRM), den Kundenservice, Loyalitätsprogramme und Vertriebspartnerschaften die Kosten pro Kunde beeinflussen. Veränderungen der Kundenbasis werden durch die Differenz aus Neukunden und Kundenabgängen gebildet.

Es zeigt sich, dass die operativen Werttreiber nicht neu sind. Dies ist insofern wünschenswert, als marketingorientierte mittelständische Unternehmen nicht an einer kompletten Neuausrichtung ihrer Kennzahlen interessiert sind, und was darüber hinaus in den seltensten Fällen sinnvoll ist. Diese Sichtweise hilft lediglich die bestehenden kundenorientierten Kennzahlen in einen direkten, formalen und somit quantifizierbaren Zusammenhang zur Eigentümerwertsteigerung zu bringen. Die Eigentümerwertentwicklung kann dann in Abhängigkeit dieser operativen Stellhebel über die strategischen Werttreiber CVA, WSK, DMK und K gesteuert werden. Die Quantifizierbarkeit ermöglicht den Einsatz von Sensitivitätsanalysen, welche eine Bestimmung des Einflusses der unterschiedlichen, teilweise bereits verwendeten Kennzahlen auf den Eigentümerwert ermöglichen. Entsprechend können die knappen Ressourcen des Unternehmens besser zur Steigerung des Eigentümerwerts eingesetzt werden. Ausserdem können Wertsteigerungen deren "Verursachern" einfacher zugerechnet werden, was

---

berücksichtigt und somit eine Verknüpfung zu übergewinnorientierten Kennzahlen ausbleibt. Vgl. Mayer/Weber (1990, S. 190).

<sup>661</sup> Vgl. Strack/Villis (2001, S. 78).

eine gerechtere, erfolgsabhängige Entlohnung von Unternehmensteilbereichen, Filialen oder einzelnen Vertriebsmitarbeitern ermöglicht.

### 7.3.4 Die Mitarbeiter als zentraler Erfolgsfaktor

In der *Dienstleistungsgesellschaft* spielen neben den Kunden vor allem die Mitarbeiter eine wichtige Rolle. Ihre Rolle wird auf dem Weg in die *Wissensgesellschaft* weiter zunehmen. Ausdruck des wachsenden Wertbeitrags des Produktionsfaktors Wissen sind Begriffe wie *war for talents* oder das *Humankapital*<sup>662</sup>. Heutige Controlling- und Managementsysteme messen dem Faktor Mensch häufig noch eine unzureichende Bedeutung bei. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Steuerung des Unternehmens rein auf Basis kapitalorientierter und statischer Effizienzmasse, wie dem ROI oder ROE erfolgt. Hier werden Mitarbeiter in der Regel zu Unrecht zu reinen Kostenfaktoren degradiert.

Ziel der folgenden Überlegungen ist eine Hervorhebung und Messung des *Werttreibers Mensch*. Dieser ist für mittelständische Unternehmen aus zwei Gründen von zentraler Bedeutung:

1. Derzeit erfolgt eine Tertiarisierung des Mittelstands.
2. Mittelständische Unternehmen sind meist sehr personengeprägt.

Füglister stellt eine zunehmende Tertiarisierung mittelständischer Unternehmen in den westlichen Industrienationen fest.<sup>663</sup> Dies ist unter anderem damit zu erklären, dass personenbezogene Dienstleistungen meist schwer skalierbar sind, d.h. es nur begrenzte Grössenvorteile im Gegensatz zur industriellen Produktion gibt. Da die Dienst-

---

<sup>662</sup> Obwohl in der Wirtschaftssprache der Begriff im Zusammenhang mit Mitarbeitern positiv zu interpretieren ist, da Menschen nicht mehr als reiner Kostenfaktor, sondern als *zentrales Element der Wertstiftung* (auch) für Unternehmen interpretiert werden, ist *Humankapital* im Februar 2005 zum Unwort des Jahres 2004 gekürt worden. In der Begründung heisst es: "Der Gebrauch dieses Wortes aus der Wirtschaftsfachsprache breitet sich zunehmend auch in nichtfachlichen Bereichen aus und fördert damit die primär ökonomische Bewertung aller denkbaren Lebensbezüge, wovon auch die aktuelle Politik immer mehr beeinflusst wird. Humankapital degradiert nicht nur Arbeitskräfte in Betrieben, sondern Menschen überhaupt zu nur noch ökonomisch interessanten Grössen. Bereits 1998 hat die Jury Humankapital als Umschreibung für die Aufzucht von Kindern gerügt. Aktueller Anlass ist die Aufnahme des Begriffs in eine offizielle Erklärung der EU, die damit die „Fähigkeiten und Fertigkeiten sowie das Wissen, das in Personen verkörpert ist“, definiert (August 2004)." Vgl. <http://www.unwortdesjahres.org/>.

<sup>663</sup> Dienstleistungsunternehmen sind derzeit vor allem im Bereich der Klein- und Kleinstunternehmen überrepräsentiert, die Bedeutung von (personalintensiven) Dienstleistungen wächst jedoch auch im Segment der mittelständischen Unternehmen stark. Vgl. Füglister (2002, S. 79ff.).

leistungen in vielen Fällen von Personen erbracht werden, gewinnen sie für mittelständische Betriebe zunehmend an Bedeutung. Der Mittelstand ist darüber hinaus traditionell bereits sehr personengeprägt. Aufgrund informeller Strukturen in mittelständischen Unternehmen haben einzelne Mitarbeiter meist eine besondere Bedeutung und Verantwortung für "ihr" Unternehmen.<sup>664</sup> Die Mitarbeiter stellen für mittelständische Unternehmen eine zunehmend wichtige Ressource dar, die explizit gesteuert werden muss.

Analog zu den Kunden im vorangehenden Abschnitt werden nun die Mitarbeiter als zentraler Werttreiber modelliert. Ausgangspunkt der mitarbeiterorientierten Sichtweise des Wertmanagementsystems ist wieder die Value-Spread-Formel zur Berechnung des CVA:<sup>665</sup>

$$(Gleichung 7-8) \quad CVA = (CFROI-WACC) * IK$$

Zusätzlich und teilweise in Abweichung zu Gleichung 7-8, werden folgende Variablen definiert:

$$BCF = \text{Bruttocashflow} = U - MK - PK$$

$$U = \text{Umsatz}$$

$$MK = \text{Materialaufwand plus sonstige Aufwendungen, Steuern und Anpassungen (alle nicht-personenbezogenen Aufwendungen)}$$

$$PK = \text{Personalaufwand}$$

$$ÖA = \text{Ökonomische Abschreibungen}$$

$$IK = \text{Investiertes Kapital}$$

$$WS = \text{Wertschöpfung: } U - MK - ÖA - WACC * IK$$

$$WSP = \text{Wertschöpfung pro Mitarbeiter: } WS/P$$

$$DPK = \text{Durchschnittlicher Personalaufwand pro Mitarbeiter: } PK/P$$

$$P = \text{Anzahl Mitarbeiter}$$

In Gleichung 7-8 wird die Definition des CFROI und die Definition des BCF eingesetzt. Der CVA wird im Folgenden dabei so umgeformt, dass die momentane, kapital-

---

<sup>664</sup> Dies gilt in besonderem Masse für die Person des Unternehmers.

<sup>665</sup> Formale Basis der Ausführungen bilden wieder Strack/Villis (2001, S. 6ff.).



basierte Sichtweise gegen eine mitarbeiterorientierte ausgetauscht wird. Daraus erhält man Gleichung 7-10.

$$\begin{aligned}
 \text{(Gleichung 7-8)} \quad CVA &= (CFROI-WACC)*IK \\
 &= ((BCF-ÖA)/IK-WACC)*IK \\
 &= BCF-ÖA-WACC*IK \\
 &= U-MK-ÖA-WACC*IK-PK \\
 &= ((U-MK-ÖA-WACC*IK)/P-PK/P)*P \\
 &= (WS/P-PK/P)*P
 \end{aligned}$$

$$\text{(Gleichung 7-10)} \quad CVA = (WSP-DPK)*P$$

Betrachtet man den CVA aus dieser Perspektive wird unmittelbar deutlich, welche Stellhebel den Eigentümerwert beeinflussen: der Umsatz (genauer die Wertschöpfung) pro Mitarbeiter, der Personalaufwand sowie eine Veränderung der Anzahl Mitarbeiter. Die Wertschöpfung pro Mitarbeiter darf hier keinen Personalaufwand beinhalten. Vom Umsatz werden lediglich die Materialkosten, die ökonomischen Abschreibungen und die Kapitalkosten abgezogen. Die Materialkosten enthalten dabei sämtliche weiteren Kosten, z.B. für Rückstellungen, Miet- und Leasingaufwand. Diese Wertschöpfung pro Mitarbeiter kann auch als Mitarbeiterproduktivität interpretiert werden. Zum Personalaufwand pro Mitarbeiter zählen sämtliche Kosten, die den Mitarbeitern zuzurechnen sind. Dies sind neben den fixen Lohn- und Lohnnebenkosten, kurz- und langfristige variable Vergütungen, freiwillige soziale oder sachgebundene Zusatzleistungen und personenbezogene Sachkosten wie die Kosten für die Einrichtung und Pflege des Arbeitsplatzes (PK, Software, Schreibtisch, etc.). Zusätzlich müssen die gesamten Kosten für die Anwerbung neuer Mitarbeiter sowie die Schulung und Karriereentwicklung vorhandener Mitarbeiter berücksichtigt werden. Die Anzahl der Mitarbeiter ist eine Funktion der Neuzugänge und der Abgänge von Beschäftigten.

Die mit dieser Sichtweise verbundenen Kennzahlen erlauben einen eigentümerwertorientierten Einsatz von Mitarbeitern. Zunächst sollten neue Mitarbeiter nur dann angestellt werden, wenn davon auszugehen ist, dass ihre Wertschöpfung (WSP) – nach Berücksichtigung der Abschreibungen und der Kapitalkosten – über den für sie zu erwarteten Kosten (DPK) liegen. Mitarbeiter sollten dort eingesetzt werden, wo ihre Wertschöpfung am höchsten ist. Damit werden Mitarbeiter – wie bei der statischen, rein kapitalorientierten Betrachtung der Fall – nicht mehr als reine Kostenverursacher gesehen, die den CFROI, ROI oder ROE reduzieren, sondern als Werttreiber. Aus dieser

Perspektive bekommen Massnahmen wie die Rekrutierung neuer Mitarbeiter, das Training und die Karriereplanung den Stellenwert von Investitionen statt Kosten. Zusätzlich wird dem Eigentümer und dem Management ein Controllinginstrument an die Hand gegeben, welches ihnen Transparenz über ihre im Zweifelsfall wichtigste Unternehmensressource geben kann. Besonders wertorientiert kann auf Gesamtunternehmensebene dahingehend agiert werden, dass Mitarbeiter zu einem grossen Teil in Abhängigkeit ihrer Wertschöpfung bezahlt werden. Dies könnte Entlassungen von vergleichsweise unproduktiven Mitarbeitern unwahrscheinlicher machen, indem diesen schlichtweg ein geringerer Lohn bezahlt würde.

Ein "Mitarbeiter" spielt bei mittelständischen Unternehmen eine ganz besondere Rolle: Der Eigentümer-Manager. Auch er sollte sich überlegen, ob seine Vergütung der von ihm erbrachten Wertschöpfung als Manager entspricht. Die hier vorgestellte Perspektive kann auch dazu verwendet werden, den in Abschnitt 7.2.1 entwickelten Unternehmerlohn zu quantifizieren. Der Eigentümer-Unternehmer sollte sich lediglich den Lohn zahlen, der seiner Wertschöpfung als Mitarbeiter (Manager) entspricht, also wo  $WSP=DPK$ . Die "Überrendite" steht ihm als Eigentümer ohnehin zu. Damit wäre ein Bewertungsproblem im Zusammenhang mit der Quantifizierung der Cashflows des modifizierten DCF-Verfahrens für mittelständische Unternehmen gelöst.<sup>666</sup> Gleiche Überlegungen können bei der Anstellung von Familienmitgliedern in Betracht gezogen werden. Diese sollten als Mitarbeiter oder Manager maximal so viel Gehalt erhalten, wie sie voraussichtlich Wert stiften. Die von ihnen erwirtschaftete Überrendite ist Teil ihrer Kompensation als Eigentümer. Grundsätzlich hilft diese Perspektive besonders gut, die Sinnhaftigkeit der Einstellung von Familienmitgliedern objektiv zu evaluieren.<sup>667</sup>

Dieser mitarbeiterorientierte Eigentümerwertmanagementansatz kann für eine Unternehmensführung genutzt werden, die teilweise den Interessen der Stakeholder Theorie entgegenkommt.<sup>668</sup> So könnte den Mitarbeitern ein Teil der von ihnen erwirtschafteten "personenbezogenen Überrendite" ausgezahlt werden, die ansonsten ausschliesslich den Eigentümern zur Verfügung stünde. Allgemein kann diese mitarbeiterorientierte

---

<sup>666</sup> Sicherlich werden nicht viele Unternehmer bereit sein einzugestehen, dass ihre Wertschöpfung als Manager unter den von ihm produzierten Kosten lag – unabhängig davon, ob dies war ist oder nicht. Insofern kann diese dieses Vorgehen die Implementierung dieser wertorientierten Perspektive gefährden.

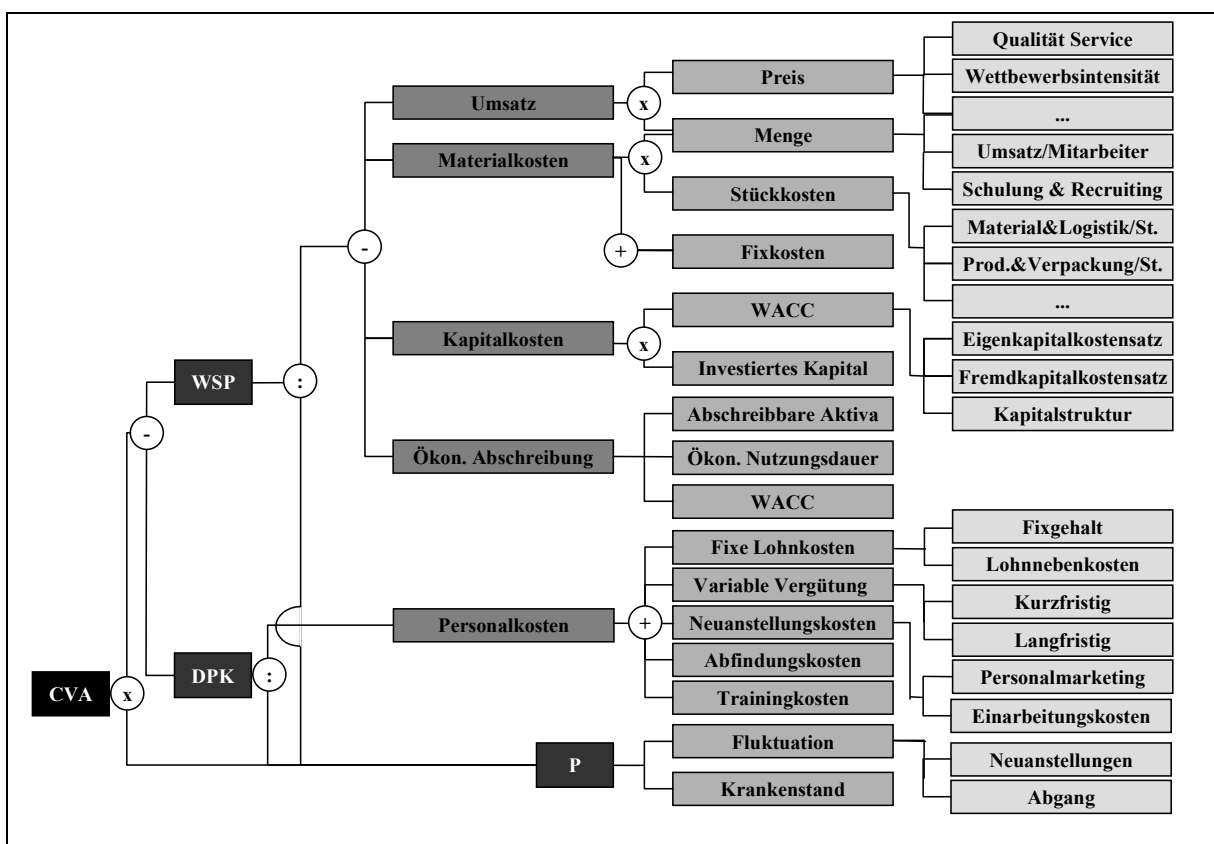
<sup>667</sup> Insbesondere können angemessene Gehaltsobergrenzen für Familienmitglieder geschätzt werden.

<sup>668</sup> Trotzdem die klassische Stakeholder Theorie eine Vergütung von Anspruchsgruppen aus instrumentellen Gründen (Erhöhung des Eigentümerwerts) ablehnt.

Sichtweise besonders gut für die wertorientierte Vergütung von Mitarbeitern eingesetzt werden.

Die Kriterien für den Einsatz eines mitarbeiterorientierten Wertmanagementsystems sind analog zum kundenorientierten Managementsystem einerseits die Bedeutung der Mitarbeiter als kritischer Ressource für den Unternehmenserfolg und andererseits die Personalkosten im Verhältnis zu den Gesamtkosten des Unternehmens. Abbildung 7-11 gibt einen Überblick über die strategischen und mögliche operative Werttreiber des mitarbeiterorientierten Wertmanagementsystems.

Abbildung 7-11: Mitarbeiterorientierte Werttreiber



Quelle: Eigene Darstellung

Die obige Abbildung stellt den CVA diesmal in Abhängigkeit der mitarbeiterorientierten Werttreiber dar. Wertsteigerungen lassen sich einerseits durch eine Erhöhung der WSP erreichen. Trainings und Schulungen können beispielsweise die Qualität des Service verbessern, was wiederum Grundlage für Preissteigerungen sein kann. Dies wirkt sich positiv auf den Umsatz aus. Gleichzeitig kann die abgesetzte Menge (an Produkten oder Dienstleistungen) pro Mitarbeiter gesteigert werden, indem die Auslastung der Mitarbeiter optimiert wird. Dies geschieht z.B. durch eine Vermeidung von komplett unproduktiver Zeit durch effizientere Prozesse oder Verminderung von Rei-

setätigkeit. Es kann aber auch eine bessere Allokation von einfacheren Aufgaben zu Mitarbeitern niedrigerer Einkommensklassen sein. So sollten unter anderem besonders vertriebsstarke Mitarbeiter von administrativen Tätigkeiten entlastet werden. Grundsätzlich ist darauf zu achten, welche Aufgaben höherer Gehaltsempfänger von niedrigeren Gehaltsempfängern erledigt werden können. Ansonsten können für eine Erhöhung der WSP die übrigen Kosten minimiert werden, wie dies bereits in den beiden vorangehenden Abschnitten diskutiert wurde.

Die durchschnittlichen Personalkosten pro Mitarbeiter (DPK) lassen sich durch Reduzierungen der Fixgehälter, der Lohnnebenkosten, der variablen Vergütungskomponenten und der Sachleistungen wie Firmenwägen, Mobiltelefone etc. reduzieren. Gleichzeitig müssen die Kosten für Personalmarketing, Rekrutierung sowie für Trainings-, Weiterbildungs- und Motivationsmassnahmen berücksichtigt werden. Der investive Charakter dieser Aufwände sollte – wie gesagt – nicht aus den Augen verloren werden. Gerade vor dem Hintergrund derzeitiger Debatten bezüglich der Verlagerung von Arbeitsplätzen oder gesamten Produktionsstandorten spielen die hohen Personalkosten deutscher Mittelständler immer wieder eine zentrale Rolle. In vielen osteuropäischen und asiatischen Ländern ist das Verhältnis von Lohn- und Lohnnebenkosten zur Arbeitsproduktivität besser als in Deutschland. Dies gilt nicht nur für das produzierende Gewerbe, sondern zunehmend auch für Dienstleistungsunternehmen.<sup>669</sup> Eine flexiblere Lohngestaltung, die sich stärker an der Produktivität der Mitarbeiter orientiert, ist dringend notwendig, um weitere Verlagerungen von Arbeitsplätzen zu vermeiden.

Ist die Wertschöpfung pro Mitarbeiter grösser als die Personalkosten (pro Mitarbeiter), schafft Mitarbeiterwachstum grundsätzlich zusätzlichen Wert für den Eigentümer. Voraussetzung ist natürlich, dass die Wertschöpfung jedes neuen Mitarbeiters seine direkt und indirekt zurechenbaren Personalkosten übersteigt. Zu den Werttreibern in Zusammenhang mit der Mitarbeiterzahl sind die Neuanstellungen, die Abgänge von Mitarbeitern aber auch die Krankenquote zu rechnen.

Es zeigt sich wieder, dass viele der operativen Werttreiber nicht neu sind, was – wie bereits erwähnt – insofern positiv zu bewerten ist, als mittelständische Unternehmen aufgrund ihrer oftmals begrenzten Ressourcen nicht an einer kompletten Neuausrichtung ihrer Kennzahlen interessiert sind. Dies ist ohnehin nur selten sinnvoll. Analog

---

<sup>669</sup> Als Beispiele sind einerseits jüngste Verlagerungen von Call Centern aber auch von IT-Dienstleistungen nach Osteuropa und Indien zu nennen. Eine Studie der Boston Consulting Group geht davon aus, dass in den nächsten zehn Jahren etwa 2 Millionen deutsche Arbeitsplätze ins Ausland verlagert werden. Vgl. Kröger (2004).

zur kundenorientierten Sichtweise hilft die mitarbeiterorientierte Sichtweise lediglich bestehende Kennzahlen aus dem Personalmanagement in einen direkten, formalen und somit quantifizierbaren Zusammenhang zur Eigentümerwertsteigerung zu bringen. Diese kann in Abhängigkeit der operativen Stellhebel über die strategischen Werttreiber CVA, WSP, DPK und P gesteuert werden. Entsprechend kann die knappe und wertvolle Ressource Mitarbeiter besser zur Steigerung des Eigentümerwerts eingesetzt und Wertsteigerungen deren "Verursachern" einfacher zugerechnet werden.<sup>670</sup>

### 7.3.5 Die Lieferanten und ihre Produkte als zentrale Erfolgsfaktoren

Neben dem Finanzkapital, dem Kundenkapital und dem Mitarbeiterkapital gibt es eine weitere "Ressource", die im Rahmen des Aufbrechens traditioneller Wertschöpfungsketten an Bedeutung gewinnt. Mittelständische Unternehmen müssen sich zunehmend in vertikale Netzwerke einbringen, da sie sich bei steigendem Wettbewerb vermehrt auf ihre Kernkompetenzen konzentrieren müssen. Diese Devertikalisierung der Unternehmen führt zu einem Anstieg der Lieferantenverhältnisse innerhalb traditionell von nur wenigen Firmen besetzten Wertschöpfungsketten. Zulieferer und deren Produkte gewinnen für den eigenen Unternehmenserfolg an Bedeutung.

Gerade mittelständische Unternehmen profitieren von der Konzentration auf das Kerngeschäft grosser Unternehmen. Nicht-strategische Unternehmensbereiche werden abgestossen. Vielfach zeichnet sich ab, dass *make* teurer ist als *buy*. Häufig sind mittelständische Unternehmen die Anbieter solcher "buy"-Leistungen. Durch den internationalen Wettbewerbsdruck müssen jedoch auch diese Unternehmen gewisse vorgelagerte Wertschöpfungsschritte an Drittunternehmen auslagern, die aufgrund bestimmter

---

<sup>670</sup> Die Unternehmensberatung The Boston Consulting Group hat Personalmanagement und Wertmanagement in Grossunternehmen im Konzept „Workonomics™“ verknüpft, auf welchem die in diesem Abschnitt vorgestellten Überlegungen basieren. Weitere Anregungen zur Bedeutung und Implementierung von wertorientiertem Personalmanagement finden sich unter <http://www.workonomics.bcg.com>. Strack/Villis zeigen am Beispiel der Firma SAP, dass mitarbeiterorientiertes Wertsteigerungsmanagement die tatsächlichen Werttreiber oftmals besser freilegen kann, als dies durch die klassische, rein kapitalorientierte Sichtweise möglich ist. Zwischen 1993 und 1998 erwirtschaftete SAP einen CVA von € 417 Millionen. Im selben Zeitraum verdreifachte sich das investierte Kapital, der CFROI verdoppelte sich. Dass SAP jedoch nicht seine Effizienz in so hohem Masse steigerte, wie diese Zahlen unterstellen, zeigt erst ein Blick auf die mitarbeiterorientierte Sichtweise: In derselben Zeit versechsfachte SAP nämlich seine Mitarbeiteranzahl und steigerte die Wertschöpfung pro Mitarbeiter lediglich um ca. 30%. Der zentrale Hebel war also profitables Mitarbeiterwachstum und nicht ein verhältnismässig ausgeglichenes Wachstum von Kapital und Effizienz. Hintergrund des beachtlichen Mitarbeiterwachstums bei SAP in dieser Zeit waren insbesondere die Internationalisierungsaktivitäten des Unternehmens. Vgl. Strack/Villis (2001, S. 73ff.).

Technologien, Skaleneffekte oder Produktionsstandorte bessere Kostenstrukturen haben. Diese zunehmende Bedeutung der Zulieferer und ihrer Produkte für den Mittelstand zeigt sich im Kooperationsverhalten mittelständischer Unternehmen. Etwa ein Drittel aller Kooperationen mittelständischer Unternehmen erfolgen mit ihren Zulieferern.<sup>671</sup> Ein explizites Management der Lieferantenbeziehung gewinnt daher an Bedeutung. Dies bestätigen die Ergebnisse aus den Fallstudien. Wenko und in noch grösserem Masse Q-Cells sind stark von ihren Lieferanten, bzw. deren Produkten abhängig. Q-Cells bezahlt für die Vorprodukte mehr als 50% seines Umsatzes, während die Personalkosten nur etwa 6% ausmachen. Auch die Marketing- und Vertriebskosten sind im Vergleich gering. Ein mitarbeiter- oder kundenorientiertes Wertmanagement wäre daher in diesem Fall ungeeignet und würde vermutlich zu falschen Anreizen bei der Unternehmenssteuerung führen.<sup>672</sup> Wenko wiederum war zum Zeitpunkt der Fallstudien im Begriff eine produktbasierte Deckungsbeitragsrechnung einzuführen, die durch den lieferantenorientierten Wertmanagementansatz ebenfalls abzubilden ist. Die Lieferanten müssen dann lediglich durch *Lieferprodukte* ersetzt werden. Für ein Handelsunternehmen mit klar definierten Produktgruppen, deren Erfolg für den Unternehmenserfolg von erheblicher Relevanz ist, ist dieser Ansatz durchaus zielführend. Gleichzeitig kann vermutet werden, dass hier der Einkauf und die Logistik einen erheblichen Anteil an den Gesamtkosten hat.

Analog zu den vorangegangenen Abschnitten werden nun die *Lieferanten* bzw. deren Produkte als zentraler Werttreiber modelliert. Ausgangspunkt der liefererorientierten Sichtweise des Wertmanagementsystems ist wieder die Value-Spread-Formel zur Berechnung des CVA:<sup>673</sup>

$$(Gleichung 7-8) \quad CVA = (CFROI-WACC) * IK$$

*Zusätzlich und teilweise in Abweichung zu Gleichung 7-8, werden folgende Variablen definiert:*

---

<sup>671</sup> Vgl. Kayser/Wallau (2003, S. 154.). Weitere Kooperationen finden mit Unternehmen derselben Wertschöpfungsstufe (horizontale Kooperationen), mit Kunden sowie mit Universitäten und anderen Forschungseinrichtungen statt.

<sup>672</sup> Neben der im Folgenden dargestellten lieferantenbasierten Sichtweise kann die kapitalbasierte im Fall von Q-Cells noch am ehesten angewendet werden, da das Unternehmen mehrheitlich fremdfinanziert ist und das Anlagekapital einen nicht unerheblichen Anteil am Gesamtvermögen ausmacht. Unabhängig von der gewählten Sichtweise – das angestrebte Ziel der Eigentümerwertsteigerung bleibt das gleiche.

<sup>673</sup> Vgl. Strack/Villis (2002, S. 152).

$BCF_L$	=	<i>Bruttocashflow = U-PK<sub>L</sub>-MK<sub>L</sub></i>
$U$	=	<i>Umsatz</i>
$MK_L$	=	<i>Materialaufwand inklusive aller lieferantenbezogenen Kosten</i>
$PK_L$	=	<i>Personalaufwand (ohne lieferantenbezogene Kosten)</i>
$\ddot{O}A_L$	=	<i>Ökonomische Abschreibungen (ohne lieferantenbezogene Kosten)</i>
$IK_L$	=	<i>Investiertes Kapital (ohne lieferantenbezogene Kosten)</i>
$WS_L$	=	<i>Wertschöpfung: U-PK<sub>L</sub>-<math>\ddot{O}A_L</math>-WACC*IK<sub>L</sub></i>
$WSL$	=	<i>Wertschöpfung pro Lieferant: WS<sub>L</sub>/L</i>
$DKL$	=	<i>Durchschnittlicher Aufwand pro Lieferant: MK<sub>L</sub>/L</i>
$L$	=	<i>Anzahl Lieferanten</i>

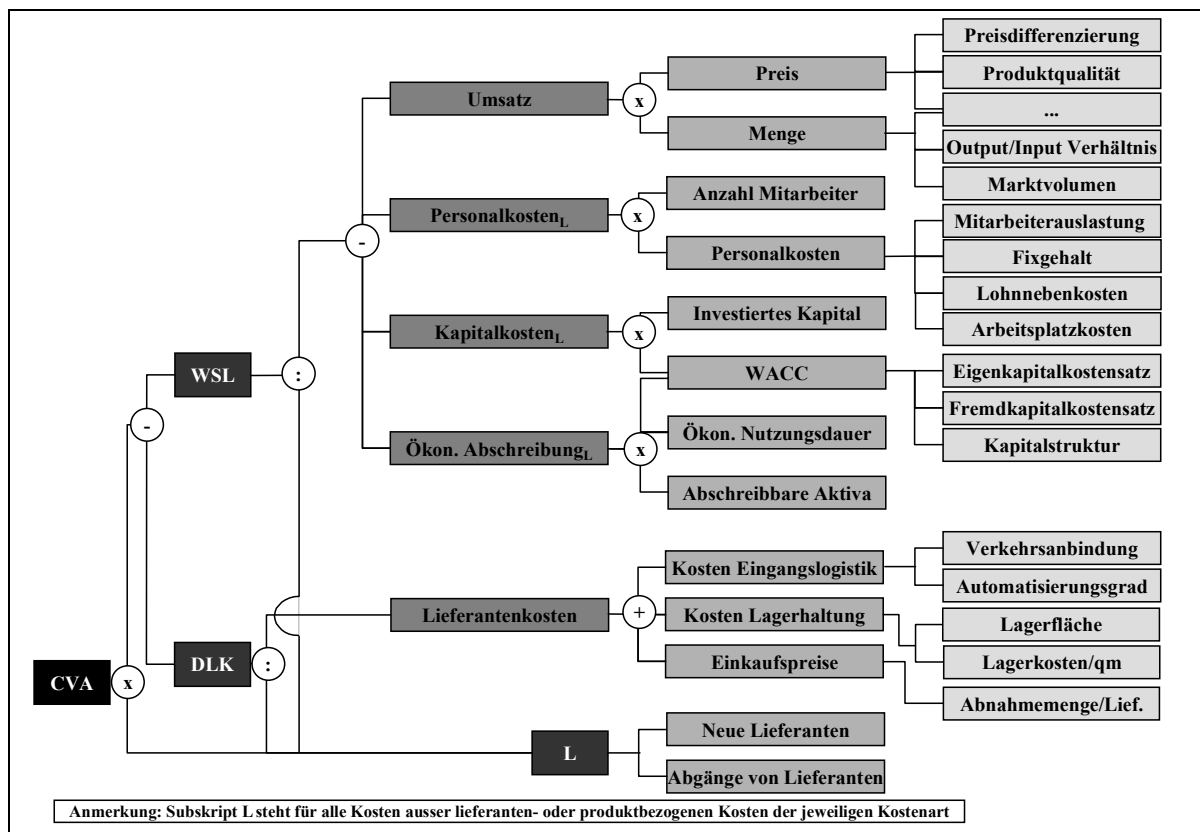
In Gleichung 7-8 wird die Definition des CFROI und die Definition des BCF eingesetzt. Der CVA wird im Folgenden dabei so umgeformt, dass die momentane, kapitalbasierte Sichtweise gegen eine lieferantenbasierte ausgetauscht wird. Daraus erhält man Gleichung 7-11.

$$\begin{aligned}
 \text{(Gleichung 7-8)} \quad CVA &= (CFROI-WACC)*IK \\
 &= ((BCF_L-\ddot{O}A_L)/IK_L-WACC)*IK_L \\
 &= BCF_L-\ddot{O}A_L-WACC*IK_L \\
 &= U-PK_L-\ddot{O}A_L-WACC*IK_L-MK_L \\
 &= ((U-PK_L-\ddot{O}A_L-WACC*IK_L)/L- MK_L/L)*L \\
 &= (WS_L/L-MK_L/L)*L
 \end{aligned}$$

$$\text{(Gleichung 7-11)} \quad CVA = (WSL-DLK)*L$$

Die Lieferanten können in diesem Ansatz durch Zulieferprodukte oder -Produktgruppen ersetzt werden. Somit erhält man eine Art produktorientierte Deckungsbeitragsrechnung unter Berücksichtigung der Kapitalkosten. Die Kriterien für den Einsatz eines lieferantenorientierten Wertmanagementsystems sind wiederum einerseits die Bedeutung der Lieferanten oder Zulieferprodukte als kritischer Ressource für den Unternehmenserfolg und andererseits die Kosten für Material, Vorprodukte und Einganslogistik ("lieferantenbezogene Kosten") im Verhältnis zu den Gesamtkosten. Abbildung 7-12 gibt einen Überblick über strategische und mögliche operative Werttreiber des lieferantenorientierten Wertmanagementsystems.

Abbildung 7-12: Lieferantenorientierte Werttreiber



Quelle: Eigene Darstellung

Analog zu den vorangehenden Ansätzen treiben in dieser Sichtweise die Wertschöpfung pro Lieferant (bzw. Produkt oder Produktgruppe), die zuliefererbezogenen Kosten sowie die Anzahl der Lieferanten (bzw. Produkt oder Produktgruppen) den Eigentümerwert mittelständischer Unternehmen. Auf der Wertschöpfungsseite ist zu berücksichtigen, dass keinerlei Material- oder zuliefererbezogenen Kosten in die Kalkulation einfließen. Lieferantenspezifische Kennzahlen sind einerseits der Preis pro Produkt (eine differenzierte Preisgestaltung auf Produktebene kann ein Ergebnis dieser wertorientierten Sichtweise sein), sowie Produkteigenschaften wie die Qualität, wodurch sich insgesamt der zu realisierende Durchschnittspreis und somit der Umsatz beeinflussen lässt. Ansonsten sind viele der bereits in den vorangegangenen Perspektiven diskutierten Kostenhebel auch für diesen Ansatz von Bedeutung.

Die Materialkosten bezogen auf die (Zuliefer-)Produkte setzen sich vor allem aus den zu bezahlenden Einkaufspreisen sowie den Kosten für Lagerhaltung und Eingangslogistik zusammen. Letztere werden beispielsweise durch die Verkehrsanbindung oder den Automatisierungsgrad der Eingangslogistik beeinflusst. Kennzahlen für die Kosten der Lagerhaltung sind die durchschnittlichen Lagerkosten pro Fläche und die Größe der Lagerfläche insgesamt. Die Einkaufspreise sind häufig eine Funktion der Ab-



nahmemengen und der Abnahmesicherheit. Langfristige Abnahmeverträge führen in der Regel zu geringeren Preisen. Da viele Zulieferprodukte gerade am Beginn der Wertschöpfungsketten auf Rohstoffen basieren, sind deren Marktpreise ein erheblicher Einflussfaktor. Dies zeigt sich insbesondere in Zeiten stark ansteigender Rohstoffpreise.

Die Anzahl der Lieferanten ist eine Funktion der neu hinzukommenden Lieferanten und der Abgänge von Lieferanten. Eine Erhöhung der Anzahl Lieferanten ist nur dann wertsteigernd, wenn deren Wertschöpfung (nach Berücksichtigung von ökonomischer Abschreibung und Kapitalkosten) über ihren Kosten liegt. Diese Sichtweise hilft den Eigentümern mittelständischer Unternehmen, ihre Lieferantenbeziehungen kritisch zu durchleuchten und miteinander zu vergleichen. Lieferanten mit einem negativen Werteffekt müssen entlang der identifizierten Werttreiber entweder profitabler gemacht oder gegen profitablere ausgetauscht werden. Gleiches gilt für wertvernichtende Produkte oder Produktgruppen. Erwirtschaftet ein Produkt nicht seine Kapitalkosten, sollte es im Sinne der Eigentümerwertorientierung aus dem Sortiment genommen werden.

Wie bei den vorangegangenen Ansätzen sind die operativen Werttreiber oftmals nicht neu. Es wird lediglich eine Möglichkeit aufgezeigt, die Auswirkungen dieser Kennzahlen auf den Unternehmenswert zu quantifizieren. Gleichzeitig kann der Wertbeitrag gewisser Produkte oder Lieferanten erhoben werden. Analog zu einem Mitarbeiterbeteiligungssystem wäre eine wertorientierte Vergütung der Lieferanten denkbar. So könnten die Lieferanten in Abhängigkeit ihres Beitrags zur Unternehmenswertsteigerung bezahlt werden. Denkbar wäre eine Vergütung DLK in Höhe von  $\alpha \cdot \text{WSL}$ , wobei  $\alpha < 1$ . Selbstverständlich ist eine Durchsetzung einer solchen variablen Vergütung von der Verhandlungsmacht der Lieferanten abhängig. Ausserdem sollte nur der Anteil variabel vergütet werden, der vom Lieferanten auch beeinflussbar ist.

### **7.3.6 Kernvermögen als zentraler Erfolgsfaktor**

"Unter dem Begriff ‚Kern-Vermögen‘ können im Sinne des ressourcenbasierten Ansatzes der Unternehmensführung diejenigen Bestandteile des betrieblichen Vermögens subsumiert werden, die für die Erreichung der Unternehmensziele von besonderer Bedeutung sind."<sup>674</sup> Im vorliegenden Abschnitt wird unter Kernvermögen ausschliesslich auf Sachvermögen basierende Betriebskapazitäten verstanden, z.B. Transportkapazitä-

---

<sup>674</sup> Vgl. Fischer/Vielmeyer (2002, S. 17). Die Autoren übernehmen den Begriff „Kernvermögen“ aus Bamberger/Wrona (1996, S. 131ff.).

ten von Verkehrsdienstleistern wie Bus- und Schifffahrtsunternehmen, Netzkapazitäten von Telekommunikationsanbietern, Raumkapazitäten von Gebäude-Centern, aber auch land- und forstwirtschaftliche Flächen (Beispiel TTF) oder Produktionskapazitäten (Beispiel Q-Cells).

Diese Perspektive ist insbesondere für solche mittelständische Unternehmen interessant, deren Unternehmenserfolg im Wesentlichen von dem Management eines wichtigen Bestandteils des sachlichen Betriebsermögens abhängt. Von den Fallunternehmen eignet sich die TTF zur Illustration der Anwendung eines kernvermögensorientierten Managementsystems. Etwa 95% der Umsätze des Unternehmens entstehen aus der direkten Bewirtschaftung des Kernvermögens Forst(-Fläche).

Analog zu den Lieferanten im vorangehenden Abschnitt werden nun die zum Kernvermögen gehörigen verfügbaren Kapazitätseinheiten als Werttreiber modelliert. Ausgangspunkt dieser Sichtweise ist wieder die CVA Value-Spread-Formel.<sup>675</sup>

(Gleichung 7-8)  $CVA = (CFROI-WACC) * IK$

Zusätzlich und teilweise in Abweichung zu Gleichung 7-8, werden folgende Variablen definiert:

$BCF_V =$  *Bruttocashflow* =  $U - PK_V - MK_V$

$U$  = *Umsatz*

$MK_V$  = *Kern-vermögensunspezifischer Materialaufwand*

$PK_V$  = *Kern-vermögensunspezifischer Personalaufwand*

$ÖA_V$  = *Kern-vermögensunspezifische ökonomische Abschreibungen*

$IK$  = *Investiertes Kapital*

$VK$  *Kernvermögenskosten*

$WS_V$  = *Wertschöpfung:  $U - PK_V - MK_V - ÖA_V - WACC * IK$*

$WSV$  = *Wertschöpfung pro Kernvermögenseinheit:  $WS_V / V$*

$DVK$  = *Durchschnittlicher Aufwand pro Kernvermögenseinheit:  $VK / V$*

$V$  = *Anzahl Kernvermögenseinheiten*

---

<sup>675</sup> Vgl. zu den formalen Ausführungen Fischer/Vielmeyer (2002, S. 17ff.), die sich in ihrem Aufsatz allerdings auf eine Umformung des EVA-Ansatzes beschränken. Im Folgenden wird der Ansatz für mittelständische angepasst und basiert auf dem CVA-Ansatz.

In Gleichung 7-8 wird die Definition des CFROI und die Definition des BCF eingesetzt. Der CVA wird nun so umgeformt, dass die kapitalbasierte Sichtweise gegen eine kern-vermögensbasierte ausgetauscht wird.<sup>676</sup> Daraus erhält man Gleichung 7-12.

$$\begin{aligned}
 \text{(Gleichung 7-8)} \quad CVA &= (CFROI-WACC)*IK \\
 &= ((BCF_V-\ddot{O}A_V)/IK-WACC)*IK \\
 &= BCF_V-\ddot{O}A_V-WACC*IK \\
 &= U-PK_V-MK_V-\ddot{O}A_V-WACC*IK-VK \\
 &= ((U-PK_V-MK_V-\ddot{O}A_V-WACC*IK)/V-VK/V)*V \\
 &= (WS_V/V-VK/V)*V
 \end{aligned}$$

$$\text{(Gleichung 7-12)} \quad CVA = (WS_V-DVK)*V$$

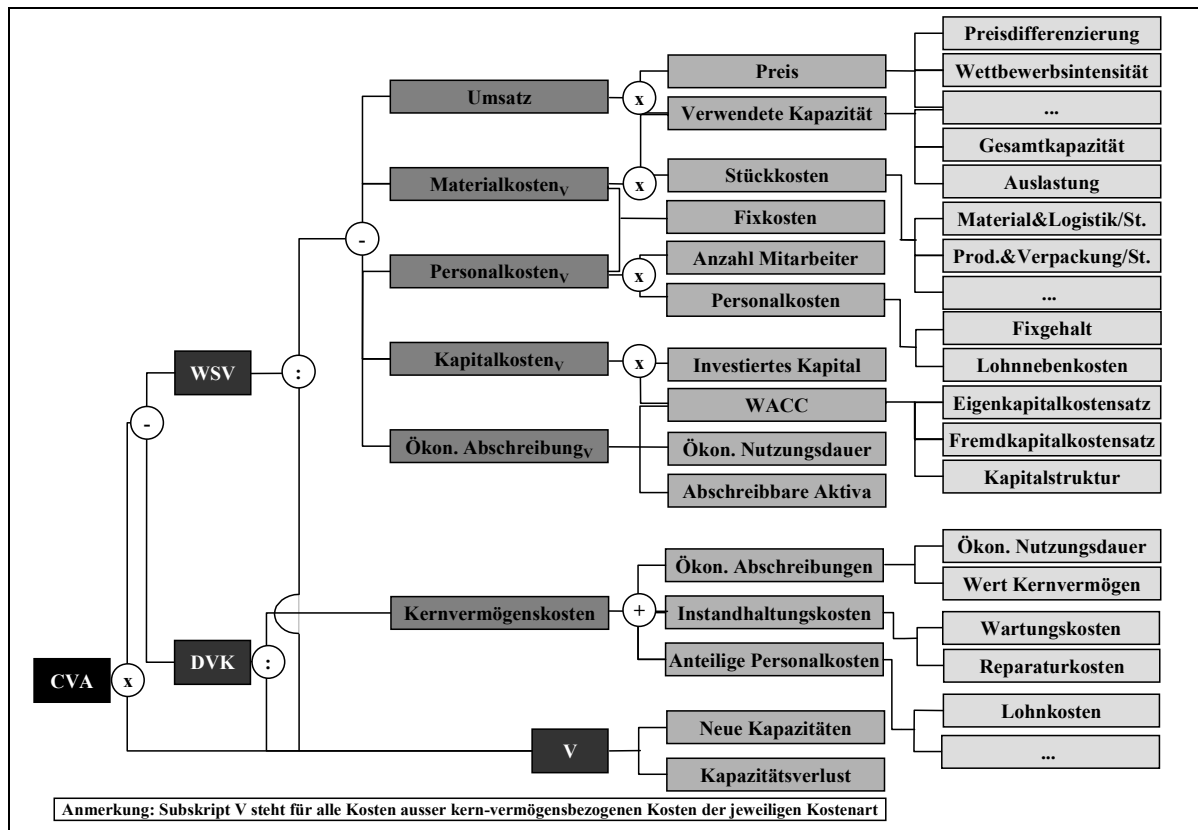
Zentraler Werttreiber dieses Ansatzes ist die Anzahl Kapazitäten des Kernvermögens V. Die auf das jeweilige Vermögen generierte Wertschöpfung wird im  $WS_V$  ausgedrückt, von der die Kernvermögenskosten VK abgezogen werden. Letztere beinhalten vor allem die ökonomischen Abschreibungen, zurechenbare Instandhaltungsaufwendungen sowie ggf. einen anteiligen Personalaufwand für die Verwaltung des Kernvermögens.<sup>677</sup> Die Kriterien für die Verwendung dieser Perspektive sind wiederum die zentrale Bedeutung des Kernvermögens für den Unternehmenserfolg bzw. der Anteil seiner Bewirtschaftungskosten an den Gesamtkosten. Abbildung 7-13 gibt einen Überblick über strategische und mögliche operative Werttreiber des kernvermögensorientierten Wertmanagementsystems.

---

<sup>676</sup> In Abweichung von Fischer/Vielmeyer (2002, S. 18f.), deren Ausführungen EVA-basiert sind, erfolgen hier die Umformungen auf Basis des CVA.

<sup>677</sup> Aus der externen Rechnungslegung ist der anteilige Personalaufwand allerdings meist nicht zu ermitteln.

Abbildung 7-13: Kernvermögensorientierte Werttreiber



Quelle: Eigene Darstellung

Analog zu den vorangehenden Ansätzen treiben nun die Wertschöpfung pro Kernvermögenskapazität, die Kernvermögenskosten sowie die Anzahl der Kapazitätseinheiten des Kernvermögens den Eigentümerwert. Auf der Wertschöpfungsseite ist wiederum zu berücksichtigen, dass keinerlei kernvermögensspezifische Kosten in die Kalkulation einfließen dürfen. Kernvermögensspezifische Kennzahlen sind z.B. der Preis pro Kapazitätseinheit (eine differenzierte Preisgestaltung je nach Auslastung kann ein Ergebnis dieser wertorientierten Sichtweise sein) und die verwendete Kapazität. Die Kosten zum Unterhalt des Kernvermögens setzen sich vor allem aus den ökonomischen Abschreibungen sowie den Wartungs- und Reparaturkosten zusammen. Zusätzlich lassen sich gewisse Personalkosten anteilig dem Management des Kernvermögens zuordnen.

Die vorhandenen Kapazitätseinheiten des Kernvermögens sind eine Funktion der neu hinzukommenden Kapazitäten und der Kapazitätsverluste. Eine Kapazitätserhöhung ist nur dann wertsteigernd, wenn die dadurch erreichte Wertschöpfung (nach Berücksichtigung von ökonomischer Abschreibung und Kapitalkosten) über den Kernvermögenskosten liegt. Diese Sichtweise hilft den Eigentümern mittelständischer Unternehmen, Kapazitätsausweitungen kritisch zu hinterfragen. So können vermutete Skaleneffekte

bei der Kapazitätsausweitung besser kalkuliert werden. Gegebenenfalls ist es sogar sinnvoller, Kapazitäten abzugeben oder stillzulegen. Gleichzeitig können Hinweise gegeben werden, welche Massnahmen zu einer Erhöhung der Wertschöpfung oder Senkung der Kosten pro Kernvermögenskapazität führen können.

### 7.3.7 Verallgemeinerung des Ansatzes auf die erfolgskritische Ressource X

Fischer/Vielmeyer (2002) haben das von Strack/Villis für die Verwendung in Grossunternehmen entwickelte Wertmanagementsystem in einem EVA-Bezugsrahmen verallgemeinert, sodass weitere Ressourcen – materiell oder immateriell – Basis für die wertorientierte Unternehmenssteuerung nach EVA sein können. Diese Verallgemeinerung lässt sich analog auf den CVA übertragen. Damit ist eine zentrale Anforderung des Managementansatzes erfüllt: Er lässt sich flexibel an die individuellen Bedürfnisse mittelständischer Unternehmen unterschiedlichster Struktur anpassen, ohne jedoch das Ziel der Eigentümerwertorientierung aus den Augen zu verlieren.

$$\begin{aligned}
 \text{(Gleichung 7-8)} \quad CVA &= (CFROI-WACC)*IK \\
 &= BCF_X - \ddot{O}A_X - WACC*IK_X - XK \\
 &= ((U - PK_X - MK_X - \ddot{O}A_X - WACC*IK_X) / (X - XK/X)) * X \\
 &= (WS_X / (X - XK/X)) * X
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{(Gleichung 7-13)} \quad CVA &= (WSX - DXK) * X, \text{ wobei} \\
 Grösse_X &= \text{Jeweilige Grösse vor Berücksichtigung der Kosten} \\
 &\quad \text{verursacht durch Ressource (Werttreiber) X} \\
 XK &= \text{Alle Kosten, die dem Werttreiber X zuzurechnen sind} \\
 WS_X &= \text{Wertschöpfung: } U - PK_X - MK_X - \ddot{O}A_X - WACC*IK_X \\
 WSX &= \text{Wertschöpfung pro Werttreiber X: } WS_X / X \\
 DXK &= \text{Durchschnittlicher Aufwand pro Werttreiber X: } XK / X \\
 X &= \text{Anzahl des Werttreibers X}
 \end{aligned}$$

Die bereits genannten Werttreiber investiertes Kapital, Kunden, Mitarbeiter, Lieferanten und Kernvermögen decken bereits das Gros möglicher Werttreiber für mittelständ-

dische Unternehmen ab. Weitere Werttreiber, deren Wertschöpfung und Kosten sich isolieren lassen, können mit Hilfe dieses Modells instrumentalisiert werden.<sup>678</sup>

## 7.4 Entscheidungshilfe für die Verwendung des Wertmanagementansatzes

In den vorangehenden Abschnitten dieses Kapitels wurden zwei Aspekte des Wertmanagements in mittelständischen Unternehmen untersucht. Zum einen, welches *formale* Unternehmensziel mit Hilfe des Wertmanagementansatzes abgebildet werden soll. Massgebend für die Festlegung des Unternehmensziels sind *die persönlichen Präferenzen des Eigentümers*. Sie lassen sich in die (finanz-)wertorientierten Unternehmensziele *Werterhalt*, *Wertsatisfizierung* und *Wertmaximierung* übersetzen. Der *instrumentale* Aspekt wurde in zwei Abschnitten untersucht. Zunächst wurden Möglichkeiten aufgezeigt, den *finanziellen Wert eines mittelständischen Unternehmens für seinen Eigentümer* zu quantifizieren. Dabei müssen sowohl die persönlichen *Präferenzen* des Unternehmers als auch gewisse *Unternehmensmerkmale* berücksichtigt werden. Diese Ausführungen stellen einen Übergang zur zweiten, für die Entwicklung einer Entscheidungshilfe wichtigen Dimension dar: Der Unternehmenswert kann nämlich nur unter Berücksichtigung spezifischer Unternehmensmerkmale effektiv und effizient gesteuert werden. Der folgende Abschnitt bietet ein theoretisches Fundament, *welches formale Unternehmensziel* auf Basis der Präferenzen des Eigentümers angestrebt werden soll und *wie dieses Ziel* in einer gegebenen Unternehmenssituation am besten erreicht werden kann.

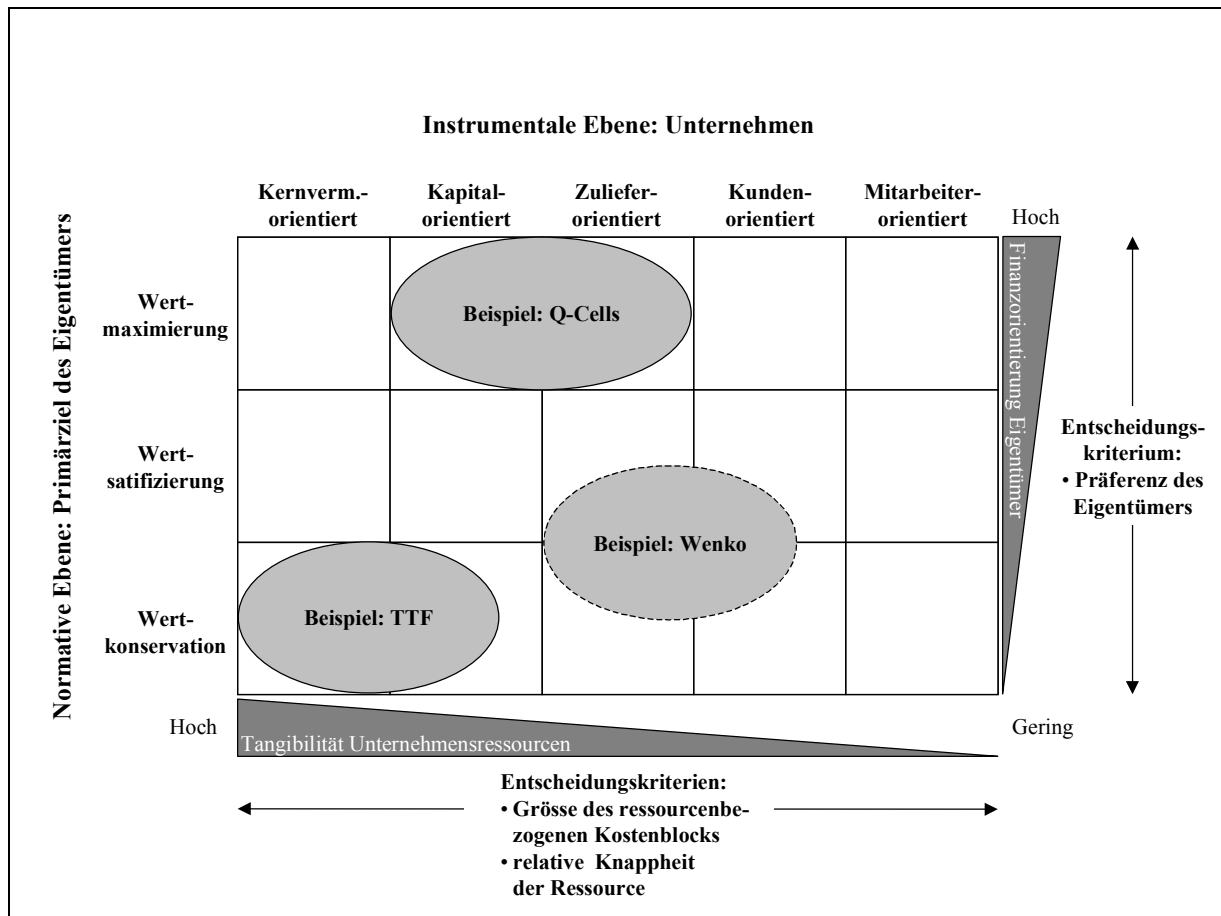
### 7.4.1 Die Wertmanagementmatrix für mittelständische Unternehmen

Kombiniert man die normative Sichtweise des Unternehmers (wertorientierte Ziele) mit den instrumentalen Gegebenheiten des Unternehmens (Bedeutung Unternehmensressourcen für Zielerreichung), entsteht die nachfolgend dargestellte *Wertmanagement-Matrix für mittelständische Unternehmen*.

---

<sup>678</sup> In diesem Zusammenhang ist z.B. eine eigenständige Modellierung des Unternehmers (u.U. sogar einer ganzen Unternehmerfamilie) als Werttreiber denkbar. Dies kann insbesondere für kleinere Unternehmen interessant sein. Mit zunehmender Unternehmensgrösse nimmt der relative Wertbeitrag des Unternehmers vermutlich ab.

Abbildung 7-14: Wertmanagement-Matrix für mittelständische Unternehmen



Quelle: Eigene Darstellung

Diese Matrix kann mittelständischen Unternehmen helfen, ihre Unternehmen anhand eines integrierten Managementansatzes wertorientiert zu führen – in Abhängigkeit ihrer persönlichen finanziellen Präferenzen und spezifischer Unternehmensmerkmale. Entsprechend der Einordnung in der Wertmanagement-Matrix können Anregungen gegeben werden, ob und in welcher Ausprägung Wertmanagement für das jeweilige Unternehmen sinnvoll ist.

Es ist in den wenigsten Fällen möglich, ein Unternehmen nur einem Feld in der Matrix zuzuordnen.<sup>679</sup> Dies zeigt auch die Eintragung der im Rahmen der Dissertation untersuchten Fallunternehmen. Eine möglichst genaue und eindeutige Zuordnung hilft je-

<sup>679</sup> Der klassische Shareholder Value Ansatz börsennotierter Unternehmen lässt sich in der Matrix ebenfalls darstellen. Er strebt einerseits nach der Maximierung des Unternehmenswerts für die Eigentümer bzw. Investoren (oberste Reihe) und versteht gleichzeitig das (Eigen-)kapital als knappste Unternehmensressource (zweite Säule von links). Wie bereits dargelegt wird im Rahmen des klassischen Shareholder Value Ansatzes davon ausgegangen, dass rationale Investoren ihr Eigenkapital durch Aktienverkauf jederzeit entziehen können und dies auch machen, wenn sie davon ausgehen, dass es bei gleichem Risiko bessere Renditemöglichkeiten gibt.

doch bei der Implementierung des Wertmanagementansatzes. Dies gilt insbesondere bezüglich der Ziele des Eigentümers. Eine eindeutige Zuweisung auf Ebene der kritischen Unternehmensressourcen ist hingegen in vielen Fällen nicht möglich, da häufig mehrere Ressourcen gleichzeitig für den Unternehmenserfolg kritisch sind. In diesem Fall muss jedes Unternehmen abwägen, ob es zu Gunsten der Komplexitätsreduktion auf einen zusätzlichen Blickwinkel verzichten möchte.

#### 7.4.1.1 Q-Cells: Kapitalorientierter Wertmaximierer

Q-Cells hat als Formalziel eindeutig die Maximierung des Aktienwerts angegeben. Dieses Ziel wird von Kapitalgebern, Management und Mitarbeitern getragen. Das Produktionsunternehmen verfügt gleichzeitig über einen sehr hohen Anteil an Sachkapital (in erster Linie Produktionsstrassen), welches in der kurzen Zeit seit Gründung des Unternehmens nur durch externe Kapitalgeber finanziert werden konnte. Dies hat unterschiedliche Auswirkungen: Einerseits sind die Fremdkapitalkosten des Unternehmens nicht unbedeutend.<sup>680</sup> Gleichzeitig sind die Renditeerwartungen der externen Eigenkapitalinvestoren aufgrund ihres Geschäftsmodells relativ hoch. Hinzu kommen die Abschreibungen, die ebenfalls einen signifikanten Kostenblock darstellen.<sup>681</sup> Diese zwar teilweise kalkulatorischen Kapitalkosten machen insgesamt einen erheblichen Teil der Gesamtkosten des Unternehmens aus. Noch wichtiger ist jedoch der starke Einfluss der externen Eigenkapitalgeber. Sie steuern das Unternehmen nach rein kapitalorientierten Vorstellungen. Ausserdem ist der Zugang zu weiteren Investitionsmitteln der zentrale Erfolgsfaktor, um die strategischen Unternehmensziele (aggressives Wachstum) zu erreichen. Aufgrund der Bedeutung der effizienten Bewirtschaftung der Produktionskapazitäten wäre auch ein kernvermögensorientiertes Managementsystem denkbar und möglich. Allerdings müsste die Erfolgsmessung bei Verwendung neuer Produktionstechniken – die in Zukunft geplant ist – immer wieder angepasst werden. Daher scheint es sinnvoll, die Kernvermögenswerte im Rahmen operativerer Werttreiber in ein *kapitalorientiertes* Wertmanagementsystem zu integrieren. Sowohl die Grösse des Kostenblocks als auch die Strategie von Q-Cells rechtfertigen eine explizite Berücksichtigung der Zulieferer und deren Produkte im Rahmen des Wertmanagementsystems. Das Vorprodukt einer Solarzelle – der Silizium-Wafer – ist ein sehr knappes und teures Gut. Sie sind derzeit der mit Abstand grösste Kostenblock von Q-

---

<sup>680</sup> Gemessen am Fremdkapitalanteil sind die Kosten jedoch vergleichsweise gering, da der durchschnittlich zu zahlende Fremdkapitalzins aufgrund guter Unternehmensbonität und staatlicher Förderungen sehr gering ist.

<sup>681</sup> Dies liegt insbesondere darin begründet, dass Q-Cells vergleichsweise aggressiv abschreibt, um die Steuerbelastung gering zu halten.



Cells. Aufgrund von zu erwartenden Produktions- und Lieferengpässen ist der kurz- und mittelfristig zentrale wachstumsbeschränkende Faktor des Unternehmens die Verfügbarkeit der Silizium-Wafer. Gleichzeitig gibt es nur eine sehr beschränkte Anzahl von Lieferanten, deren Management mittelfristig für den Unternehmenserfolg von zentraler Bedeutung ist. Aufgrund der genannten Problematiken beginnt Q-Cells sich technologisch zu diversifizieren, um die Abhängigkeit von den bisherigen Lieferprodukten zu senken. Dies ist wiederum nur mit signifikanten externen Investitionsmitteln möglich, was die Bedeutung der kapitalorientierten Sichtweise unterstreicht.<sup>682</sup> Sowohl die Mitarbeiter (deutlich unter 5% des Kostenblocks) als auch die Kunden (Marktnachfrage übersteigt das Angebot etwa um den Faktor zwei, Marketing- und Vertriebskosten daher vernachlässigbar) sind derzeit kostenmässig und strategisch von untergeordneter Bedeutung.

#### 7.4.1.2 TTF: Kernvermögensorientierter Werterhalter

Die TTF können ebenfalls als vergleichsweise kapitalorientiert eingestuft werden. Sie unterscheiden sich von Q-Cells jedoch vor allem darin, dass die Ziele des Eigentümers faktisch auf realen Werterhalt ausgerichtet sind und nicht auf (Aktien-)Wertmaximierung.<sup>683</sup> Die Kapitalorientierung spiegelt sich in der offiziellen Ausrichtung an der Eigenkapitalrendite wider. Das Vermögen des Eigentümers ist relativ breit diversifiziert. Die TTF stellen zwar den grössten Teil seines Vermögens dar, sind aber nach Ansicht des Eigentümers und des Managements "strukturell niederrentierlich". Das strategische Ziel des realen Werterhalts konnte offensichtlich nicht erreicht werden, was wiederum zum Verkauf von Betriebsteilen führte. Das investierte Eigenkapital des Eigentümers ist insofern als knappe Ressource zu bezeichnen, als dass er sich vorbehält es abzuziehen, sobald die definierten Ziele nicht erreicht werden. Andererseits gibt es weder Abschreibungen, noch Fremdkapitalkosten, sondern nur *kalkulatorische* Eigenkapitalkosten, die jedoch nicht explizit festgehalten sind. Den grössten *realen* Kostenblock stellen die Bewirtschaftungskosten des "Kernvermögens" Forstflächen dar, weshalb sich primär ein kernvermögensorientiertes Managementsystem anbietet. Da es sich um einen Forstbetrieb handelt, gibt es keine Zulieferprodukte im engeren Sinne. Zu erwägen wäre theoretisch ein Management von Dienstleistern im Be-

---

<sup>682</sup> Ein weiterer Grund für die Bedeutung der Kapitalkosten für ein rasant wachsendes Unternehmen wie Q-Cells wurde bereits gegeben: Die Kapitalkosten haben in stark wachsenden Unternehmen einen überproportionalen Effekt auf den Unternehmenswert. Vgl. Kapitel 7.2.3.4, insbesondere Abbildung 7-4 und die zugehörigen Erläuterungen.

<sup>683</sup> Trotz der bereits erwähnten *schriftlichen* Zielsetzung einer Maximierung der Eigenkapitalrendite.

reich der Holzernte. Da diese jedoch weitgehend standardisiert arbeiten und keinesfalls eine Engpassressource darstellen, ist ein Zuliefermanagement nicht notwendig. Eine Mitarbeiterorientierung mag in einer ersten Betrachtung der Kostenstruktur sinnvoll sein, da die Personalkosten einen erheblichen Anteil an den Gesamtkosten des Unternehmens haben. Analog handelt es sich bei dem in einem Forstbetrieb genutzten Humankapital jedoch nicht um eine sehr knappe Ressource. Im Gegenteil sinkt die strategische Bedeutung dieser Ressource zunehmend. Die künftige Kostenstruktur soll die gesunkene strategische Bedeutung widerspiegeln. Bei den Kunden handelt es sich in erster Linie um Sägewerke. Diese kaufen den Rohstoff Holz zu einheitlichen Marktpreisen, die trotz der Grösse der TTF nur sehr begrenzt beeinflussbar sind. Auch die Absatzmenge ist – wenn überhaupt – nur kurzfristig durch einen temporär stärkeren Holzeinschlag steigerbar. In anderen Worten: Das Kundenverhalten kann durch die TTF nicht signifikant beeinflusst werden. Die geringe Beeinflussbarkeit der Kunden drückt sich in den niedrigen Vertriebs- und Marketingkosten aus. Ein kundenorientiertes Wertmanagementsystem wäre für die TTF daher vermutlich sogar kontraproduktiv.

#### *7.4.1.3 Wenko: Zulieferorientierter Wertsatisfizierer?*

Besonders schwierig stellt sich die Einordnung von Wenko in die Wertmanagement-Matrix dar. Die Aussagen des Eigentümers und des Managements deuten auf keine klaren formalen Zielvorgaben hin. Es ist zu vermuten, dass zum Zeitpunkt der Fallstudie der reale Werterhalt angestrebt wurde – allerdings mit Ausblick auf eine Wertsatisfizierung zumindest auf niedrigem Niveau. Mit der mittelfristig geplanten Eigentumsübergabe an die beiden Söhne sind die formalen Zielvorgaben wieder offen. Auch auf instrumentaler Ebene fällt die Entscheidung nicht leicht. Zwar war Wenko zum Zeitpunkt der Fallstudie fremdfinanziert, weil es stark in Lagerkapazitäten investiert hatte. Grundsätzlich galt jedoch damals wie heute, dass Anlagekapital für Wenko als Handelsunternehmen keine zentrale Rolle spielt. Daher ist weder ein kapital- noch ein kernvermögensorientiertes Managementsystem sinnvoll. Bezüglich der drei anderen, bisher diskutierten Ressourcen eine Priorisierung vorzunehmen ist schwierig, da keine exakten Zahlen zu einzelnen Kostenblöcken angegeben wurden. Es ist zu vermuten, dass für ein Handelsunternehmen vor allem das Lieferantenmanagement von zentraler Bedeutung ist. Insbesondere wenn zu den Einkaufspreisen die Kosten der Eingangslogistik sowie die Lagerkosten addiert werden.<sup>684</sup> Im Rahmen der Internationalisierungs-

---

<sup>684</sup> Es kann vermutet werden, dass die Logistik-Probleme im Rahmen eines lieferantenorientierten Wertmanagementsystems besser hätten antizipiert werden können – insbesondere bezüglich ihrer Auswirkungen auf andere Unternehmensbereiche und die Finanzierung.

strategie des Unternehmens werden sicherlich auch die Marketing- und Vertriebskosten steigen, was ggf. eine Ergänzung des Managementsystems um eine kundenorientierte Sichtweise sinnvoll werden lassen könnte. Die Mitarbeiter spielen derzeit strategisch eine eher untergeordnete Rolle. Sie stellen jedoch vermutlich einen nicht unerheblichen Kostenblock dar. Ihre strategische Bedeutung könnte in Zukunft allerdings wachsen, wenn Wenko das Service-Geschäft weiter ausbaut.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass eine Kategorisierung der Fallunternehmen in der Matrix zwar teilweise schwierig, aber doch möglich und sinnvoll ist. Allein die Anregung, seine Unternehmensziele und seine strategisch bedeutenden Ressourcen zu definieren, ist ein wichtiger Schritt. Im Folgenden wird eine Verallgemeinerung der Erkenntnisse aus der Einordnung der Fallunternehmen vorgenommen und somit eine Basis für eine Entscheidungshilfe für andere mittelständische Unternehmen geboten.

#### **7.4.2 Zusammenfassung Zuordnungskriterien für die Wertmanagement-Matrix**

In den beiden nächsten Abschnitten werden Zuordnungskriterien definiert, anhand derer sich mittelständische Unternehmen innerhalb der Wertmanagement-Matrix einordnen können. Diese Einordnung kann bei der Entscheidung für den Einsatz eines Wertmanagementansatzes helfen. Ist eine Einordnung im Rahmen der Wertmanagement-Matrix nicht gewünscht oder unmöglich, sollte der Einsatz eines Wertmanagementansatzes in diesen Unternehmen generell überprüft werden. Häufig muss in diesen Fällen die Empfehlung gegeben werden, dass zunächst vorgelagerte Fragen nach Unternehmenszielen, -strategie und der Erhebung von steuerungsrelevanten Daten beantwortet werden müssen.

##### *7.4.2.1 Zuordnungshilfe normative Ebene*

Die Zuordnung auf der normativen Ebene ist theoretisch sehr einfach. Der Eigentümer muss lediglich bestimmen, welches *primäre* Ziel er mit seinem Unternehmen verfolgt und wie sich dieses Ziel in einen wertorientierten Bezugsrahmen übertragen lässt.<sup>685</sup> Nur die bewusste und überzeugte Vertretung eines der wertorientierten Ziele durch den Eigentümer kann Basis für erfolgreiches Wertmanagement in mittelständischen Unternehmen sein. Besteht die grundsätzliche Bereitschaft, sein Unternehmen wertorientiert zu führen, gilt es festzulegen, ob man die Wertkonservation, eine Wertsatisfizie-

---

<sup>685</sup> Abschnitt 7.1.1 hat eine ausführliche Begründung dafür geliefert, weshalb gerade in mittelständischen Unternehmen die Eigentümer die Ziele ihrer Unternehmen bestimmen sollten. Abschnitt 7.1.2 legt dar, warum die Unternehmenswertorientierung ein geeigneter Bezugsrahmen ist.

rung oder Wertmaximierung anstreben will. Wie sich in den Fallstudien zeigte, sind vielen Unternehmern solche Begrifflichkeiten fremd. Als Hilfsinstrument wird in der folgenden Tabelle eine mögliche Zuordnung von häufig genannten Zielen mittelständischer Unternehmen in den wertorientierten Bezugsrahmen vorgeschlagen.<sup>686</sup>

Die folgende Tabelle zeigt, dass es durchaus Einordnungsmöglichkeiten von gängigen Zielen mittelständischer Unternehmen in den wertorientierten Bezugsrahmen gibt. Sicherlich muss im Einzelfall die ein oder andere Zuordnung angepasst werden. Häufig ist bereits der Weg das Ziel: Schon der Versuch einer Zuordnung wird Unternehmern zeigen, welchem wertorientierten Ziel sie sich am ehesten verpflichtet fühlen. Ein mögliches Ergebnis kann auch sein, dass eine Einordnung in den wertorientierten Bezugsrahmen komplett abgelehnt wird.

---

<sup>686</sup> Es ist wünschenswert, die Gültigkeit dieser Zuordnung im Rahmen empirischer Erhebungen zu überprüfen.

Tabelle 7-2: Zuordnung gängiger Ziele mittelständischer Unternehmen zum wertorientierten Bezugsrahmen

Nr.	Primäres Unternehmensziel	Wertorientierung	Begründung / Kriterium
1	Erwirtschaftung "schwarze Null" / Langfristiger Unternehmenserhalt / Übergabe "gesundes" Unternehmen an nächste Generation	Konservation	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sicherung des Eigenkapitals und der Liquidität zur Fortführung des Unternehmens als operative Ziele</li> <li>• Eigentümer nicht monetär getrieben; neben Gehalt stiftet Unternehmen ausreichend Nutzen, um es weiter zu betreiben</li> <li>• Erhalt der mit dem Unternehmen verbundenen Chancen (Realoptionen) zur Übergabe an die nächste Generation</li> </ul>
2	Familiäre, gesellschaftliche, ökologische, oder nicht-monetäre persönliche Ziele (z.B. Beschäftigung von Familienmitgliedern, Verzicht auf Kündigungen, Einhalten von Umweltstandards, Verbesserung des Unternehmensimages etc.)	Satisfizierung	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Erwirtschaftung einer Ausschüttung, die gross genug ist, um neben den finanziellen Bedürfnissen der Eigentümer die Bedürfnisse anderer Anspruchsgruppen über das gesetzlich und vertraglich geregelte (oder implizit erwartete) Mass hinaus zu befriedigen.</li> </ul>
3	Unabhängigkeit von externer Finanzierung	Satisfizierung	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nachhaltige Erwirtschaftung des Finanzierungsbedarfs</li> <li>• Anlegen von Finanzierungsreserven für künftige Investitionsprojekte, die nicht aus dem betrieblichen Cashflow finanziert werden können</li> </ul>

4	Technologie- oder Qualitätsführerschaft	Satisfizierung	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Innovation entweder durch Anlage von Reserven oder externe Kapitalgeber finanzierbar</li> <li>• Neben Finanzkapital häufig Zugang zu speziellem Humankapital notwendig</li> </ul>
5	Wachstum von Umsatz, Mitarbeitern oder Marktanteil	Satisfizierung	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wachstum dieser (und anderer) Grössen sollte – zumindest langfristig – immer von Wertwachstum begleitet sein<sup>687</sup></li> </ul>
6	Gewinnmaximierung	Maximierung	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wertmaximierung bedeutet nichts anderes als eine nachhaltige Maximierung ökonomischer Gewinne</li> </ul>

Quelle: Eigene Darstellung

---

<sup>687</sup> Denkbar ist auch der Fall, dass das Wachstum der genannten Grössen unabhängig von einer positiven Wertentwicklung des Unternehmens ist. Dieses "Empire-Building" ist im Zusammenhang mit börsennotierten Unternehmen zu kritisieren, sofern Manager Wachstum aus persönlichen Gründen vorantreiben, obwohl dies auf Kosten der Eigentümer(-rendite) erreicht wird. Eigentümer-Unternehmer müssen hingegen nur abschätzen, ob für sie der Nutzen durch das "Empire Building" grösser ist als durch die entgangene Wertentwicklung des Unternehmens. Grundsätzlich (ökonomisch rational) sollte Umsatz- oder Mitarbeiterwachstum mit einer positiven Wertentwicklung des Unternehmens einhergehen.

#### 7.4.2.2 Zuordnungshilfe instrumentale Ebene

Wie in Abschnitt 7.3 bereits angesprochen, ist das zentrale Entscheidungskriterium für die Zuordnung der Unternehmen auf instrumentaler Ebene die strategische Bedeutung bestimmter Ressourcen für den Unternehmenserfolg. Unter strategischer Bedeutung kann auch das Wertschöpfungspotenzial gewisser Ressourcen verstanden werden. Dies lässt sich nicht direkt ablesen. Dennoch gibt es zwei Näherungsvariablen, welche stark mit der strategischen Bedeutung korreliert sind: zum einen die relative Knappheit der Ressource und zum anderen die relative Grösse des ressourcenbezogenen Kostenblocks im Vergleich zu den Gesamtkosten. Die relative Knappheit kann bei den untersuchten Ressourcen in den Preis, die benötigte Menge der Ressource und somit in den ressourcenbezogenen Kostenblock einfließen. Daher ist die Approximation der strategischen Bedeutung von Ressourcen über die relative Höhe des ressourcenbezogenen Kostenblocks vor allem dann ein guter Ansatz, wenn sich der Eigentümer nicht in der Lage sieht, Priorisierungen hinsichtlich der strategischen Bedeutung unternehmensrelevanter Ressourcen vorzunehmen.

Ein Beispiel für den Zusammenhang von relativer Knappheit und relativer Höhe des ressourcenbezogenen Kostenblocks bietet das Fallunternehmen Q-Cells. So wirkt sich die Knappheit des strategisch bedeutsamen Zulieferprodukts Silizium-Wafer erheblich auf die Aufwandsentwicklung aus. Die Kosten für Silizium-Wafer machen bereits heute über 50% des *Umsatzes* aus. Eine Ausweitung der Produktionskapazität und somit erhöhte Nachfrage nach Wafern führt *ceteris paribus* bereits zu steigenden Kosten. Gleichzeitig sorgt eine weltweit stark steigende Nachfrage zu einer Verknappung des Angebots, was sich unmittelbar auf die Preise pro Wafer auswirkt (bzw. teilweise bereits signifikant ausgewirkt hat). Das Ergebnis ist eine zusätzliche, relative Steigerung des zulieferbezogenen Kostenblocks.

Bei den TTF spielt Knappheit hingegen keine wichtige Rolle. Zentraler Werttreiber sind die kernvermögensbasierten Kosten, d.h. die Kosten, welche im Zusammenhang mit der Bewirtschaftung der Forstflächen entstehen. Nur dieser zentrale Kostenblock hat eine strategische Bedeutung, da andere wertrelevante Grössen durch das Management nur begrenzt beeinflusst werden können.

Bei Wenko ermittelt man die strategische Bedeutung der Ressourcen weniger durch ihre relative Knappheit als direkt durch die Höhe der ihnen zuzuordnenden Kosten. Allerdings lässt sich nicht nur ein *zentraler* Kostenblock identifizieren. Ohne die genaue Kostenstruktur zu kennen, kann bei einem Handelsunternehmen wie Wenko vermutet werden, dass die Zulieferkosten den grössten Teil der Gesamtkosten darstellen. Weite-

re wichtige Kostenblöcke sind die kundenbezogenen (Marketing- und Vertriebskosten) sowie die Personalkosten (die gleichzeitig einen Teil der Zuliefer- sowie der Marketing- und Vertriebskosten darstellen). Nach Aussagen des Eigentümers spielen die Kunden jedoch strategisch eine bedeutendere Rolle als die Mitarbeiter.

Die Zuordnung zur instrumentalen Ebene des Wertmanagementansatzes für mittelständische Unternehmen erfolgt somit primär über die strategische Bedeutung der Ressource, bzw. über das Wertschöpfungspotenzial. Messbare Approximation für die strategische Bedeutung ist der ressourcenbezogene Kostenanteil an den Gesamtkosten. Zusätzlich zur Kostenbetrachtung muss aber immer die relative Knappheit der Ressource betrachtet werden, die sich teilweise nicht in höheren ressourcenbezogenen Kosten ausdrückt.

In einigen Unternehmen kann es notwendig sein, mehrere Perspektiven auf die Wertentwicklung des Unternehmens zu überprüfen. Da der Ansatz für alle Perspektiven konzeptionell identisch ist, lassen sich unterschiedliche Sichtweisen mit vergleichsweise geringem Mehraufwand abbilden. Zentrale Voraussetzung für unterschiedlicher Sichtweisen ist die Datenverfügbarkeit. Eine Sichtweise lässt sich nur dann in einem Controllingssystem abbilden, wenn aus dem Rechnungswesen die ressourcenbezogenen Kosten- und Ertragsdaten verfügbar gemacht werden können. Wichtig ist hierbei jedoch die Einsicht bei den Unternehmen, dass für ein effektives Controlling und eine erfolgreiche Unternehmenssteuerung eben die Daten verfügbar gemacht werden müssen, die für strategische Entscheidungen benötigt werden – vorausgesetzt die Kosten des Mehraufwands stehen in vernünftiger Relation zum erwarteten Wert des Informationsgewinns. Gegebenenfalls müssen also die Rechnungslegungs- und Datenerfassungssysteme modifiziert werden. Diese Sichtweise ist gerade in mittelständischen Unternehmen leider noch unzureichend verbreitet.<sup>688</sup>

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass bei den meisten mittelständischen Unternehmen eine eindeutige Zuordenbarkeit zu nur einem Feld der Wertmanagement-Matrix unwahrscheinlich ist. Allein der Versuch kann Unternehmern jedoch helfen, ihr primäres Unternehmensziel zu identifizieren und Instrumente aufzeigen, mit denen dieses erreicht werden kann. Dabei ist die strategische Ausrichtung an nur *einem* Ziel für den Unternehmenserfolg von grösserer Bedeutung, als die Wahl *des* richtigen Instruments zu dessen Steuerung und Messung.

---

<sup>688</sup> Diese Hypothese wird auch durch die Aussagen der Fallunternehmen Wenko und TTF zur Bedeutung des Controlling in ihren Unternehmen unterstützt.



## 8 Zusammenfassung und Ausblick

Die vorliegende Schlussbetrachtung hat zwei Ziele. Sie soll einerseits die wesentlichen Erkenntnisse der Dissertation zusammenfassen. Andererseits soll ein Ausblick gegeben werden, der sich in erster Linie an Forschende richtet, die ebenfalls beabsichtigen, sich mit dem Thema des wertorientierten Managements in mittelständischen Unternehmen auseinander zu setzen.

### 8.1 Zusammenfassung

Ziel der Arbeit war zu zeigen, ob wertorientiertes Management sinnvoll an die Bedürfnisse mittelständischer Unternehmen angepasst werden kann. Anschliessend wurde analysiert, welche Eigenschaften mittelstandsorientierte Wertmanagementansätze in Abhängigkeit bestimmter Unternehmer- und Unternehmenseigenschaften aufweisen sollten.

Hierzu wurden in Kapitel 2 zunächst die theoretischen Grundlagen zum Wertmanagement diskutiert. Im Vordergrund der Untersuchungen stand der *finanzorientierte Wertbegriff*, welcher der Dissertation im Wesentlichen zu Grunde liegt – trotz der weit verbreiteten Verwendung eines unternehmensethisch geprägten Wertbegriffs in der theoretischen Literatur zu mittelständischen Unternehmen. Zusammenfassend sind die für die Dissertation relevanten Hypothesen der Vertreter des finanzorientierten Wertmanagements, dass

- die primäre Orientierung an nur *einem* formalen Unternehmensziel sinnvoll operationalisierbar ist,
- dieses primäre Ziel die *Wertsteigerung* sein sollte – auch unter wohlfahrtsökonomischen Aspekten,
- die *Berücksichtigung wichtiger Anspruchsgruppen* eine Voraussetzung für die Zielerreichung ist und
- Wertmanagement nicht Strategien und Unternehmertum ersetzen kann, sondern lediglich ein effizientes *Instrument* zu deren Umsetzung ist.

Dieser inhaltlichen Abgrenzung des Wertmanagements folgten finanztheoretische Grundlagen zur Unternehmensbewertung in ihrer Funktion als Entscheidungshilfe. Neben den im Rahmen des Wertmanagements für Grossunternehmen verwendeten kapitalmarktorientierten Diskontierungsverfahren wurden ertragswert-, marktwert-, reaktions- und wissensbasierte Bewertungsmethoden diskutiert. Es wurde deutlich, dass

das DCF- und das Ertragswertverfahren die Grundlagen für finanzorientiertes Wertmanagement in mittelständischen Unternehmen legen. Weitere Ansatzpunkte lieferten wissens- und realoptionsbasierte Bewertungsansätze.

Anschliessend wurden die gängigsten Managementansätze zur Unternehmenswertsteigerung besprochen. Neben den theoretischen Grundlagen der in der Praxis erprobten Ansätze von Rappaport (DCF), Stewart (EVA), Copeland et. al. (EP), The Boston Consulting Group (CVA) und Kaplan/Norton (Balanced Scorecard) wurden zusätzlich neuere theoretische Erkenntnisse zum Wertmanagement mittels Realoptionen vorgestellt. Es zeigte sich jedoch, dass keiner der Ansätze in seiner jetzigen Form für den Einsatz in mittelständischen Unternehmen geeignet ist und erhebliche *Anpassungen notwendig* sind.

In Kapitel 3 wurde in einem ersten Schritt der Forschungsgegenstand der mittelständischen Unternehmen qualitativ und quantitativ eingegrenzt. Als wesentliche Merkmale wurden die *private Eigentümerstruktur* (primäre Abgrenzung von den Grossunternehmen) und die *mittlere Grösse* (gemessen an Umsatzhöhe und Mitarbeiterzahl als primäre Abgrenzungskriterien gegenüber den Kleinunternehmen) festgelegt. Es zeigte sich, dass die *qualitative* Definition für die Ableitung wissenschaftlich relevanter Hypothesen bezüglich des Einsatzes von Wertmanagementansätzen *wichtiger* ist als die quantitative. Gründe für die schlechte Einsetzbarkeit klassischer Ansätze und Anregungen bezüglich Modifikationen für mittelständische Unternehmen wurden insbesondere auf Basis der Diskussion ihrer organisationsökonomischen Besonderheiten identifiziert. Die grösste Auswirkung auf die Entwicklung eines Managementansatzes hat die *Einheit* von (privatem) *Eigentum* und *Unternehmensführung* in der Person des Unternehmers. Er agiert gleichzeitig als Investor, Manager und "Konsument" seines Unternehmens. Die damit verbundene *Komplexität* im Zusammenhang mit unternehmerischen Entscheidungen scheint bislang eines der wesentlichen Hindernisse für die wissenschaftliche Auseinandersetzung mit finanzorientierten Wertmanagementansätzen für eigentümergeführte Unternehmen zu sein. *Weitere Gründe* für eine geringe Verbreitung dieser Ansätze lassen sich *intern* im Fehlen *finanzieller und intellektueller Ressourcen* für ihre Entwicklung oder die Erhebung der notwendigen Daten finden. Auch der *externe* Druck zur wertorientierten Steuerung war bislang nicht vorhanden, da mittelständische Unternehmen entweder ganz auf externes Kapital verzichteten oder die Kreditgeber ihre Vergabepolitik nur zu einem geringen Teil auf Basis direkt wertrelevanter Kriterien gestalteten. Im Rahmen von Basel II gewinnen diese Kriterien vermutlich ebenso wie externe Eigenkapitalgeber an Bedeutung. Zusammen mit der dargelegten enormen volkswirtschaftlichen Bedeutung des Mittelstands zeigt sich,

250

dass die vorliegende Arbeit nicht nur eine Lücke in der Theorie schliesst, sondern auch praktisch von hoher aktueller Relevanz ist.

In Kapitel 4 brachte der aktuelle Forschungsüberblick zum Wertmanagement in mittelständischen Unternehmen eine sehr *heterogene Definition des Wertbegriffs* in der KMU-Literatur zu Tage. In jüngerer Vergangenheit entstandene finanzwertorientierte Studien haben im Vergleich zur bestehenden wirtschaftsethisch und meta-ökonomisch argumentierenden Literatur kaum Eingang in entsprechende Publikationen gefunden. Die bedeutendsten Ansätze operationalisierbarer Wertmanagementkonzepte wurden unter den Begriffen Family Value, Customer Value und Social Value zusammengefasst. Bei Ersterem steht das Ziel der langfristigen Unabhängigkeit und des Erhalts des Unternehmens im Vordergrund. Der Customer Value stellt die Wertschöpfung für den Kunden und somit marketingorientierte Fragestellungen in den Fokus der Betrachtung. Unter Social Value wird die Orientierung an sozialmarktwirtschaftlichen bzw. sogar sozialistischen Werten durch den Unternehmer vorgeschlagen. Nutzniesser dieses Verhaltens sind meist die Mitarbeiter.

Zum finanzorientierten Wertbegriff überleitend wurden Bewertungsverfahren analysiert, die auf die *speziellen Eigenschaften* von mittelständischen Unternehmen eingehen. Die untersuchten Ansätze basieren auf Diskontierungsverfahren. Aus dem kontinentaleuropäischen Raum stammen primär ertragswertorientierte Verfahren, aus der angelsächsischen Literatur DCF-basierte. In diesen werden jeweils einzelne Unterscheidungsmerkmale mittelständischer Unternehmen hervorgehoben. In keinem der Ansätze wird jedoch *umfassend* auf die zu berücksichtigenden Unterschiede eingegangen. Qualitativ setzen sich die Modelle von Behringer (modifiziertes Ertragswertverfahren) und Achleitner/Bassen (modifiziertes DCF-Verfahren) ab.

Allgemein sind die Studien zur Wertsteigerung in mittelständischen Unternehmen rar, da selten ein messbarer Wertbegriff zu Grunde gelegt wird. Sie identifizieren teilweise einzelne KMU-spezifische Werttreiber, die insbesondere im Zusammenhang mit dem Intellektuellen Kapital (z.B. Fähigkeiten und Kompetenzen des Managements, Innovationen, Loyalität der Mitarbeiter und Nutzung von Netzwerken) stehen. Weder die Studien zu einzelnen Werttreibern, noch diejenigen zu Wertsteigerungsmodellen sind ganzheitlich aufgebaut oder versuchen die Werttreiber und -steigerung in einen formalen Zusammenhang zu bringen. Zum Stand der Praxis des Wertmanagements in mittelständischen Unternehmen gibt es keine Studien. Etwas ältere empirische Untersuchungen zeigen lediglich eine vergleichsweise geringe Durchdringung (nur etwa 25%) the-

oretisch anerkannter diskontierungsbasierter Verfahren (Ertragswertverfahren und DCF) in Deutschland, Österreich und der Schweiz.

In Kapitel 5 wurden die theoretischen Erkenntnisse im Rahmen dreier Fallstudien in mittelständischen Unternehmen empirisch angereichert, um eine praxisnahe Ableitung eines Wertmanagementansatzes sicherzustellen. Die zentralen Ergebnisse aus den Kurzfallstudien lassen sich in die beiden Ebenen *strategisch-normativ* und *operativ-instrumental* (Wertmanagementsystem) unterteilen:

Strategisch-normativ:

- Sowohl Eigentümer als auch Management aller untersuchten Unternehmen versuchen, sich primär an den *Interessen der Eigentümer* zu orientieren.
- Diese Orientierung erfolgt *unabhängig von der Eigentümerstruktur*, d.h. bei einer Trennung von Eigentum und operativem Management (TTF), bei einem einzelnen Eigentümer-Unternehmer (Wenko) oder bei Vorliegen einer heterogenen Aktionärsstruktur (Q-Cells).
- Die Interessen der Eigentümer sind meist *finanzorientiert*. Nur in einem Fall stehen persönliche (familiäre) Ziele über den wirtschaftlichen. Die finanzielle Unabhängigkeit (von Banken) stellt hier jedoch eine persönlich motivierte wirtschaftliche Minimalanforderung dar.
- *Andere Anspruchsgruppen* wie Mitarbeiter, Fremdkapitalgeber, Umweltverbände oder die Politik spielen bei der Festlegung von Unternehmenszielen per se *keine Rolle*. Mitarbeiter- und Umweltinteressen seien gesetzlich ohnehin unverhältnismässig und teilweise geschäftsbedrohend stark geschützt. Eine über das für den Geschäftserfolg notwendige Mass hinausgehende Berücksichtigung dieser Gruppen wird nicht als erforderlich angesehen.
- Die *Formalziele* der Eigentümer sind *unterschiedlich klar* formuliert (von Aktienwertmaximierung über Maximierung der Eigenkapitalrendite bis zu "Übergabe eines funktionierenden Betriebs an die nächste Generation"). Eindeutige Unternehmensziele scheinen eine notwendige Voraussetzung für erfolgreiches Wertmanagement zu sein, allerdings keine hinreichende (s.u.).

Operativ-instrumental: Wertorientiertes Management wird bislang in *keinem* der untersuchten Betriebe explizit *umgesetzt*. Dies hat in den untersuchten Unternehmen unterschiedliche Ursachen:

- Die *Begrifflichkeiten* des instrumentalen Wertmanagements sind weitestgehend *unbekannt*. Nur die Eckpunkte des Shareholder Value Ansatzes sind vor allem den Eigentümern geläufig.
- Die *Zielvorgaben* der strategischen Ebene werden auf operativer Ebene *nicht ausreichend umgesetzt*, obwohl die unternehmensinternen Voraussetzungen dafür zum grössten Teil gegeben sind (TTF).
- Vor der Einführung wertorientierter Kennzahlen müssen *vorgelagerte Probleme* hinsichtlich Zielvorgaben, Prozesstransparenz und Datenqualität gelöst werden (Wenko).
- Die notwendigen Voraussetzungen sind erfüllt, es wird auf operativer Ebene nach Kennzahlen gesteuert, die auf guter Datenqualität basieren. Sie fliessen indes *nicht* in eine übergeordnete, *wertorientierte Kennzahl* ein. Der geschaffene Wert wird also nicht regelmässig gemessen, da keine Anspruchsgruppe das Erreichen der gesetzten Ziele in Frage stellt (Q-Cells).

Auf Basis dieser Erkenntnisse wurde im Hauptteil der Dissertation weniger die Frage beantwortet, *ob* Eigentümerwertorientierung für mittelständische Unternehmen relevant ist, sondern vielmehr wie diese *operationalisiert* werden kann.<sup>689</sup>

In Kapitel 6 wurden auf der Literatordiskussion und den Fallstudien aufbauend Anforderungen an einen Managementansatz formuliert. Zentrale Bedingung für den Einsatz eines Wertmanagementansatzes ist ein *positives Nutzen-/Kostenverhältnis*. Daher wurde als Bezugsrahmen die Wirtschaftlichkeitsrechnung gewählt. Die aus der Theorie bekannten Schwierigkeiten bei der Quantifizierung des Nutzens von Managementinformationssystemen wurden im Rahmen der Fallstudien bestätigt. Die Fallunternehmen beschränkten sich in der Regel auf eine Schätzung der maximal zulässigen – meist sehr niedrig angesetzten – *Kosten* für Einführung und Betrieb. Grundsätzlich hat die Einfachheit eines Ansatzes vor der theoretischen Perfektion Vorrang, sofern diese nur durch unverhältnismässig höhere (Entwicklungs-, Schulungs- und Unterhaltungs-)Kosten erreicht werden kann.

Des Weiteren kann *Nutzen* entweder durch eine effizientere oder effektivere Allokation von Ressourcen gestiftet werden. *Effizienz* führt zu Kosteneinsparungen, die sich

---

<sup>689</sup> Auch bei Grossunternehmen scheint weniger das grundsätzliche Bekenntnis zum Shareholder Value Ansatz (normativ) problematisch zu sein, als vielmehr dessen Operationalisierung. Ein Grossteil der DAX-Unternehmen bekennt sich zwar zum Shareholder Value, nur die wenigsten messen und steuern den Unternehmenswert jedoch mit wertorientierten Kennzahlen. Vgl. Achleiter/Bassen (2002, S. 611ff.)

vergleichsweise gut prognostizieren und quantifizieren lassen. Höhere Effektivität führt zu einem höheren Zielerreichungsgrad (z.B. mehr Umsatz, Gewinn, Wert) beim Einsatz derselben Ressourcen. Daraus resultierender Nutzen ist in der Regel mit grösserer Unsicherheit behaftet. Die effizienter oder effektiver einzusetzenden Ressourcen mit dem grössten Effekt auf zusätzlichen Nutzen für das Unternehmen variieren je nach dessen Eigenschaften. Als *nützliche* Ressourcen wurden vor allem das Finanzkapital, die Mitarbeiter, die Zulieferer und deren Produkte, die Kunden und kundenbezogene Ausgaben sowie strategisch bedeutende Betriebskapazitäten identifiziert. Ein Managementsystem muss *Transparenz* und *Flexibilität* schaffen, um die Ressourcen möglichst kurzfristig nutzstiftender einsetzen zu können. Als *strategisch* wurde zusätzlich der Nutzen definiert, welcher im Rahmen der Wirtschaftlichkeitsrechnung nicht quantifizierbar ist. Ihm ist z.B. eine klare *Definition* und *Abbildung von Zielvorgaben* im Rahmen des Wertmanagementansatzes zuzuordnen. Beides sind zentrale Voraussetzungen für und damit Anforderungen an seinen erfolgreichen Einsatz.

In Kapitel 7 wurde zunächst hervorgehoben, dass sich mittelständische Unternehmen primär an den *Zielen ihrer Eigentümer* auszurichten haben. Dies ist grundsätzlich nicht nur ökonomisch sinnvoll, sondern eine empirisch belegte Tatsache – wie neben den Fallstudien zahlreiche andere Untersuchungen zeigten. Für die Zielerreichung muss der Eigentümer die unterschiedlichen *erfolgskritischen Anspruchsgruppen* schon bei der Zielsetzung *berücksichtigen* – unabhängig vom Inhalt der Ziele.

Als geeigneter *Bezugsrahmen* für die Formulierung unternehmerischer Ziele in mittelständischen Unternehmen wurde der *Eigentümerswert* identifiziert. Er misst den ökonomischen Wert des Unternehmens für seinen Eigentümer. Damit wurde eine Zieldimension gewählt, die von einem Grossteil der Unternehmer für geeignet gehalten wird oder in die sich ihre jeweiligen Ziele zumindest teilweise übersetzen lassen. Im Gegensatz zum Shareholder Value Konzept gibt der hier entwickelte Ansatz jedoch *keine Vorgaben* für das *Ausmass* der Zielerreichung. Die *Wertmaximierung* ist nur eine Option neben der *Wertsatisfizierung* (definiert als positiver realer Wertzuwachs unterhalb der theoretisch ableitbaren Kapitalkosten für mittelständische Unternehmen) und der *Wertkonservation* (konstanter realer Unternehmenswert). Diese beiden zusätzlichen wertorientierten Unternehmensziele tragen der Unterdiversifikation der Eigentümer (bezüglich ihres Finanz- und Humankapitals), der Existenz nicht-monetärer persönlicher Ziele, ihrer Risikofreude und ihrer teilweisen Irrationalität Rechnung. Ökonomische Interpretationen der Wertsatisfizierung und der Wertkonservation sind beispielsweise die Unabhängigkeit von externer Finanzierung respektive der langfristige Unternehmenserhalt. Die Übertragung dieser häufig genannten Ziele mittelständischer

Unternehmer in einen wertorientierten Bezugsrahmen ermöglichte die Entwicklung eines Wertmanagementansatzes, in dem die für ein Unternehmen identifizierten Werttreiber weitestgehend unabhängig von der Art des Formalziels bleiben. Zieländerungen werden lediglich durch quantitative Anpassungen der Werttreiber berücksichtigt. Damit wurde ein einfach kommunizierbarer, implementierbarer und flexibel anpassbarer normativer Bezugsrahmen konzipiert – wohlwissend dass das Universum aller Zielsetzungen mittelständischer Unternehmer mit dieser einen Dimension nicht in jedem Fall vollständig abgedeckt werden kann.

In den beiden folgenden Abschnitten 7.2 und 7.3 wurden die instrumentalen Aspekte des Wertmanagementansatzes konkretisiert. Zunächst wurde der Eigentümerwert als Ausgangspunkt eines ressourcenorientierten Wertmanagementsystems bestimmt. Dazu wurde ein modifiziertes DCF-Verfahren entwickelt, welches eine regelmässige, kapitalmarktunabhängige Unternehmensbewertung erlaubt und damit eine geeignete Basis für das wertorientierte Managementsystem liefert. Erst wurden die *steuerungsrelevanten Freien Cashflows* um Ein- und Auszahlungen aus privat genutztem Geschäftsvermögen, bzw. geschäftlich genutztem Privatvermögen sowie Anpassungen an einen marktüblichen Unternehmerlohn *korrigiert*. Bezüglich des *Restwerts* wurden verschiedene Optionen in Abhängigkeit der *geplanten Eigentümerstruktur* des Unternehmens nach der Planungsperiode vorgestellt. Für eine *Fortführung* des Unternehmens wie im Planungszeitraum wurde eine Restwertberechnung mit der *DCF-Methode* empfohlen. Im Falle eines *Verkaufs* wurde zu einer Quantifizierung mit Hilfe von in der jeweiligen Branche gängigen *Multiples* geraten. Zusätzlich wurden mit der Berechnung des erwarteten *Liquidations-* und *Reproduktionswerts* *Unter-* bzw. *Obergrenzen* für den Restwerte festgelegt.

Bislang wurden DCF-Bewertungen und darauf basierende Managementansätze für mittelständische Unternehmen in Theorie und Praxis häufig mit der Begründung abgelehnt, dass sie auf Kapitalmarktmodellen fussen, die nur für Börsenunternehmen anwendbar sind. Die einzige Variable in der DCF-Formel, die über ein Marktmodell hergeleitet wird, ist der kalkulatorische *Eigenkapitalkostensatz*. Er spiegelt den Opportunitätszins der bestmöglichen Alternativanlage jedes Eigentümers wider. In Börsenunternehmen werden die Eigenkapitalkosten über ein Kapitalmarktmodell – meist das CAPM – approximiert. Selbst nach einigen zentralen Anpassungen für mittelständische Unternehmen an die *CAPM-Eigenkapitalkosten*, kann die darauf basierende theoretische Renditeforderung eines Finanzinvestors lediglich einer *groben Orientierung* für die Bestimmung des individuellen Eigenkapitalkostensatzes dienen. Bei eigentümergeführten Unternehmen kann dieser nämlich grundsätzlich direkt vom Eigentümer

erfragt werden. Wichtig bei der Bestimmung der Renditeforderung ist der *subjektiv wahrgenommene Risiko-Rendite-Tradeoff*, den ein Unternehmer mit einer der besten Alternativen bereits ist. Der Aufwand für die Berechnung der Eigenkapitalkosten sollte immer vor dem Hintergrund des Einflusses dieses Treibers auf den Eigentümerwert hinterfragt werden. Nach Bestimmung des Eigenkapitalkostensatzes erfolgte die Berechnung der gewichteten Kapitalkosten analog zur Berechnung der WACC in Börsenunternehmen.

Auf Basis des dargelegten Modells zur Eigentümerwertermittlung wurde in Abschnitt 7.3 ein Kennzahlensystem für mittelständische Unternehmen entwickelt, welches die *wertorientierte Steuerung* in Abhängigkeit der für den Unternehmenserfolg *kritischen Ressourcen* ermöglicht. Das Managementsystem basiert auf der Übergewinngrösse CVA – wobei jeweils die angepassten Grössen aus dem im vorangegangenen Abschnitt modifizierten DCF-Verfahren zum Einsatz kommen. Der Ansatz ermöglicht eine Berücksichtigung jüngerer ökonomischer Entwicklungen im Mittelstand, die in bisherige Management- und Controllingssysteme nur unzureichend oder gar nicht eingeflossen sind. Dazu gehören insbesondere die zunehmende *Kundenorientierung*, die fortschreitende Tertiärisierung einhergehend mit der steigenden Bedeutung der *Mitarbeiter*, die wachsende vertikale Vernetzung mit daraus resultierenden zusätzlichen *Lieferantenbeziehungen* sowie eine immer weitreichendere Spezialisierung auf die Bewirtschaftung von *Kernvermögen* in vielen mittelständischen Unternehmen. Sie sind von diesen Veränderungen verschieden stark betroffen. Je nach *erfolgskritischer* Ressource wurden unterschiedliche strategische und operative Werttreiber identifiziert. Sie helfen Unternehmern und Managern die für ihr Unternehmen relevante Perspektive in Abhängigkeit dieser Ressourcen im Managementsystem abzubilden, ohne dabei die Eigentümerwertorientierung aus den Augen zu verlieren.

Ausgangspunkt war das für kapitalbasierte Unternehmen (Zugang zu günstiger Finanzierung von strategischer Bedeutung) in seiner jetzigen Form nach wie vor relevante CVA-Übergewinnverfahren mit den strategischen Werttreibern *Brutto-Cashflow*, *Kapitalkosten* und *investiertes Kapital*. Analog zur kapitalorientierten Sichtweise wurde für Unternehmen mit hohem Marketing- und Vertriebsaufwand (z.B. Markenartikelhersteller) eine kundenorientierte Perspektive auf die Eigentümerwertsteigerung mit Hilfe des CVA modelliert. Die strategischen Werttreiber waren in diesem Fall die *Wertschöpfung pro Kunde* (ohne kundenbezogene Kosten), die *Marketing- und Vertriebskosten* (kundenbezogene Kosten) sowie die *Anzahl Kunden*. Dienstleistungsunternehmen, deren zentrale Ressource die Mitarbeiter sind (z.B. Unternehmensberatungen), liessen sich anhand der strategischen Werttreiber *Wertschöpfung pro Mitarbei-*



ter, *Kosten pro Mitarbeiter* und *Anzahl Mitarbeiter* steuern. Unternehmen im Handel oder andere auf bestimmte Wertschöpfungsschritte spezialisierte Unternehmen können einen Grossteil ihrer Kosten bestimmten Lieferanten respektive deren Produkten zuordnen. Diese *lieferantenbezogenen Materialkosten* sind im Modell neben der *Wertschöpfung pro Lieferant*, Produkt oder Produktgruppe und ihrer jeweiligen *Anzahl* Werttreiber der Lieferantenperspektive. Als letzte reale Perspektive wurden Kapazitäten von strategischen Teilen des Betriebsvermögens als erfolgskritische Ressource definiert. Die *Wertschöpfung pro Kapazitätseinheit*, die der *Kapazitätseinheit zuzurechnenden Kosten* und die *Anzahl Kapazitätseinheiten*, bzw. deren *Auslastung* sind hier die strategischen Werttreiber. Im Anschluss wurde der Ansatz verallgemeinert, um mögliche weitere erfolgskritische Unternehmensressourcen in eigentümergeorientierten Managementsystemen berücksichtigen zu können.

Den Abschluss der Arbeit bildet der Entwurf eines Hilfsmittels, welches mittelständischen Unternehmern die Entscheidung erleichtert, ob, in welcher Ausprägung und mit Hilfe welchen Instrumentariums sie ihr Unternehmen wertorientiert führen möchten. Dazu wurde die *Wertmanagement-Matrix für mittelständische Unternehmen* entwickelt. Auf *normativer* Ebene muss sich ein *Unternehmer* entscheiden, ob er den Eigentümerwert *maximieren*, auf einem bestimmten Niveau *befriedigen* oder *konservieren* möchte. Dies ist primär von seinen individuellen Präferenzen und hier insbesondere von seiner Finanzorientierung abhängig. Einige der häufig genannten Ziele mittelständischer Unternehmer wurden in diesem Zusammenhang beispielhaft in den wertorientierten Bezugsrahmen übersetzt, um die eigene Zuordnung zu erleichtern. Auf der *instrumentalen* Ebene wurden die fünf *ressourcenspezifischen* Ausprägungen des Wertmanagementansatzes zusammengefasst. Die Zuordnung erfolgt hier auf Basis von Eigenschaften des *Unternehmens*, und zwar in erster Linie auf Basis der Höhe des Kostenblocks, der einer bestimmten Ressource zugerechnet werden kann, bzw. ihrer relativen Knappheit. Zur Illustration wurden die drei Fallunternehmen Feldern in der Wertmanagement-Matrix zugeordnet und die Lokalisierung erläutert.

Mit der Entwicklung dieses ganzheitlichen Wertmanagementansatzes, der die Spezifika mittelständischer Unternehmen explizit berücksichtigt, wurden zwei zentrale Ziele dieser Arbeit erreicht. Erstens wurde gezeigt, dass Wertmanagement in mittelständischen Unternehmen eine zielorientierte Unternehmensführung effektiv unterstützt. Zweitens hilft es bei der effizienten Allokation von den für dieses Unternehmenssegment erfolgskritischen Ressourcen. Es muss sich zeigen, ob dieses theoretisch schlüssige Konzept auch beim Einsatz in der Praxis die Erwartungen der Unternehmer erfüllt.

## 8.2 Ausblick auf weitere Forschungsfelder

Im Verlauf der Arbeit tauchten Problemfelder auf, die hier nicht in der ihnen gebührenden Tiefe behandelt werden konnten. Die folgenden theoretischen Fragestellungen bieten vielversprechende Themen für weiterführende Forschungsarbeiten im Bereich des Wertmanagements für mittelständische Unternehmen:

*Instrumentalisierung mehrdimensionaler Zielsysteme:* Die Dissertation basiert auf der Annahme, dass sich Unternehmen nur nach einem Ziel effizient steuern lassen. Gerade im Kontext von KMU kann es sein, dass die geringere Komplexität der Unternehmen eine Steuerung nach mehreren Zielen zulässt. Denkbar wäre eventuell ein instrumentales Managementsystem, welches die gleichzeitige Beachtung mehrerer Ziele erlaubt. Besonders interessant kann in diesem Zusammenhang die Berücksichtigung meta-ökonomischer Wertvorstellungen sein, die mit Hilfe des Unternehmens erreicht werden sollen. Hierbei sollten insbesondere multiple meta-ökonomische Zielsetzungen von mehreren Eigentümern eines Familienunternehmens in Betracht gezogen werden können.

*Managementansätze auf Basis nicht-diskontierungsbasierter Bewertungsverfahren:* Die Unternehmensbewertung anhand von Realoptionen und Wissenskapital wurde für mittelständische Unternehmen aufgrund ihrer Komplexität nicht weiterverfolgt. Dennoch lassen sich auf beiden Verfahren ggf. Wertmanagementsysteme aufbauen, die den beiden Erfolgsfaktoren mittelständischer Unternehmen – Flexibilität und Humankapital – explizit Rechnung tragen.

*Modelle zur Ermittlung der Renditeforderung von Unternehmern:* Im Rahmen der Ermittlung der kalkulatorischen Eigenkapitalkosten für Unternehmer wurde ein pragmatischer Ansatz zur Ermittlung seiner individuellen Renditeforderung bezogen auf das von ihm investierte Eigenkapital vorgestellt. Es ist wünschenswert, dass die Einflussfaktoren dieser individuellen Renditeforderung im Rahmen eines theoretischen Modells identifiziert und erklärt werden.

*Implementierung von Wertmanagementansätzen:* Im Zusammenhang mit der Implementierung von Wertmanagementansätzen in mittelständischen Unternehmen ist eine zentrale Fragen offen geblieben: Wie könnte ein wertorientiertes Vergütungssystem für die unterschiedlichen Anbieter erfolgskritischer Ressourcen gestaltet sein? Ihre Ziele und Anreize müssen mit denen des Eigentümers in optimale Übereinstimmung gebracht werden. Möglicherweise lassen sich für dieses Vorhaben Ansätze in der Kontrakttheorie finden.

Über die offenen theoretischen Fragestellungen hinaus wurden im Rahmen der Entwicklung des Wertmanagementansatzes für mittelständische Unternehmen zahlreiche Hypothesen aufgestellt, deren (teilweise erneute oder gezieltere) empirische Überprüfung wünschenswert ist. Die wichtigsten sind im Folgenden zusammengefasst:

- Mittelständische Unternehmen orientieren sich bei der Formulierung ihrer Ziele *primär* an den *Interessen der Eigentümer*.
- Mittelständische Unternehmen, die sich primär an den Interessen der Eigentümer orientieren, erreichen ihre *Unternehmensziele besser*.
- Mittelständische Unternehmen, deren primäres Ziel die Steigerung des finanziellen Werts für den Eigentümer ist, befriedigen gleichzeitig die Ansprüche anderer *Stakeholder* (z.B. gemessen in Lohnwachstum, Wachstum Marktanteil, Wachstum Steueraufkommen) *besser*.
- Ein Grossteil der primären unternehmerischen *Ziele* mittelständischer Unternehmer lassen sich in den wertorientierten *Bezugsrahmen* übersetzen.
- Der Grossteil des Eigentümerwertwachstums kann durch die beiden Faktoren *Wachstum der kritischen Ressource* und Veränderung deren *Profitabilität* definiert werden.

Die wissenschaftliche Qualität des entwickelten Ansatzes hängt unter anderem von der Messbarkeit seiner Implikationen ab – z.B. ob empirische Tests zu *signifikanten* Ergebnissen kommen. Der praktische Nutzen wird erst durch die *Bestätigung* dieser Hypothesen evident. Diese Dissertation soll Anregung und Ausgangspunkt sein, diesen beiden Zielen näher zu kommen.

## Literaturverzeichnis

**ACHLEITNER/BASSEN (2000):** Achleitner, A.-K./Bassen, A.: Shareholder Value in klein- und mittelständischen Unternehmen (KMU), in: Siegart, H. (Hrsg.): Jahrbuch zum Finanz- und Rechnungswesen, Zürich, 2000, S. 145-173.

**ACHLEITNER/BASSEN (2002):** Achleitner, A.-K./Bassen, A.: Entwicklungsstand des Shareholder-Value-Ansatzes in Deutschland – empirische Befunde, in Siegart, H./Mahari, J. (Hrsg.): Corporate Governance, Shareholder Value und Finance, München, Vahlen, 2002, S. 611-635.

**ACHTENHAGEN/NALDI (2004):** Achtenhagen, L./Naldi, L.: The Role of Resource Practices for the Value Creation of SMEs, in: Value Creation in Entrepreneurship and SMEs/Wertgenerierung durch Unternehmertum und KMU, Rencontres de St-Gall 2004, Verlag KMU HSG, St. Gallen, 2004.

**ACKELSBERG/ARLOW (1985):** Ackelsberg, R./Arlow, P.: Small Businesses do plan and it pays off, Long Range Planning, No. 5, Vol. 18 (1985), S. 61 - 67.

**ACS (1996):** Acs, Z. J.: Small Firms and Economic Growth, in: Admiraal, P. H. (Ed.): Small Business in the Modern Economy (De Vries Lectures in Economics), Oxford 1996, S. 1- 62.

**ACS/AUDRETSCH (1993):** Acs, Z. J./Audretsch, D. B.: Small Firms and Entrepreneurship: An East-West Perspective, Cambridge: Cambridge University Press, 1993.

**AIGINGER/TICHY (1991):** Aiginger, K./Tichy, G.: Small Firms and the Merger Mania, Small Business Economics, 3. Jg. (1991), S. 83 - 101.

**ALBACH (1983):** Albach, H.: Die Bedeutung mittelständischer Unternehmen in der Marktwirtschaft, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 53. Jg. (1983), S. 870 - 887.

**ALBACH (1987):** Albach, H.: Investitionspolitik erfolgreicher Unternehmen, Zeitschrift für Betriebswirtschaft (57), Nr. 7, 1987, S. 636 – 661.

**ALESII (2004):** Alesii, G.: Rules of Thumb in Real Option Analysis, University of L'Aquila, Working Paper Series, June, 2004.

**AMAZON (2004a):** o.V.: Amazon.com, Inc. Analystenpräsentation vom Mai 2004, , am 15.08.2004 unter abrufbar [http://media.corporate-ir.net/media\\_files/irol/97/97664/presentations/gs\\_may04.pdf](http://media.corporate-ir.net/media_files/irol/97/97664/presentations/gs_may04.pdf)

**AMAZON (2004b):** Amazon.com, Inc., Annual Report 2003, S. 39 und eigene Schätzungen basierend auf 10-Q SEC Filings vom 26.07.2002, abzurufen am 15.08.2004 unter <http://ccbn.10kwizard.com/download.php?type=PDF&ipage=1808803>.

**AMRAM/KULATILAKA (1998):** Amram, M./Kulatilaka N.: Real Options: Managing Strategic Investment in an Uncertain World, Oxford University Press.

**ANG (1991a):** Ang, J. S.: On the Theory of Finance for Privately Held Firms, Journal of Small Business Finance, Vol. 1 (1991/92), S. 185 – 203.

**ANG (1991b):** Ang, J. S.: Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management, Journal of Small Business Finance, Vol. 1 (1991/92), S. 1 - 13.

**ARMSTRONG (1982):** Armstrong, J. S.: The Value of Formal Planning for Strategic Decisions: Review of Empirical Research, Strategic Management Journal, Vol. 3 (1982), S. 197 – 211.

**AUDRETSCH/ELSTON (1997):** Audretsch, D. B./Elston, J. A.: Financing the German Mittelstand, Small Business Economics, Vol. 9 (1997), S. 97 - 110.

**AYBR-ARIAS/CASINO-MARTÍNEZ/LÓPEZ-GRACIA (2004):** Aybr-Arias, Ch./Casino-Martínez, A./López-Gracia, J.: capital Structure and Sensitivity in SME definition: a panel data investigation, Working Paper, Universitat de València, 2004.

**BACKES-GELLNER (2001):** Backes-Gellner, U.: Das industrielle Familienunternehmen – Kontinuität im Wandel, Institut für Mittelstandsforschung, Bonn (IfM), im Auftrag des Bundesverbandes der Deutschen Industrie (BDI) und der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young, Allgemeine Deutsche Treuhand AG, 2001.

**BALLARINI (2002):** Ballarini, K.: Nachfolgeprobleme in mittelständischen Unternehmen, in Füglistaller, U./Pleitner H.J./Volery, T./Weber, W. (Hrsg.), Radical change in the world – will SMEs soar or crash? Papers presented to the 'Rencontres de St-Gall 2002', St.Gallen, KMU-HSG Verlag, S. 19 – 30.

**BALLWIESER (1994):** Ballwieser, W.: Adolf Moxter und der Shareholder Value Ansatz, in: Bilanzrecht und Kapitalmarkt, Festschrift für Adolf Moxter, hrsg. von Ballwieser, W./Böcking, H.-J. et al., Düsseldorf 1994, S. 1377 – 1405.

**BAMBERG/COENENBERG (1994):** Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, 8. Auflage, München 1994.

- BAMBERGER/PLEITNER (1988):** Bamberger, I./Pleitner, H. J. (Hrsg.): Strategische Ausrichtung kleiner und mittlerer Unternehmen, Berlin 1988 (IGA Sonderheft 2).
- BAMBERGER/WRONA (1996):** Bamberger, I./Wrona, T.: Der Ressourcenansatz und seine Bedeutung für die strategische Unternehmensführung, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 48. Jg., 2/1996, S. 130-153.
- BARTHEL (1990):** Barthel, C. W. (1990): Unternehmenswert - Der Markt bestimmt die Bewertungsmethode, Der Betrieb, 43. Jg., 1990, S. 1145 - 1152.
- BEA/THISSEN (1997):** Bea, F.X./Thissen, S.: Institutionalisierung des Shareholder-Value-Konzepts bei der GmbH, Der Betrieb, 1997, Heft 16, S. 787-792.
- BEHR/CALIZ (2001):** Behr, G./Caliz, S.: Schwächen der herkömmlichen Bewertungsmethoden und notwendige Anpassungen, Der Schweizer Treuhänder, 2001, S. 1139 – 1141.
- BEHRINGER (1998):** Behringer, S.: Unternehmensbewertung bei kleinen und mittleren Unternehmen, Dissertation an der Universität Flensburg, 1998.
- BEHRINGER (1999):** Behringer, S.: Unternehmensbewertung bei kleinen und mittleren Unternehmen, IGA-Zeitschrift für Klein- und Mittelunternehmen (Internationales Gewerbearchiv); 1999/2, S.115-126.
- BEHRINGER (2002):** Behringer, S.: Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe. Betriebswissenschaftliche Verfahrensweisen. 2. neubearbeitete Auflage, Berlin, 2002.
- BELLINGER (1980):** Bellinger, B: Eine Wende in der Unternehmensbewertung? - Zur Stichtagsbezogenheit jeder Unternehmensbewertung, Die Wirtschaftsprüfung, 33. Jg. (1980), S. 575 - 584.
- BELZ/BIEGER (2004):** Belz, Ch./Bieger, Th. (Hrsg.) mit dem Forschungsteam Ackermann, W., Dyllick, Th., Fueglistaller, U., Haller, M., Herrmann, A., Maas, P., Rudolph, Th., Schmid, B., Volery, Th.: Customer Value – Kundenvorteile schaffen Unternehmensvorteile, Redline Wirtschaft bei verlag moderne industrie, Frankfurt, 2004.
- BIRCH (1979):** Birch, D. L.: The Job Generation Process, Cambridge/Mass. 1979.
- BÖCKING/NOWAK (1999):** Böcking, H.-J./Nowak, K.: Der Beitrag der Discounted Cash Flow-Verfahren zur Lösung der Typisierungsproblematik bei Unternehmensbewertungen, Der Betrieb, 51. Jg. (1998), S. 685 - 690.

- BONTIS (2001):** Bontis, N.: Assessing Knowledge Assets: A Review of the Models Used to Measure Intellectual Capital, *International Journal of Management Reviews*, March 2001 (3), S. 41-60.
- BORISON (2001):** Borison, A: Real Option Valuation<sup>TM</sup> – der neue Standard für die Bewertung, die Auswahl und das Management von strategischen Optionen, in: Hommel, U./Scholich, M./Vollrath, R.: *Realoptionen in der Unternehmenspraxis. Wert schaffen durch Flexibilität*, Springer, 2001, S. 3 – 12.
- BÖRSTLER (1982):** Börstler, B.: *Zur Personalsituation in mittelständischen Betrieben des Produzierenden Gewerbes: Ergebnisse einer empirischen Untersuchung*, Göttingen 1982, S. 126.
- BRACH (2002):** Brach, M.A.: *Real Options in Practice*, Wiley, 2002.
- BRACKER/PEARSON (1986):** Bracker, J. S./Pearson, J. N.: Planning and Financial Performance of Small Mature Firms, *Strategic Management Journal*, Vol. 7 (1986), S. 503 – 522.
- BRADLEY/SUNDARAM (2003):** Bradley, M.H./Sundaram, A.K.: The Emergence of Shareholder Value in the German Corporation, Oktober 2003, abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=463840>.
- BREMER (1996):** Bremer, J.G., Die schematisierte Unternehmensbewertung von mittelständischen Unternehmen, in: *Betriebswirtschaftliches Controlling – Planung, Entscheidung, Organisation*. FS für Dietrich Adam, hrsg. von Rieper, B./Witte, T./Berens, W., Wiesbaden, 1996, S. 49 – 76.
- BREZSKI/CLAUSSEN/KORTH (2004):** Brezski, E./Claussen, C./Korth, H.-M.: *Rating, Basel II und die Folgen*, Boorberg Verlag, Stuttgart und München, 2004.
- BROCK/EVANS (1989):** Brock, W. A./Evans, D. S.: *Small Business Economics*, 1. Jg. (1989), S. 7 - 20.
- BULL/WILLARD (1995):** Bull, I./Willard, G.: Towards a Theory of Entrepreneurship, in: Bull, I./Howard, T./Willard, G. (Ed.): *Entrepreneurship*, Kidlington 1995, S.1-16.
- BUSBY/PITTS (1997):** Busby, J.S./Pitts, C.G.C.: Real Options in Practice: An Exploratory Survey of How Finance Officers Deal with Flexibility in Capital Appraisals, *Management Accounting Research* (8), 1997, S. 169-186.

- BÜSCHGEN (1997):** Büschgen, H. E.: Börsenmäßiges Eigenkapital für kleine und mittlere Unternehmen, Bank Archiv, 45. Jg. (1997), S. 94 – 104.
- BUSSIEK (1996):** Bussiek, J.: Anwendungsorientierte Betriebswirtschaftslehre für Klein- und Mittelunternehmen, 2. Auflage, München u.a. 1996.
- CANTILLON (1931):** Cantillon, R.: Essai sur la nature du commerce en général, edited and translated by H. Higgs, London 1931.
- CAPALDO/IANDOLI/PONSIGLIONE (2004):** Capaldo, G./Iandoli, L./Ponsiglione, C.: Value Creation in Small Firms: a Competence-Based Approach, in: Value Creation in Entrepreneurship and SMEs/Wertgenerierung durch Unternehmertum und KMU, Rencontres de St-Gall 2004, Verlag KMU HSG, St. Gallen, 2004.
- CHELL/HAWORTH/BREARLY (1991):** Chell, E. H./Haworth, J./Brearly, S.: The entrepreneurial personality - Concepts, cases and categories, London u.a. 1991.
- COHEN (2003):** Cohen, D. A.: Quality of Financial Reporting Choice: Determinants and Economic Consequences, Working Paper, December 2003, <http://ssrn.com/abstract=422581>.
- COLEMAN/COHN (2001):** Coleman, S./Cohn, R.: The ‘Lack of Separation’ Revisited: Small Business Owners and Risk, Journal of Entrepreneurial Finance, 2001 6 (1), 104-114, S. 113.
- COLWELL/HENKER/HO (2002):** Colwell, D.B./Henker, T./Ho, J.: Real Options Valuation of Australian Gold Mines and Mining Companies, University of New South Wales - School of Banking and Finance, Working Paper Series, December 2002.
- COOLS/VAN PRAAG (2003):** Cools, K./van Praag, M.: The value relevance of disclosing a single corporate target: An explorative empirical analysis, SSRN working paper, Mai 2003, abrufbar am 1.10.2003 unter [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=244788](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=244788).
- COPELAND/ANTIKAVOV (2001):** Copeland, T./Antikavov, V.: Real Options: A Practitioner's Guide, Thomson Texere, 2001.
- COPELAND/KOLLER/MURRIN (1994):** Copeland, T.E./Koller, T./Murrin, J.: Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, 2nd edition, Wiley, New York, 1996.



**COPELAND/KOLLER/MURRIN (1994):** Copeland, T.E./Koller, T./Murrin, J.: Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, 2nd edition, Wiley, New York, 1994.

**COPELAND/KOLLER/MURRIN (2000):** Copeland, T.E./Koller, T./Murrin, J.: Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, 3rd edition, Wiley, New York, 2000.

**COPELAND/WESTON (1992):** Copeland, T.E./Weston, J.F.: Financial Theory and Corporate Policy, 3. Auflage, Addison-Wesley publishing Company, Reading, MA, 1992.

**CORE/GUAY/BUSKIRK (2001):** Core, J. E./Guay, W. R./Buskirk, A.V.: Market Valuations in the New Economy: An Investigation of what has Changed. Working Paper, University of Pennsylvania, September 2001.

**CRASSELT (2004):** Crasselt, N.: Accounting-based Investment Incentives and Real options, in: Kuersten, W./Dangl, T./Kopel, M.: Real Options, Special Issue, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, März 2004.

**DAHLHEIM/WIELNAD (2001):** Dahlheim, C./Wieland, A.: Unternehmerische Finanzierungspolitik unter Berücksichtigung von Realoptionen, in: Hommel, U./Scholich, M./Vollrath, R.: Realoptionen in der Unternehmenspraxis. Wert schaffen durch Flexibilität, Springer, 2001, S. 3 – 12.

**DAMODARAN (2001):** Damodaran, A.: The dark Side of Valuation, financial times Prentice Hall, Upper saddle River, NJ, 2001.

**DANA/ETEMAD/WRIGHT (2004):** Dana, P./Etemad, H./Wright, R.W.: Networking as a Means to Value Creation, in: Value Creation in Entrepreneurship and SMEs/Wertgenerierung durch Unternehmertum und KMU, Rencontres de St-Gall 2004, Verlag KMU HSG, St. Gallen, 2004.

**DARIJTSCHUK/SCHWETZLER (1999):** Darijtschuk, N./ Schwetzler, B.: Unternehmensbewertung mit Hilfe der DCF-Methode – eine Anmerkung zum 'Zirkularitätsproblem', Zeitschrift für Betriebswirtschaft 69 (1999), S. 295-318.

**DATAR/MATHEWS (2004):** Datar, V.T./Mathews, S.H.: European Real Options: An intuitive Algorithm for Black-Scholes Formula, Journal of Applied Finance, Vol 14, No. 1, Spring/Summer 2004.

**DAVIS/ALBRIGHT (2001):** Davis, S./Albright, T.: An Empirical Investigation of the Relationship Between Balanced Scorecard Implementation and Improved Financial Performance, SSRN Working Paper, Mai 2001, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=271183](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=271183).

**DE FISSCHER/ARONOFF/WARD (1995):** De Fisscher, F./Aronoff, C./Ward, J., Financing Transitions: Managing Capital and Liquidity in the Family Business, Marieta, GA, Business Owner Resources, 1995.

**DE KLERK/HAVENGA (2004):** De Klerk, G.J./Havenga, J.J.D.: SME Networks and Clusters and their Impact on Economic Growth: An Exploratory Overview of Africa, in: Value Creation in Entrepreneurship and SMEs/Wertgenerierung durch Unternehmertum und KMU, Rencontres de St-Gall 2004, Verlag KMU HSG, St. Gallen, 2004.

**DE KLERK/KRUGER (2002):** De Klerk, G.J./Kruger, S.: The driving force behind entrepreneurship: An exploratory perspective, in Füglistaller, U./Pleitner H.J./Volery, T./Weber, W. (Hrsg.), Radical change in the world – will SMEs soar or crash? Papers presented to the 'Rencontres de St-Gall 2002', St.Gallen, KMU-HSG Verlag, S. 469 – 476.

**DEES (1998):** Dees, G.: The Meaning of Social Entrepreneurship, Comments and suggestions contributed from the Social Entrepreneurship Funders Working Group, abrufbar am 03.02.2004 unter [www.gbs.stanford.edu/services/news/DeesSoцентrepPaper.html](http://www.gbs.stanford.edu/services/news/DeesSoцентrepPaper.html).

**DIXIT/PINDYCK (1994):** Dixit, A./Pindyck, R.: The Options Approach to Capital investment, Havard Business Review, S. 105-119.

**DIXIT/PINDYCK (1995):** Dixit, A./Pindyck, R.: Investment under Uncertainty, Princeton University Press, Princeton, NJ, 1994.

**DOH/PEARCE (2004):** Doh, J.P./Pearce, J.A.: Corporate Entrepreneurship and Real Options in Transitional Policy Environments: Theory Development, Journal of Management Studies, Vol 41, June 2004, S. 645-664.

**DONCKELS (2000):** Donckels, R.: From Shareholder to Stakeholder value: The Real Challenge for Family Businesses, in Pleitner H.J./Weber W. (Red.), SME's in the 21st century - impulses, perspectives, concepts. Papers presented to the 'Rencontres de St-Gall 2000, KMU-HSG Verlag, St.Gallen, S. 303-314.

- DROBETZ (2001):** Drobetz, W.: Das Dividend Discount Modell, in: Gehrig, B./Zimmermann, H. (Hrsg.): Fit for finance, 7. Aufl. 2001, Verlag Neue Zürcher Zeitung, Zürich, S. 97-117.
- DROBETZ/SCHILLHOFER/ZIMMERMANN (2003):** Drobetz, W./ Schillhofer, A./ Zimmermann, H.: Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany, SSRN Working Paper, January 2003.
- EDVINSSON/BRÜNIG (2000):** Edvinsson, L./Brüning, G. 2000: Aktivposten Wissenskapital: Unsichtbare Werte bilanzierbar machen, Gabler Verlag, Wiesbaden, 2000.
- EIDEL (2000):** Eidel, U.: Moderne Verfahren der Unternehmensbewertung und Performance-Messung, 2. Auflage, Herne/Berlin, 2000.
- EL-NAMAKI (1990):** El-Namaki, M. S. S.: Small Business - The Myths and the Reality, Long Range Planning, Vol. 23 (1990), No. 4, S. 78 – 87.
- FAMA (1980):** Fama, E. F.: Agency Problems and the Theory of the Firm, Journal of Political Economy, Vol. 88 (1980), S. 288 – 307.
- FERNÁNDEZ (2001a):** Fernández, P.: Valuation of Brands and Intellectual Capital, IESE Business School, Working Paper, December 2001.
- FERNÁNDEZ (2001b):** Fernández, P.: Valuation using Multiples. How do Analysts Reach Their Conclusions, IESE Business School, Working Paper, July 2001.
- FERNÁNDEZ (2001c):** Fernández, P.: Valuation real options: Frequently Made errors, IESE Business School, Working Paper, June 2001.
- FERNÁNDEZ (2001d):** Fernández, P.: EVA and Cash Value Added do Not Measure Shareholder Value Creation, IESE Business School, Working Paper, May 2001.
- FERNÁNDEZ (2002):** Fernandez, P.: Valuation Methods and Shareholder Value Creation, Academic Press, San Diego, 2002.
- FINANCE (2004):** Finance-Studien: Unabhängig erfolgreich – Wachstums- und Finanzierungsstrategien von großen Familienunternehmen, in Zusammenarbeit mit Apex Partners, KPMG, WetLB, F.A.Z.-Institut für Management-, Markt- und Medieninformation GmbH, 2004.

**FISCHER/VIELMEYER (2002):** Fischer, T.M./Vielmeyer, U.: Vom Shareholder Value zum Stakeholder Value? Möglichkeiten und Grenzen der Messung von stakeholderbezogenen Wertbeiträgen, HHL Arbeitspapier Nr. 52, Handelshochschule Leipzig, 2002. Abzurufen am 10. Juli 2004, unter <http://www.hhl.de/de/files/Ap52.pdf>.

**FRANK (1994):** Frank, C.: Strategische Partnerschaften in mittelständischen Unternehmen, Wiesbaden 1994.

**FRANTZ/FROMMEN-PLETERSKI (2001):** Frantz, A./Frommen-Pleterski, K.: Einsatz der Balanced Scorecard in kleinen und mittleren Unternehmen, in: Barske, H./Gerybadze, A./Hünninghausen, L./Sommerlatte, T.: Das innovative Unternehmen, Digitale Fachbibliothek, [www.innovation-aktuell.de](http://www.innovation-aktuell.de), 2001, Kapitel 08-07.

**FREEMAN (1982):** Freeman, C.: The Economics of Industrial Innovation, Cambridge/Mass. 1982.

**FREEMAN (1984):** Freeman, E.R.: Strategic Management – A Stakeholder Approach, Pittman Books, Marshfield 1984.

**FRIEDLAENDER/STABERNACK (1998):** Friedlaender, E./Stabernack, M.G.: Betriebswirtschaftliche Ansätze zur wertorientierten Unternehmensführung, in: Müller, m./Leven, F.-J. (Hrsg.): Reporting, Ueberreuter, Wien, 1998, S. 27- 44.

**FRITZ/FÖRSTER/RAFFÉE/ET AL. (1985):** Fritz, W./Förster, F./Raffée, H. et al.: Unternehmensziele in Industrie und Handel, Die Betriebswirtschaft, 45. Jg. (1985), S. 375 - 391.

**FRÖHLICH (1997):** Fröhlich, W.: Personalentwicklung und Führung - Innovative Ansätze zur Gestaltung eines modernen Personalmanagements, IHK-Hochschulschriften, Edition Personalwirtschaft und Organisation, Flensburg 1997.

**FRÖHLICH/BRAUN (1998):** Fröhlich, W./Braun, B.: Zukunftsperspektive Personalmanagement in Kleinen und Mittleren Unternehmen, in: Fröhlich, W. (Hrsg.): Value Development, Frechen-Königsdorf 1998, S. 141 – 175.

**FTD (2003):** Financial Times Deutschland, o.V.: abrufbar am 26.6.2003 unter <http://www.ftd.de/pw/de/1056459056347.html?nv=rs>.

**FUEGLISTALLER (2002):** Füglistaller, U. (2002): Tertiarisierung und Dienstleistungskompetenz in schweizerischen Klein- und Mittelunternehmen (KMU) - Konzeptionale Näherung und empirische Fakten, Verlag KMU HSG, St. Gallen, 2. Auflage, 2002.

**FUEGLISTALLER/HALTER/MÜLLER (2004):** Fueglistaller, U./Halter, F./Müller, Ch.: Wertsteigerung von Klein- und Mittelunternehmen durch Mitarbeiterloyalität – ein handlungsorientiertes Modell, in: Value Creation in Entrepreneurship and SMEs/Wertgenerierung durch Unternehmertum und KMU, Rencontres de St-Gall 2004, Verlag KMU HSG, St. Gallen, 2004.

**FUNK (1995):** Funk, J.: Aspekte der Unternehmensbewertung in der Praxis, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 47. Jg. (1995), S. 491 - 514.

**GABLER WIRTSCHAFTSLEXIKON (1995):** o.V.: Gabler Wirtschaftslexikon, 13. Auflage, Gabler, Wiesbaden, 1995.

**GAMBA/MICALIZZI (2003):** Gamba, A./Micalizzi, A.: product Development and Market Expansion. A Valuation Approach Based on real Options, Università di Verona – Dipartimento di Scienze Economiche and University Bocconi – Department of Finance, Working Paper Series, March 2003.

**GANTZEL (1962):** Gantzel, K.-J.: Wesen und Begriff der mittelständischen Wirtschaft, Westdeutscher Verlag, Köln, 1962.

**GEISELER (1999):** Geiseler, C.: Das Finanzierungsverhalten kleiner und mittlerer Unternehmen, Universitäts-Verlag, Wiesbaden, 1999.

**GENDRON (1996):** Gendron, G.: Flashes of Genius, Inc. Magazine 18, May, 1996, S. 30-38.

**GERVAIS/HEATON/ODEAN (2003):** Gervais, S./Heaton, J.B./Odean, T. (2003): Overconfidence, Investment Policy, and Executive Stock Options, July 24, 2003. Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper No. 15-02. <http://ssrn.com/abstract=361200>.

**GIBSON (2004):** Gibson, B: The value of Intangibles in Privately Held Firms, in: Value Creation in Entrepreneurship and SMEs/Wertgenerierung durch Unternehmertum und KMU, Rencontres de St-Gall 2004, Verlag KMU HSG, St. Gallen, 2004.

**GLUCHOWSKI (1997):** Gluchowski, P.: Management-Support-Systeme, Berlin/Heidelberg, 1997, S. 338.

**GNOTH (2004):** Gnoth, J.: Strengthening Tourism SME Brands, in: Value Creation in Entrepreneurship and SMEs/Wertgenerierung durch Unternehmertum und KMU, Rencontres de St-Gall 2004, Verlag KMU HSG, St. Gallen, 2004.

- GORDON (1959):** Gordon, M.: Dividends, Earnings, and Stock Prices, Review of Economics and Statistics, May 1959, 99-105.
- GRENADIER/WEISS (1997):** Grenadier, S.R./Weiss, A.M.: Investment in Technological Innovations, An Option Pricing Approach, Journal of Financial Economics (44), Nr. 3, 1997, S. 397 – 416.
- GRUHLER (1997):** Gruhler, W.: Beschäftigung in Mittelständischen Betrieben Ost- und Westdeutschlands, iw-trends, o. Jg. (1997), Nr. 2.
- GÜNTERBERG/KAYSER (2004):** Günterberg, B./Kayser, H.-J.: SMEs in Germany, Facts and Figures, Institut für Mittelstandsforschung Bonn, abrufbar unter <http://www.ifm-bonn.org/ergebnis/sme-2004.pdf>.
- GÜNTERBERG/WOLTER (2002):** Günterberg, B./Wolter, H.-J.: Unternehmensgrößenstatistik 2001/2002 - Daten und Fakten, Institut für Mittelstandsforschung, Bonn, 2002, abrufbar unter <http://www.ifm-bonn.org/dienste/kap-1.pdf>.
- HAIL (2002):** Hail, L.: The Impact of Voluntary Corporate Disclosures on the Ex ante Cost of Capital for Swiss Firms, European Accounting Review (11), Nr. 4, S. 741 – 773.
- HAKE (1996):** Hake, T.: Die kleinen und mittelständischen Unternehmen in Deutschland - Ähnlich gelagerte Probleme und Chancen, Schweizer Treuhänder, 70. Jg. (1996), S. 967 - 972.
- HAMER (1987):** Hamer, E.: Das mittelständische Unternehmen, Poller, Stuttgart, 1987.
- HAMER (1990):** Hamer, E.: Unternehmensführung, in: Pfohl, H.-C.: Betriebswirtschaftslehre der Klein- und Mittelbetriebe, 2. Auflage, Berlin 1990.
- HARDTMANN (1996):** Hardtmann, G.: Die Wertsteigerungsanalyse im Managementprozess, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden, 1996.
- HASCHKE (1994):** Haschke, W.: DV-Controlling, München, 1994.
- HASPELAGH/NODA/BOULOS (2001):** Haspeslagh, P./Noda, T./Boulos, F.: Managing for Value: It's not just about the numbers, Harvard Business Review, July-August 2001, S. 65 – 73.

**HAVENGA (2004):** Havenga, W., Analysis of Conflict-Handling Styles Used by Owners/Managers of Family SME's, in: Value Creation in Entrepreneurship and SMEs/Wertgenerierung durch Unternehmertum und KMU, Rencontres de St-Gall 2004, Verlag KMU HSG, St. Gallen, 2004.

**HAYEK (1959):** Hayek, F.A.: Individualism and Economic Order, Routledge, London, 1959.

**HÉBERT/LINK (1989):** Hébert, R. F./Link, A. N.: In Search of the Meaning of Entrepreneurship, Small Business Economics, 1. Jg. (1989), S. 39 – 49.

**HELBLING (1989):** Helbling, C.: Unternehmensbewertung in der Praxis - Ergebnisse einer Umfrage, Schweizer Treuhänder, 63. Jg. (1989), S. 561 – 565.

**HELBLING (1995):** Helbling, C.: Unternehmensbewertung und Steuern, 8. Auflage, Düsseldorf 1995.

**HELBLING (1996):** Helbling, C.: Bewertung von KMU - Grundsätze und Besonderheiten bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen, Schweizer Treuhänder, 70. Jg. (1996), S. 931 – 938.

**HIBBERT/HOGG/QUINN (2002):** Consumer Response to Social Entrepreneurship: the Case of the Big Issue in Scotland, International Journal of Nonprofit and Voluntary Sector Marketing 7 (3), 2002, S. 288-301.

**HILLS/HANSEN/HULTMAN (2004):** Hills, G.E./Hansen, D.J./Hultman, C.: Opportunity Recognition Process: A Value Creation Context, in: Value Creation in Entrepreneurship and SMEs/Wertgenerierung durch Unternehmertum und KMU, Rencontres de St-Gall 2004, Verlag KMU HSG, St. Gallen, 2004.

**HOKE (2002):** Hoke, M.: Unternehmensbewertung auf Basis EVA, Schweizer Treuhänder, 76. Jg. (2002), S. 765 – 769.

**HOMMEL/LEHMANN(2001):** Hommel, U./Lehmann, H.: Die Bewertung von Investitionsprojekten mit dem Realoptionenansatz – Ein Methodenüberblick, in: Hommel, U./Scholich, M./Vollrath, R.: Realoptionen in der Unternehmenspraxis. Wert schaffen durch Flexibilität, Springer, 2001, S. 113 – 129.

**HOMMEL/PRITSCH (1999a):** Hommel, U./Pritsch, G.: Marktorientierte Investitionsbewertung mit dem Realoptionsansatz: Ein Implementierungsleitfaden für die Praxis, Finanzmarkt und Portfolio Management (13), Nr. 2, S. 121-144.

**HOMMEL/PRITSCH (1999b):** Hommel, U./Pritsch, G.: Investitionsbewertung und Unternehmensführung mit dem Realoptionsansatz, in: Achleiter, A.-K.: Handbuch Corporate Finance, Verlag Deutscher Wirtschaftsdienst, Köln, Ergänzungslieferung 4/1999.

**HORVÁTH/KAUFMANN (2004):** Horváth, P./Kaufmann, L.: Balanced Scorecard – ein Werkzeug zur Umsetzung von Strategien, Harvard Business Manager, Nr. 1, 2004, S. 7-17.

**HOWELL/JÄGLE (1997):** Howell, S.D./Jägle, A.J. : Laboratory Evidence on How Managers Intuitively Value Real Growth options, journal of Business (24), Nr7&8, September 1997, S. 915-935.

**IFM (2004):** Institut für Mittelstandsforschung Bonn (IfM): Mittelstandsmonitor 2004, abrufbar am 11.11. 2004 unter <http://www.ifm-bonn.org/presse/mimo-2004.htm>.

**ILIEV (2004):** Iliev, N.: Nutzen und ROI von Informatikprojekten – Hinweise zur Ermittlung des Nutzens von Informationssystemen, Präsentationsunterlagen vom 07.06.2004 zur Vorlesung Informationsmanagement A von Prof. Paul Schönsleben, Sommersemester 2004, ETH Zürich, abrufbar am 17.08.2004 unter [http://www.lim.ethz.ch/lehre/InformationsmanagementA/Nutzen\\_IS\\_SS04.pdf](http://www.lim.ethz.ch/lehre/InformationsmanagementA/Nutzen_IS_SS04.pdf).

**JASTER (1997):** Jaster, T. (1997): Entscheidungsorientierte Kosten- und Leistungsrechnung: Ein Rahmenkonzept für das Controlling von Software-Entwicklungen, Wiesbaden, 1997.

**JENSEN (2001):** Jensen, M.C.: Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, European Financial Management, Vol. 7, No. 3, 2001, S. 300, (297-317).

**JENSEN/MECKLING (1976):** Jensen, M. C./Meckling, W. H.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, Vol. 3 (1976), S. 305 – 360.

**JOERG/LODERER/ROTH (2003a):** Joerg, P./Loderer, C./Roth, L.: Socialism and Intrafirm Asset Allocation, SSRN working paper, Oktober 2003, abzurufen am 1.10.2003 unter <http://ssrn.com/abstract=384701>.

**JOERG/LODERER/ROTH (2003b):** Joerg, P./Loderer, C./Roth, L.: Shareholder value maximization: what managers say and what they do, SSRN working paper, Februar 2003, abrufbar am 1.10.2003 unter [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=337140](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=337140).



**JOHNSON/MELIN/WHITTINGTON (2003):** Johnson, G./Melin, L./Whittington, R. (2003): Guest Editors' Introduction. Micro Strategy and Strategizing: Towards an Activity-based View, *Journal of Management Studies* 40, No 1, 2003, S. 3-22.

**JULIEN (1993):** Julien, P. A.: Small Businesses as a Research Subject: Some Reflections on Knowledge of Small Business and its Effects on Economic Theory, *Small Business Economics* (5), 1993, S. 157 – 166.

**KAHLE (2004):** Kahle, E.: Unterschiede in der Entstehung und Sicherung von Wettbewerbsvorteile bei KMU und großen Unternehmen, in: *Value Creation in Entrepreneurship and SMEs/Wertgenerierung durch Unternehmertum und KMU*, *Rencontres de St-Gall 2004*, Verlag KMU HSG, St. Gallen, 2004.

**KAHNEMAN/TVERSKY (1979):** Kahneman, D./Tversky, A.: Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk, *Econometrica* (47), 1979, S. 263 - 291.

**KAO/KAO/KAO (2002):** Kao, R.W.Y./Kao, K.R./Kao, R.R.: About Entrepreneurism: A philosophy and sensible alternative for the market economy, in Füglistaller, U./Pleitner H.J./Volery, T./Weber, W. (Hrsg.), *Radical change in the world – will SMEs soar or crash? Papers presented to the 'Rencontres de St-Gall 2002'*, St.Gallen, KMU-HSG Verlag, S. 487 – 496.

**KAPLAN/NORTON (1992):** Kaplan, R.S./Norton, D.P.: The Balanced Scorecard Measures that Drive Performance. *Harvard Business Review*, January-February 1992, S. 71-79.

**KAPLAN/NORTON (1996):** Kaplan, R.S./Norton, D.P.: *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*, Harvard Business School Press, Boston, 1996.

**KAPLAN/NORTON (2004):** Kaplan, R.S./Norton, D.P.: Wie Sie die Geschäftsstrategie den Mitarbeitern verständlich machen, *Harvard Business Manager*, Nr. 1, 2004, S. 54 - 64.

**KAYSER (2003):** Kayser, G.: Was sind eigentlich kleine und mittlere Unternehmen, November 2003, abrufbar am 11.11.2004 unter <http://www.ifm-bonn.org/presse/kay-aif.pdf>.

**KAYSER/CLEMENS/SCHORN/WOLTER (2004):** Kayser, G./Clemens, R./Schorn, M./Wolter, H.-J.: Bürokratiekosten kleiner und mittlerer Unternehmen: Gutachten im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Arbeit, *Schriften zur Mittelstandsforschung* Nr. 105NF, Gabler Verlag, Wiesbaden, 2004.

**KAYSER/WALLAU (2003):** Kayser, G./Wallau, F.: Der industrielle Mittelstand – ein Erfolgsmodell, Untersuchung im Auftrag des Bundesverbandes der Deutschen Industrie e.V. und der Ernst/Young AG, Oktober 2003, Berlin.

**KEINER (2001):** Keiner, T.: Rating für den Mittelstand: Wie Unternehmen ihre Bonität unter Beweis stellen und sich günstige Kredite sichern, Campus Verlag GmbH, Frankfurt/Main, 2001.

**KESTER (1984):** Kester, W.C.: Today's Options for Tomorrow's Growth, Harvard Business Review, March/April 1984, S. 153 – 160.

**KIRCHHOFF/GREENE (1998):** Kirchhoff, B. A./Greene, P. G.: Understanding the Theoretical and Empirical Content of Critiques of US Job Creation Research, Small Business Economics (10), 1998, S. 153 – 169.

**KIRSCHBAUM/NAUJOKS (1989):** Kirschbaum, G./Naujoks, W.: Planung im Kleinbetrieb, in: Handwörterbuch der Planung, hrsg. von Szyperski, N., Stuttgart 1989, S. 828 – 834.

**KIRZNER (1989):** Kirzner, I.M.: Competition and Entrepreneurship, Chicago University Press, Chicago, 1989.

**KLANDT (1996):** Klandt, H.: Zum Stand der akademischen Forschung im Bereich der Kleinen und Mittleren Unternehmen und der Unternehmensgründung in Deutschland, in: Pleitner, H. J.: Bedeutung und Behauptung der KMU in einer neuen Umfeldkonstellation. Beiträge zu den Rencontres de St. Gall 1996, S. 133–156.

**KLEIN (2000):** Klein, S.: Familienunternehmen – Theoretische und empirische Grundlagen, Wiesbaden, 2000.

**KLEIN (2004):** Klein, S.: Family Influence on Value Creation – A Resource-based Analysis of the Value Creation Process in Family Firms, in: Value Creation in Entrepreneurship and SMEs/Wertgenerierung durch Unternehmertum und KMU, Rencontres de St-Gall 2004, Verlag KMU HSG, St. Gallen, 2004.

**KNÜSEL (1992):** Knüsel, D.: Unternehmensbewertung in der Schweiz, Schweizer Treuhänder (66), 1992, S. 309 – 314.

**KOEPLIN/SARIN/SHAPIRO (2000):** Koeplin, J./Sarin, A./Shapiro, A.C.: The Private Company Discount, Journal of Applied Corporate Finance (12) 4, winter 2000, S. 94-101.

- KOSIOL (1966):** Kosiol, E.: Die Unternehmung als wirtschaftliches Aktionszentrum, Rowohlt, Reinbek, 1966.
- KPMG (1999):** DAX 100 Studie, 1999.
- KRÖGER (2004):** Kröger, M.: Abwanderungsstudie: Es geht um 2 Millionen Jobs, SPIEGEL Online vom 21.10.2004, abgerufen am 21.10.2004 unter <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,324266,00.html>.
- KROKER/LICHTBLAU/RÖHL (2003):** Kroker, R./Lichtblau, K./Röhl, K.-H.: Abbau der Bürokratie in Deutschland – Mehr als die Abschaffung von Einzelvorschriften, Köln, 2003.
- KRUSCHWITZ (1989):** Kruschwitz, L.: Probleme der Ermittlung und Beurteilung von Eigenkapitalquoten, in: Albers, S./Herrmann, H. (Hrsg.): Elemente erfolgreicher Unternehmenspolitik in mittelständischen Unternehmen: Unternehmenskultur, Kunden-  
nähe, Quasi-Eigenkapital, Stuttgart, 1989, S. 207 – 234.
- LAWSON/GUTHRIE/FISCHER (2004):** Lawson, R./Guthrie, J./Fischer, W. Ch.: Creating Value through Cooperations? The Case of Farmers` Markets in New Zealand, in: Value Creation in Entrepreneurship and SMEs/Wertgenerierung durch Unternehmertum und KMU, Rencontres de St-Gall 2004, Verlag KMU HSG, St. Gallen, 2004.
- LEITHNER/LIEBER (2001):** Leithner, S./Lieber, H.: Die Bedeutung von Realoptionen im M&A-Geschäft, in: Hommel, U./Scholich, M./Vollrath, R. : Realoptionen in der Unternehmenspraxis. Wert schaffen durch Flexibilität, Springer, 2001, S. 131 – 153.
- LENKMEYER (2001):** Lenkmeyer, S.: Investor Relations am Neuen Markt in der Kritik, Financial Times Deutschland vom 20.09.2001, S. 22.
- LERCH (1992):** Lerch, M.A.: Discount for Key Man Loss: A Quantitative Analysis, *Business Valuation Review*, December 1992, 183-94.
- LEV (2001):** Lev, B.: Intangibles: Management, measurement, and reporting, Brookings Institution Press, Washington, D.C., 2001.
- LEWIS (1994):** Lewis, T.G.: Steigerung des Unternehmenswerts, Landsberg/Lech, 1994.
- LEWIS (1995):** Lewis, T.G.: Steigerung des Unternehmenswerts, 2. Auflage, Landsberg/Lech, 1995.

**LÖFFLER (1995):** Löffler, C.: Die Wirkung der strategischen Planung auf den Unternehmenserfolg, Wiesbaden 1995.

**LOVINS/LOVINS/HAWKEN (1999):** Lovins, A.B./Lovins, H.L./Hawken, P. (1999): A road map for natural capitalism, Harvard Business Review, May-June, 1999, 145-158.

**LWOWSKI (1989):** Lwowski, H.-J.: Erscheinungsformen des Quasi-Eigenkapitals in der Unternehmenspraxis, in: Albers, S./Herrmann, H. (Hrsg.): Elemente erfolgreicher Unternehmenspolitik in mittelständischen Unternehmen: Unternehmenskultur, Kundennähe, Quasi-Eigenkapital, Stuttgart 1989, S. 165 – 185.

**MAASS/CLEMENS (2002):** Maass/Clemens: Corporate Citizenship – Das Unternehmen als ‘guter Bürger’, Schriften zur Mittelstandsforschung Nr. 94 NF, 2002, die Kurzfassung ist abrufbar unter <http://www.ifm-bonn.de/ergebnis/cc-kurzfassung.pdf>.

**MAHER (1977):** Maher, J.M.: Application of Key Man Discount in the Valuation of Closely-Held Businesses, *Taxes*, June 1977, 377-80.

**MAIR/NOBOA (2003):** Mair, J./Noboa, E.: Social Entrepreneurship: How intensions to Create a Social entreprise get Formed, Working Paper No 521, IESE business School, University of Navarra, September, 2004.

**MALTRY/LÖTTGERT (1994):** Maltry, H./Löttgert, I.: Bewertung mittelständischer Unternehmen: Bewertungskonzeption und Besonderheiten, *steuern + gewerbe*, o. Jg. (1994), Heft 3, S. 14 – 21.

**MANDL/RABEL (1997):** Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung - Eine praxisorientierte Einführung, Wien 1997.

**MARCH/SIMON (1958):** March, J.G./Simon, H.A.: Organizations, Wiley & Sons, New York, 1958.

**MARKOWITZ (1952):** Markowitz, H. M.: Portfolio Selection, *Journal of Finance*, Vol. 7 (1952), No. 3, S. 77 – 91.

**MARSHALL (1890):** Marshall, A. (1890): Principles of Economics, Vol. 1, Macmillan, New York, 1890.

**MASSMUTUAL (2003):** MassMutual Financial Group/Raymond Institute, o.V.: American Family Business Survey, 2003.

**MATHEWS (2002):** Mathews, J.A.: A Resources-Based View of Schumpeterian Economics Dynamics, *Journal of Evolutionary Economics* 12, 2002, S. 29-54.

- MAYER/WEBER (1990):** Mayer, E./Weber, J.: Handbuch Controlling, Stuttgart, 1990.
- MCCLOSKEY/ZILIAK (2003):** McCloskey, D.N./Ziliak, S.T.: Size Matters: The Standard Error of Regressions in the American Economic Review, forthcoming 2003/2004, Journal of Socio-Economics.
- MCCONAUGHY (1999):** McConaughy, D.L.: Is the Cost of Capital Different for Family Firms, Family Business Review (12) 4, December 1999, S. 353 – 359.
- MCKINSEY&COMPANY (2000):** McKinsey&Company (2000): Investor Opinion Survey on Corporate Governance, London, 2000.
- MOORE/CAIN (2003):** Moore, D. A./Cain, D. M.: Myopic Biases in Comparative Judgment and Entrepreneurial Entry, Carnegie Mellon GSIA Working Paper No. 2003-E76. <http://ssrn.com/abstract=441600>.
- MORGAN STANLEY DEAN WITTERS (1999):** Morgan Stanley dean Witters: How We Value Stocks, 1999.
- MOSSIN (1966):** Mossin, J.: Equilibrium in a Capital Asset Market, Econometrica (35), 1966, S. 768 – 783.
- MUGLER (1995):** Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre der Klein- und Mittelbetriebe, 2. Auflage, Wien u.a. 1995.
- MÜLLER (2002):** Müller, Ch.: Balanced Scorecard für KMU mit Berücksichtigung des Beziehungsmanagement, in: Füglistaller, U./Pleitner, H.J./Volery, T./ Weber, W. (Hrsg.): Umbruch der Welt - KMU vor Höhenflug oder Absturz?, KMU-Verlag, St. Gallen 2002, S. 411-417.
- MÜLLER (2004):** Müller, E.: Underdiversification in Private Companies – Required Returns and Incentive Effects, Discussion Paper No. 04-29, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW), am 02.08.2004 abzurufen unter <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp0429.pdf>.
- MUN (2002):** Mun, J.: Real Options Analysis: Tools and Techniques for Valuing Strategic Investments and Decisions, Wiley, 2002.
- NAGEL (1990):** Nagel, K.: Nutzen der Informationsverarbeitung - Methoden zur Bewertung von strategischen Wettbewerbsvorteilen, Produktivitätsverbesserungen und Kosteneinsparungen, 2. Auflage, München, Wien: Oldenbourg Verlag, 1990.

**NEUE ZÜRCHER ZEITUNG (1996):** o.V.: Dossier Shareholder Value, Neue Zürcher Zeitung, 1996.

**NEUS (1995):** Neus, W.: Zur Theorie der Finanzierung kleinerer Unternehmen, Wiesbaden 1995.

**OBRECHT (2002):** Obrecht, J.-J.; Plädoyer für eine alternative Auffassung des Unternehmers des 21. Jahrhundert, in Füglistaller, U./Pleitner H.J./Volery, T./Weber, W. (Hrsg.), Radical change in the world – will SMEs soar or crash? Papers presented to the 'Rencontres de St-Gall 2002', St.Gallen, KMU-HSG Verlag, S. 497 – 512.

**OECD (2000):** OECD: Small and Medium-Sized Enterprises: Local Strength, Global Reach, Policy Brief, June, Paris, 2000.

**ORSER/HOGARTH-SCOTT/RIDING (2000):** Orser, B.J./Hogarth-Scott, S./Riding, A.L.: Performance, Firm Size, and Management Problem Solving, Journal of Small Business Management, Nr. 38, 4, 2000, S. 42 – 51.

**OSTERYOUNG/NEWMAN (1993):** Osteryoung, J. S./Newman, D.: What is a Small Business?, The Journal of Small Business Finance, 2. Jg. (1993/94), S. 219 – 231.

**PALEPU/HEALY/BERNARD (2000):** Business analysis and Valuation, 2. Auflage, South-Western College Publishing, Manson, OH, 2000.

**PANKOKE (2002):** Pankoke, R.: Mitarbeiterkapitalbeteiligung bei mittelständischen Unternehmen – Analyse von Risiko und Ertrag für Unternehmen und beteiligte Mitarbeiter, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden, 2002,

**PATEL/DALLAS (2002):** Patel, S.A./Dallas, G.S., Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Results – United States, Working Paper, October 2002, <http://ssrn.com/abstract=422800>.

**PAVITT/ROBSON/TOWNSEND (1987):** Pavitt, K./Robson, M./Townsend, J.: The Size Distribution of Innovating Firms in the UK: 1945 - 1983, Journal of Industrial Economics, Vol. 45 (1987), S. 297 – 306.

**PEEMÖLLER/MEYER-PRIES (1995):** Peemöller, V. H./Meyer-Pries, L.: Unternehmensbewertung in Deutschland - Ergebnisse einer Umfrage bei dem steuerberatenden Berufsstand, Deutsches Steuerrecht, 33. Jg. (1995), S. 1202 – 1208.

**PENA (2002):** Pena, I.: Intellectual Capital – Does it Create or Destroy Value?, Measuring Business Excellence 8, No. 1, 2002, S. 62-68.

- PENROSE (1959):** Penrose, E. (1959): The Theory of the Growth of the Firm, New York, John Wiley.
- PEREIRA/ARMADA (2002):** Pereira, R.G./Armada, M.J.R.: Interrelated Investments within the Context of the Real options Framework: Discussion and Application of Generic Valuation Model to a Case on Mergers and Acquisitions, Moderna University of Porto – Departamento de Organizacao e Gestao de Empresas and University of Minho, Subgrupo Disciplinar de Finangas Empresariais, Working paper Series, May 2002.
- PFEIL (2003):** Pfeil, O.: The Valuation of Intellectual Capital, Working Paper, Universität St. Gallen. March 2003.
- PFOHL/KELLERWESSEL (1990):** Pfohl, H.-C./Kellerwessel, P.: Abgrenzung der Klein- und Mittelbetriebe von Grossbetrieben, in: Pfohl, H.-C. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre der Mittel- und Kleinbetriebe, 2. Auflage, Berlin 1990.
- PHILLIPS/FREEMAN/WICKS (2003):** Phillips, R./Freeman, E.R./Wicks, A.C.: What Stakeholder Theory is NOT, Business Ethics Quarterly, 13, 4, S. 479-502.
- PILTZ (1994):** Piltz, D. J.: Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Auflage, Düsseldorf 1994.
- PLEITNER/JAKL (2002):** Pleitner, H.J./Jakl, M.L.: Wertewandel bei Unternehmern – Schlagwort oder Realität? in Füglistaller, U./Pleitner H.J./Volery, T./Weber, W. (Hrsg.), Radical change in the world – will SMEs soar or crash? Papers presented to the 'Rencontres de St-Gall 2002', St.Gallen, KMU-HSG Verlag, S. 513 – 524.
- POLANYI (1985):** Polanyi, M.: Implizites Wissen, Suhrkamp, Frankfurt/M, 1985.
- PORTER (1992):** Porter, M.E (1992): Wettbewerbsstrategie, 7. Auflage, Campus Verlag, Frankfurt am Main/New York, 1992.
- PORTER (1999):** Porter, M.E.: Philanthropy's New Agenda: Creating Value, Havard Business Review, November/Dezember, 1999, S. 121-130.
- PRATT/REILLY/SCHWEIHS (1996):** Pratt, S.P./Reilly, R.F./Schweins, R.P.: Valuing a Business – The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, 3rd ed., Irwin, Chicago et al., 1996.
- PRESBER/STENGERT (2002):** Presber, R./Stengert, U.: Kreditrating: Eine Chance für mittelständische Unternehmen. Schaeffer-Poeschel, Stuttgart, 2002.

- PRITSCH/WEBER (2001):** Pritsch, G./Weber, J.: Die Bedeutung des Realoptionenansatzes aus Controlling-Sicht, in: Hommel, U./Scholich, M./Vollrath, R.: Realoptionen in der Unternehmenspraxis. Wert schaffen durch Flexibilität, Springer, 2001, S. 45 – 77.
- RAPP (1996):** Rapp, M. J.: Die funktionalistische Unternehmensverfassung in Familienunternehmen des verarbeitenden Gewerbes, Frankfurt/M. u.a., 1996.
- RAPPAPORT (1981):** Rappaport, A.: Selecting Strategies that Create Shareholder Value, Harvard Business Review 59 (May/June 1981), S. 139-149.
- RAPPAPORT (1986):** Rappaport, A.: Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance, Free Press, New York 1986.
- RAPPAPORT (1999):** Rappaport, A.: Shareholder Value, 2. Aufl., Aus dem Amerikanischen von Wolfgang Klien, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart, 1999.
- RASTOGI (2003):** Rastogi, P.N.: The Nature and the Role of IC: Rethinking in the process of Value Creation and Sustained Enterprise Growth, Journal of Intellectual Capital 4, No. 2, 2003, S. 227-248.
- REDLICH (1959):** Redlich, F.: Unternehmer, in: Handwörterbuch der Staatswissenschaften, hrsg. von Beckrath, E. v./Bente, H. et al., Tübingen 1959, Bd. 10.
- REHKUGLER (1989a):** Rehkugler, H.: Erfolgsfaktoren mittelständischer Unternehmen, Das Wirtschaftsstudium, 18. Jg. (1989).
- REHKUGLER (1989b):** Rehkugler, H.: Unternehmensgröße als Klassifikationsmerkmal in der Betriebswirtschaftslehre oder Brauchen wir eine "Betriebswirtschaftslehre mittelständischer Unternehmen"?, in: Kirsch, W./Picot, A. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre im Spannungsfeld zwischen Generalisierung und Spezialisierung: Edmund Heinen zum 70. Geburtstag, Wiesbaden 1989.
- RHYNE (1986):** Rhyne, L. C.: The Relationship of Strategic Planning to Financial Performance, Strategic Management Journal, Vol. 7 (1986), S. 423 – 431.
- RICHTER/HONOLD (2000):** Richter, F/Honold, D.: Das Schöne, das Unattraktive und das Hässliche an EVA & Co, in Finanzbetrieb 5, 2000, S. 267 – 271.
- RIPSAS (1998):** Ripsas, S.: Towards an Interdisciplinary Theory of Entrepreneurship, Small Business Economics, 10. Jg. (1998), S. 103 – 115.



**RISSEEUW/MASUREL (1994):** Risseeuw, P./Masurel, E.: The Role of Planning in Small Firms: Empirical Evidence from a Service Industry, *Small Business Economics*, 6. Jg. (1994), S. 313 – 322.

**RKW (1992):** Rationalisierungskuratorium der Deutschen Wirtschaft (RKW) e.V. Arbeitskreis Mittelstand: Unternehmensbewertung, 4. Auflage, Eschborn 1992.

**RÖSSL/KESSLER (2004):** Rössl, D./Kessler, A.: Value Creation by Innovation: How do SMEs Translate Potential Ideas into New Processes or Products, in: *Value Creation in Entrepreneurship and SMEs/Wertgenerierung durch Unternehmertum und KMU, Rencontres de St-Gall 2004*, Verlag KMU HSG, St. Gallen, 2004.

**ROTHWELL (1986):** Rothwell, R.: The Role of Small Firms in Technological Innovation, in: Curran, J./Stanworth, J./Watkins, D. (Eds.): *The Survival of the Small Firm*, Aldershot 1986.

**RUHNKA/YOUNG (1987):** Ruhnka, J./ Young, J.: A Venture Capital Model of the Development Process for New Ventures, *Journal of Business Venturing* (1987), 2, 2, 167-84.

**SAMIS/LAUGHTON/POULIN (2003):** Samis, M./Laughton, D./Poulin, R. : Risk Discounting, The Fundamental Difference between the Real Option and Discounted Cash Flow Valuation Methods, KMC Working Paper 2003-1.

**SCHAPER (2004):** Schaper, M.: The "One in Twenty" Rule: Some Thoughts on the Fundamental Distribution of Firms, in: *Value Creation in Entrepreneurship and SMEs/Wertgenerierung durch Unternehmertum und KMU, Rencontres de St-Gall 2004*, Verlag KMU HSG, St. Gallen, 2004.

**SCHILT (1982):** Schilt, J.H.: A Rational Approach to Capitalization Rates for Discounting the Future Income Stream of Closely Held Companies, *The Financial Planner*, January 1982, S. 115 – 125.

**SCHMIDT (1984):** Schmidt, R.: Die Bedeutung von Unteilbarkeiten für mittelständische Unternehmen, in: Albach, H./Held, T.: *Betriebswirtschaftslehre mittelständischer Unternehmen*, Stuttgart 1984, S. 182 – 196.

**SCHMIDT (1996):** Schmidt, A. G.: Der überproportionale Beitrag kleiner und mittlerer Unternehmen zur Beschäftigungsdynamik: Realität oder Fehlinterpretation von Statistiken?, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 66. Jg. (1996), S. 537 – 557.

**SCHMIDT (2004):** Schmidt, K.-H.: "Value Creation" by Allocation of Resources in SMEs under Different Conditions of Economic Development, in: Value Creation in Entrepreneurship and SMEs/Wertgenerierung durch Unternehmertum und KMU, Rencontres de St-Gall 2004, Verlag KMU HSG, St. Gallen, 2004.

**SCHREYER (1996):** Schreyer, P.: SMEs and Employment Creation: Overview of Selected Quantitative Studies in OECD Member Countries, OECD, STI Working Papers 1996/4, Paris 1996.

**SCHUBERT/BARENBAUM (1991):** Schubert, W./ Barenbaum, L.: Control Premiums and the Value of Closely-Held Firm, Journal of Small Business Finance, 1, no. 2 (1991), 155-59.

**SCHUMPETER (1934):** Schumpeter, J.: The Theory of Economic Development, Harvard University press, Cambridge, MA, 1934.

**SCHWARTZ (2004):** Schwartz, E.: Patents und R&D as Real Options, Economic Notes, Vol.33, No.1, February, 2004, S. 23-54.

**SCHWARTZ/ZOZAYA-GOROSTIZA (2004):** Schwartz, E./Zozaya-Gorostiza, C.: Valuation of Information technology Investments as Real Options, University of California, los angeles – Finance Area and Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM), Working Paper Series, November 2000.

**SCHWETZLER (1996):** Schwetzler, B.: Zinsänderungsrisiko und Unternehmensbewertung: Das Basiszinsfuß-Problem bei der Ertragswertermittlung, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 66. Jg. (1996), S. 1081 – 1101.

**SENGE (2000):** Senge, P.: The puzzles and paradoxes of how living companies create wealth: why single-valued objective functions are not quite enough, in Beer, M./Nohria, N. (Hrsg.), Breaking the Code of Change, Boston MA: Harvard Business School Press, 2000, Kapitel 2.

**SEWING (1993):** Sewing, P.: Kauf von kleinen und mittleren Unternehmen durch aktive Privatinvestoren, Baden-Baden 1992.

**SHARPE (1993):** Sharpe, W.F.: Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, Journal of Finance, 19, 1993, 425-442.

**SIEGERT (1999):** Siegert, T.: Humankapital: Erfolgsmessung und Partizipation, in Bühler, W./Siegert, T. (Hrsg.): Unternehmenssteuerung und Anreizsysteme, Stuttgart, 1999.

- SIMON (1990):** Simon, H.: Hidden Champions, ZfB, 60. Jg. (1990), S. 875 – 890.
- SKANDIA (1998):** Skandia (Hrsg.): Human Capital in Transformation, Intellectual Prototype Report, 1998.
- SMIT/VAN DEN BERG/DE MAESENEIRE (2004):** Smit, H./van den Berg, W.A./de Maeseneire, W.: Acquisitions as a Real Option Bidding Game, Erasmus University Rotterdam, Rotterdam School of Economics, Working Paper Series, July, 2004.
- SMITH/THOMPSON (2004):** Smith, J.L./Thompson, R.: Managing a portfolio of Real Options: Sequential Exploration of Dependent Prospects, Sedwin L. Cox School of business and Southern Methodist University, Working Paper Series, May, 2004.
- SPENCE/RUTHERFOORD (2002):** Spence, L.J./Rutherford, R.: Soziale Verantwortung, Gewinnmaximierung und der Inhaber-Manager einer Kleinunternehmung, IGA-Zeitschrift für Klein- und Mittelunternehmen (Internationales Gewerbearchiv), 2002, S.17-34.
- SPREMANN (1996):** Spremann, K.: Wirtschaft, Investition und Finanzierung, 5. Aufl., München/Wien: Oldenbourg, 1996.
- SPREMANN (2002):** Spremann, K.: Finanzanalyse und Unternehmensbewertung, Oldenbourg, München/Wien, 2002.
- SPREMANN/PFEIL/WECKBACH (2001):** Spremann, K./Pfeil, O.P./Weckbach, S.: Lexikon Value-Management, Oldenbourg, München, 2001.
- STELTER/XHONNEUX (2002):** Stelter, D./Xhonneux, P.: BCG Value Creators Report 2002: Succeed in Uncertain Times – a Global Study of how Today’s Top Corporations Can Generate Value Tomorrow, December 2002. Am 27.11.2003 abrufbar unter [http://www.bcg.com/publications/files/Value\\_Creators\\_2002\\_Rpt\\_Dec02.pdf](http://www.bcg.com/publications/files/Value_Creators_2002_Rpt_Dec02.pdf).
- STELTER/XHONNEUX (2003):** Stelter, D./Xhonneux, P.: BCG Value Creators Report 2003: Back to Fundamentals, December 2003. Am 27.11.2003 abrufbar unter [http://www.bcg.com/publications/files/Value\\_Creators\\_2003\\_Rpt\\_Dec03.pdf](http://www.bcg.com/publications/files/Value_Creators_2003_Rpt_Dec03.pdf).
- STEWART (1991):** Stewart, G.B.: The Quest for Value, Harper, New York 1991.
- STEWART (1994a):** Stewart, G.B.: Fact and Fantasy, Journal of Applied Corporate Finance 7 (Summer 1994) 2, S. 28-33.
- STEWART (1994b):** Stewart, T.A.: Your Company’s Most Valuable Asset: Intellectual Capital, Fortune, Oktober 1994, S. 28-33.

**STIGLITZ/WEISS (1981):** Stiglitz, J.E./Weiss, A: Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, American Economic Review (71), Nr. 3, 1981, S. 393 – 410.

**STOREY (1994):** Storey, D. J.: Understanding the Small Business Sector, London u.a. 1994.

**STRACK/VILLIS (2001):** Strack, R./Villis, U.: RAVE™: Die nächste Generation im Shareholder Value Management, Zeitschrift für Betriebswirtschaft (ZfB), 71. Jg. (2001), H.1, 67-84.

**STRACK/VILLIS (2002):** Strack, R./Villis, U.: RAVE™: Integrated Value Management for Customer, Human, Supplier and Invested Capital, European Management Journal (20), Nr. 2, 2002, S. 147-158.

**SUHL (2004):** Suhl, U.H.: Grundlagen der Wirtschaftsinformatik – Foliensatz zur Vorlesung Wirtschaftsinformatik im Grundstudium SS04 Version 6.01, Freie Universität Berlin, Fachbereich Wirtschaftswissenschaft, Lehrstuhl für Wirtschaftsinformatik.

**SVEIBY (1998):** Sveiby, K.-E.: Wissenskapital – das unentdeckte Vermögen: Immaterielle Vermögenswerte aufspüren, messen und steigern, moderne industrie, Landsberg/Lech, 1998.

**SZERB/ULBERT (2004):** Szerb, L./Ulbert, J.: An empirical Analysis of the Value Creation of Hungarian Small and Medium Size Businesses, in: Value Creation in Entrepreneurship and SMEs/Wertgenerierung durch Unternehmertum und KMU, Rencontres de St-Gall 2004, Verlag KMU HSG, St. Gallen, 2004.

**THE ECONOMIST (2004):** o.V. (2004): Signifying nothing? The Economist vom 31.01.2004, abgerufen am 08.03.04. unter [http://www.economist.com/displaystory.cfm?story\\_id=2384590](http://www.economist.com/displaystory.cfm?story_id=2384590).

**THEN BERGH (1985):** Then Bergh, W.: Sonderheiten der Preisfindung für Kleinunternehmen und freiberufliche Praxen – Konzeption zur praktischen Durchführung, Die Wirtschaftsprüfung, 38. Jg. (1985), S. 171-174.

**THURIK (1996):** Thurik, R.: Small Firms, Entrepreneurship and Economic Growth, in: Admiraal, P. H. (Ed.): Small Business in the Modern Economy, Oxford 1996, S. 126 – 152.

**TREYNOR (1993):** Treynor, J.L.: The Value of Control, Financial Analysts Journal, July-August 1993, 6-9.

**TRIGEORGIS (1996):** Trigeorgis, L.: Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation, MIT Press, 1996.

**TULLER (1994):** Tuller, L.W.: The Small Business Valuation Book, Easy-to-use Techniques for determining fair price, resolving disputes, and minimizing taxes, Holbrook 1994.

**ULRICH (1998):** Ulrich, P.: Integrative Unternehmensethik – Grundlage einer lebensdienlichen Ökonomie, 2. Auflage, Verlag Paul Haupt, Bern, 1998.

**ZANGER/HAULER/WENISCH (2004):** Zanger, C./Hauler, D./Wenisch, M.: Marktkennntnis als Schlüsselgröße zur Erschließung von Marktpotentialen in Osteuropa am Beispiel deutscher KMU der Nahrungs- und Genussmittelindustrie, in: Value Creation in Entrepreneurship and SMEs/Wertgenerierung durch Unternehmertum und KMU, Rencontres de St-Gall 2004, Verlag KMU HSG, St. Gallen, 2004.

**VOLERY (2002):** Volery, T.: Ecopreneurship: Rationale, current issues and future challenges, in Füglistaller, U./Pleitner H.J./Volery, Th./Weber, W. (Hrsg.), Radical change in the world – will SMEs soar or crash? Papers presented to the 'Rencontres de St-Gall 2002', St.Gallen, KMU-HSG Verlag, S. 541 – 554.

**VOLERY (2004):** Volery, T.: Bridging the Supply and Demand Side: Toward a General Model of Value Creation in Entrepreneurship, in: Value Creation in Entrepreneurship and SMEs/Wertgenerierung durch Unternehmertum und KMU, Rencontres de St-Gall 2004, Verlag KMU HSG, St. Gallen, 2004.

**VOLLRATH (2001):** Vollrath, R: Die Berücksichtigung von handlungsflexibilität bei Investitionsentscheidungen – eine empirische Untersuchung, in: Hommel, U./Scholich, M./Vollrath, R. : Realoptionen in der Unternehmenspraxis. Wert schaffen durch Flexibilität, Springer, 2001, S. 45 – 77.

**VON FABER-CASTELL/STEINMANN (1983):** von Faber-Castell, A./Steinmann, H.: Probleme strategischer Unternehmensführung in einem Mittelbetrieb - Ein Erfahrungsbericht, ZfB, 53. Jg. (1983), S. 1066 – 1075.

**VON SCHULTZENDORFF (1984):** von Schultzendorff, D.: Fremdmanager in Familienunternehmen, Konstanz 1984.

**WALLACE (1999):** Wallace, S.L.: Social Entrepreneurship: The Role of Social Purpose Enterprises in Facilitating Community Economic Development, Journal of Development Entrepreneurship 4(2), S. 153-174.

**WEBER-HENSCHEL (2002):** Weber-Henschel, N.: Wertvorteile durch Finanzkommunikation und ihr Einfluss auf die Unternehmenswertentwicklung, Dissertation Nr. 2697 an der Universität St. Gallen, difo-Druck Bamberg, 2002.

**WERNERFELT (1984):** Wernerfelt, B. (1984): A Resource Based View of the Firm, Strategic Management Journal, 5, S. 171-180.

**WHETTEN (1989):** Whetten, D.A.: What Constitutes a Theoretical Contribution? Academy of Management Review, 1989, Vol. 14, No. 4, 490 – 495.

**WILLIAMS (1938):** Williams, J.: The Theory of Investment Value, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1938.

**WORTMANN (2001):** Wortmann, A. (2001): Shareholder Value in mittelständischen Wachstumsunternehmen, Deutscher Universitätsverlag, Wiesbaden, 2001.

**WORTMANN (1987):** Wortmann jr., M. S.: Entrepreneurship: An Integrating Typology and Evaluation of the Empirical Research in the Field, Journal of Management, Vol. 13 (1987), S. 259 – 279.

**WOSSIDLO (1990):** Wossidlo, P. R.: Finanzierung, in: Pfohl, H.-C. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre der Mittel- und Kleinbetriebe, 2. Auflage, Berlin 1990.

**ZEHNER (1981):** Zehner, K.: Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung - Zur Fehlinterpretation neuer höchstrichterlicher Entscheidungen, Der Betrieb, 33. Jg. (1981), S. 2109 - 2117.

**ZEITEL (1990):** Zeitel, G.: Volkswirtschaftliche Bedeutung von Klein- und Mittelbetrieben, in: Pfohl, H.-C. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre der Mittel- und Kleinbetriebe, 2. Auflage, Berlin 1990.

**ZIMMERER (1988):** Zimmerer, C.: Ertragswertgutachten - Eine Polemik, DBW, 48. Jg. (1988), S. 417 – 420.

**ZIMMERMANN (2001):** Vgl. Zimmermann, C.: Controlling in international tätigen mittelständischen Unternehmen: Einführung – Gestaltung – Performance, Gabler, Wiesbaden, 2001.

#### **Internetadressen:**

**[www.actetsme.org](http://www.actetsme.org):** APEC (Asia-Pacific Economic Co-operation) Center for Technology Exchange and Training for Small and Medium Enterprises.

# Lebenslauf

## Persönlich

Geboren am 15. Dezember 1975 in München, verheiratet, zwei Kinder

## Ausbildung

**Universität St. Gallen**, Schweiz 2003-  
Doktorandenstudium "Banking & Corporate Finance", 2004  
Ausarbeitung Dissertation

**Universität St. Gallen**, Schweiz 1995-  
Studium der Volkswirtschaftslehre, Vertiefung "Finanzen und 1999  
Kapitalmärkte" mit Studienaufenthalten an der **HEC Paris** (Frankreich)  
und der **Staatlichen Universität St. Petersburg** (Russland)

**Schule Schloss Salem**, Deutschland  
Abitur

## Arbeitspraxis

**UBS AG**, Global Wealth Management and Business Banking, Zürich Seit  
Stab des Bereichsvorstands "Products and Services", 2005

**The Boston Consulting Group GmbH**, Berlin 2001-  
Unternehmensberater 2004

**Jamba AG** und **datango AG**, Berlin 1999-  
Business Development 2001

Diverse studienbegleitende Praktika im Investment Banking, in der 1996-  
Unternehmensberatung und in der Industrie in England, Deutschland 1999  
und Südafrika