

# **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

# 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 Dividendendiskontierungsmodelle.....                             | 20       |
| 2.2.2.2 Ertragswertverfahren.....                                        | 20       |
| 2.2.2.3 DCF-Verfahren.....                                               | 21       |
| 2.2.2.4 EVA-Diskontierung.....                                           | 23       |
| 2.2.3 Marktwertorientierte Verfahren .....                               | 24       |

|          |                                                                               |           |
|----------|-------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 2.2.4    | Realoptionenbasierte 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<br>MVA .....  | 39        |
| 2.3.4    | Der Ansatz von The Boston Consulting Group: CVA und TSR .....                 | 40        |
| 2.3.5    | Wertmanagement mittels Realoptionen.....                                      | 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 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 Personalkosten.....                                                            | 143        |
| 6.2.1.2 Sachkosten.....                                                                | 144        |
| 6.2.2 Laufende Mehrkosten .....                                                        | 146        |
| 6.2.2.1 Personalkosten.....                                                            | 146        |
| 6.2.2.2 Sachkosten.....                                                                | 147        |
| 6.3 Nutzensteigerung .....                                                             | 148        |
| 6.3.1 Ressourceneffizienz .....                                                        | 151        |
| 6.3.1.1 Kunden .....                                                                   | 151        |
| 6.3.1.2 Mitarbeiter .....                                                              | 151        |
| 6.3.1.3 Zulieferer und deren Produkte.....                                             | 152        |
| 6.3.2 Senkung der Kapitalkosten .....                                                  | 152        |
| 6.3.2.1 Unsicherheit und Transparenz.....                                              | 153        |
| 6.3.2.2 Zinsansprüche Fremdkapitalgeber .....                                          | 153        |
| 6.3.2.3 Renditeforderungen Eigenkapitalgeber.....                                      | 154        |
| 6.3.2.4 Anforderungen an Managementansatz .....                                        | 154        |

|                                                                                                 |            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 6.3.2.5 Quantifizierung des Nutzens .....                                                       | 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 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 Empirische Erkenntnisse.....                                                            | 168        |
| 7.1.1.2 Theoretische Argumentation.....                                                         | 171        |
| 7.1.2 Unternehmenswert als geeigneter Bezugsrahmen .....                                        | 175        |
| 7.1.2.1 Orientierung am Unternehmenswert .....                                                  | 175        |
| 7.1.2.2 Wertmanagementalternativen in mittelständischen Unternehmen.....                        | 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 Abgrenzung von betriebsnotwendigem und privatem Vermögen .....                          | 186        |
| 7.2.1.2 Berücksichtigung eines kalkulatorischen Unternehmerlohns.....                           | 187        |
| 7.2.1.3 Berücksichtigung von Investitionen, Abzugskapital und Einkommenssteuer .....            | 188        |
| 7.2.2 Hinweise für die Berechnung des Restwerts .....                                           | 190        |
| 7.2.2.1 Fortführung des Unternehmens wie im Planungszeitraum: DCF-Methode .....                 | 190        |
| 7.2.2.2 Verkauf des Unternehmens: Multiples.....                                                | 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   | <b>Hinweise für die Berechnung der Kapitalkosten</b> .....                                                            | 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     | <b>Eigentümerwertorientierung durch quantitatives Management<br/>erfolgskritischer Ressourcen</b> .....               | 210 |
| 7.3.1   | <b>Vom modifizierten DCF-Wert zur wertorientierten<br/>Unternehmenssteuerung</b> .....                                | 211 |
| 7.3.2   | <b>Externes Kapital als zentraler Erfolgsfaktor (das "klassische",<br/>kapitalbasierte Übergewinnverfahren)</b> ..... | 214 |
| 7.3.3   | <b>Die Kunden als zentraler Erfolgsfaktor</b> .....                                                                   | 217 |
| 7.3.4   | <b>Die Mitarbeiter als zentraler Erfolgsfaktor</b> .....                                                              | 223 |
| 7.3.5   | <b>Die Lieferanten und ihre Produkte als zentrale Erfolgsfaktoren</b> .....                                           | 229 |
| 7.3.6   | <b>Kernvermögen als zentraler Erfolgsfaktor</b> .....                                                                 | 233 |
| 7.3.7   | <b>Verallgemeinerung des Ansatzes auf die erfolgskritische Ressource X237</b>                                         |     |
| 7.4     | <b>Entscheidungshilfe für die Verwendung des Wertmanagementansatzes</b> .....                                         | 238 |
| 7.4.1   | <b>Die Wertmanagementmatrix für mittelständische Unternehmen</b> .....                                                | 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   | <b>Zusammenfassung Zuordnungskriterien für die<br/>Wertmanagement-Matrix</b> .....                                    | 243 |
| 7.4.2.1 | <i>Zuordnungshilfe normative Ebene</i> .....                                                                          | 243 |

|                                                   |            |
|---------------------------------------------------|------------|
| 7.4.2.2 Zuordnungshilfe instrumentale Ebene ..... | 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> |