

Wertmanagement in grossen Familienunternehmen

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

vorgelegt von

Alexander E. Wenzel

aus

Deutschland

Genehmigt auf Antrag der Herren

Prof. Dr. Peter Leibfried

und

Prof. Dr. Dirk Schäfer

Dissertation Nr. 4317

D-Druck Spescha, St. Gallen 2014

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

St. Gallen, den 19. Mai 2014

Der Rektor:

Prof. Dr. Thomas Bieger

Vorwort

Am Ende einer durchaus intensiven Dissertationsphase möchte ich die Gelegenheit nutzen den wesentlichen Anspruchsgruppen für ihre Hilfe während dieser Zeit zu danken. Ohne deren Unterstützung wäre diese Dissertation nicht möglich gewesen.

Zu allererst gilt mein tiefer Dank den Referenten Prof. Dr. Peter Leibfried und Prof. Dr. Dirk Schäfer, die diese Arbeit jederzeit unterstützt haben und geholfen haben sie durch die notwendige wissenschaftliche Freiheit, kritische Fragen zum Aufbau/Erkenntnisbeitrag sowie methodische Anregungen zu verbessern. Prof. Dr. Torsten Schmid möchte ich für die wertvollen Hinweise zur qualitativen Forschung danken.

Mein mindestens gleichwertiger Dank gilt den Gesprächspartnern, die sich bereit erklärt haben an der empirischen Studie teilzunehmen. Trotz voller Terminkalender und einer für Familienunternehmen kritischen Fragestellung haben sie sich die Zeit genommen, offen Einblick in die Ausgestaltung der finanziellen Unternehmensführung der grössten Familienunternehmen in Deutschland zu geben.

Schliesslich gilt mein Dank meiner Familie und meinen Freunden, die das Gelingen dieser Arbeit durch Zurverfügungstellung der notwendigen Infrastruktur, inhaltliche Anregungen und moralische Unterstützung möglich gemacht haben. Dazu zu zählen sind Susanne Muhr, Dr. Gilbert Wenzel, Dr. Thomas Muhr, Dr. Rudolf Muhr, Constantin Wenzel, Katharina Wenzel, Alana-Louisa Schmider, Dr. Christian Golsner, Dr. Daniel Häuptli und Lennard Leverkus.

Düsseldorf, Mai 2014

Alexander E. Wenzel

Executive Summary

Increasing shareholder value has become one of the most important objectives for publicly listed firms worldwide. Consequently, Value Based Management (VBM) has gained importance for the management of these firms. Starting in the United States in the 1980ies, this development set forth in German DAX-corporations from the 1990ies onwards. From an academic point of view it is thus far unclear though to what extent these firms actually implement VBM, which factors lead to an introduction of VBM and if the implementation of VBM leads to an increase in value. Additionally, until now privately held family firms have almost completely been neglected in this discussion. This applies to both a conceptual point of view (usefulness of VBM) and an empirical perspective (implementation of VBM). This research gap is startling given the economic significance of these firms. From a practical viewpoint the topic is of high relevance since family firms are required to improve their (financial) management practices to secure sustainable performance and long term survival.

The empirical study is based on a cross-sectional field study comprising 20 of the largest 153 family firms in Germany. The results show that only very few of these firms implement VBM systematically. Neither is value creation an important goal, nor are value based Performance Management Systems introduced consistently. The central influencing factors of VBM implementation are found within the respective firms. The firms' leadership – especially the entrepreneur himself – is pushing the implementation of VBM in reaction to or in anticipation of changes in the firm's internal context. Such changes include, for example, the employment of an external management team, an increase in decentralisation and firm size, and an increase in capital intensity. External factors are less relevant to explain an initial adoption of VBM but severely constrain management's course of action to realise value creating strategies. The results also show that a (partial) implementation of VBM can lead to a reduction of the capital intensity and thus to an increase in firm value.

Zusammenfassung

Die Steigerung des Unternehmenswertes ist für börsennotierte Grossunternehmen weltweit zu einem der wichtigsten Unternehmensziele avanciert. Folglich hat auch die Bedeutung einer wertorientierten Unternehmensführung zugenommen. Beginnend in den 1980er-Jahren in den Vereinigten Staaten, hat sich diese Entwicklung seit Mitte der 1990er-Jahre auch in deutschen DAX-Konzernen durchgesetzt. Aus akademischer Sicht ist aber bisher unklar, inwieweit diese Unternehmen tatsächlich eine wertorientierte Unternehmensführung (Wertmanagement) implementieren, welche Faktoren eine solche Einführung bedingen und, ob die Implementierung von Wertmanagement (WM) zu einer Wertsteigerung führt. Bisher wurden zusätzlich privat gehaltene Familienunternehmen fast vollständig vernachlässigt – sowohl im Hinblick auf eine konzeptionelle Diskussion der Sinnhaftigkeit von WM als auch aus empirischer Sicht hinsichtlich der Implementierung von WM. Diese Forschungslücke erstaunt gegeben der volkswirtschaftlichen Bedeutung dieser Unternehmen. Ausserdem ist diese Thematik aus praktischer Sicht von hoher Relevanz, da Familienunternehmen ihre Unternehmensführung professionalisieren müssen, um ihren nachhaltigen Fortbestand sicherzustellen.

Die empirische Studie basiert auf einer Querschnittsfeldstudie an welcher 20 der 153 grössten Familienunternehmen in Deutschland teilnahmen. Die Resultate zeigen, dass nur die wenigsten dieser Unternehmen heute ein systematisches WM eingeführt haben. Weder ist die Wertsteigerung eine zentrale Zielsetzung noch werden wertorientierte *Performance Management*-Systeme konsistent eingeführt. Die zentralen Einflussfaktoren der Implementierung von WM sind innerhalb der Unternehmen zu finden. Die oberste Unternehmensführung – insbesondere der Unternehmer selbst – forciert die Implementierung in Reaktion auf bzw. Antizipation von Veränderungen des internen Unternehmenskontextes. Zu diesen Veränderungen gehören bspw. die Beschäftigung einer externen Geschäftsleitung, eine zunehmende Dezentralisierung und Grösse des Unternehmens oder ein Anstieg der Kapitalbindung. Externe Faktoren sind weniger relevant, um eine anfängliche Implementierung von WM zu erklären, aber schränken die Handlungsoptionen des Managements ein, wertsteigernde Entscheidungen zu realisieren. Es finden sich schliesslich Anhaltspunkte, dass eine (teilweise) Implementierung von WM zu einer Reduktion der Kapitalintensität und somit Steigerung des Unternehmenswertes führen kann.

Inhaltsübersicht

Inhaltsübersicht.....	IV
Inhaltsverzeichnis	VI
Abkürzungsverzeichnis	XIII
Abbildungsverzeichnis.....	XV
Tabellenverzeichnis.....	XVII
Formale Hinweise.....	XVIII
1. Einleitung	1
1.1. Problemstellung	1
1.2. Forschungslücke und Forschungsfragen.....	4
1.3. Relevanz des Forschungsvorhabens	10
1.4. Wissenschaftstheoretische Positionierung und Zielsetzung der Studie.....	12
1.5. Gang der Untersuchung	17
2. Theoretische Hintergründe Wertmanagement	21
2.1. Definition und Begriffspräzisierung	21
2.2. Unternehmenswert als Zielgrösse des strategischen Managements	24
2.3. Organisatorische Verankerung des Wertsteigerungsziels: Wertmanagement	32
2.4. Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement.....	39
2.5. Forschungsrichtungen und Positionierung dieser Studie.....	44
3. Untersuchungsgegenstand grosse Familienunternehmen	46
3.1. Definitionen	46
3.2. Bedeutung von Familienunternehmen aus volkswirtschaftlicher Sicht.....	50
3.3. Besonderheiten grosser Familienunternehmen	51
3.4. Relevanz von Wertmanagement im Kontext grosser Familienunternehmen ..	54
3.5. Empirische Arbeiten zum Wertmanagement in Familienunternehmen.....	62
4. Konzeptioneller Bezugsrahmen für die empirische Untersuchung.....	70
4.1. Implementierung von Wertmanagement.....	71
4.2. Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement.....	83
5. Forschungsmethodik	91
5.1. Forschungsdesign.....	91
5.2. Datenerhebung	96
5.3. Datenanalyse	106
5.4. Gütekriterien und Limitationen.....	112

6. Empirische Studie zum Wertmanagement in grossen Familienunternehmen	114
6.1. Beschreibung der Studiendurchführung	114
6.2. Relevanz der Thematik für die Studienteilnehmer	119
6.3. Implementierung von Wertmanagement.....	123
6.4. Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement.....	174
6.5. Auswirkungen der Implementierung von Wertmanagement auf den Unternehmenswert	221
7. Kritische Würdigung und Ausblick.....	225
7.1. Schlussfolgerungen	225
7.2. Diskussion des Erkenntnisbeitrags der empirischen Studie	228
7.3. Implikationen für die Unternehmenspraxis	232
7.4. Ausblick und zukünftiger Forschungsbedarf.....	239
Literaturverzeichnis	241
Anhang	263

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht.....	IV
Inhaltsverzeichnis	VI
Abkürzungsverzeichnis	XIII
Abbildungsverzeichnis.....	XV
Tabellenverzeichnis.....	XVII
Formale Hinweise.....	XVIII
1. Einleitung	1
1.1. Problemstellung	1
1.2. Forschungslücke und Forschungsfragen.....	4
1.2.1. Blickwinkel der empirischen Wertmanagement-Forschung.....	4
1.2.2. Perspektive der Forschung zu Familienunternehmen	5
1.2.3. Ableitung der Forschungsfragen dieser Studie	7
1.3. Relevanz des Forschungsvorhabens	10
1.4. Wissenschaftstheoretische Positionierung und Zielsetzung der Studie.....	12
1.4.1. Beitrag zur empirischen Wertmanagement-Forschung.....	13
1.4.2. Beitrag für die Unternehmenspraxis.....	15
1.5. Gang der Untersuchung	17
2. Theoretische Hintergründe Wertmanagement	21
2.1. Definition und Begriffspräzisierung	21
2.2. Unternehmenswert als Zielgrösse des strategischen Managements	24
2.2.1. Entwicklung und Treiber der Bedeutung des Wertsteigerungsziels	24
2.2.1.1. Kapitalmarkt zur Unternehmensfinanzierung	24
2.2.1.2. Trennung von Eigentum und Unternehmensleitung.....	25
2.2.1.3. Mängel traditioneller Kennzahlen	25
2.2.2. Zentrale Implikationen der Wertorientierung für die Unternehmensführung	27
2.2.2.1. Verankerung im unternehmerischen Zielsystem	27
2.2.2.2. Berücksichtigung von Anspruchsgruppen des Unternehmens	28
2.2.3. Verfahren zur Bestimmung des Unternehmenswertes	29
2.2.4. Konzepte zur Steuerung der Wertsteigerung.....	30
2.3. Organisatorische Verankerung des Wertsteigerungsziels: Wertmanagement	32
2.3.1. Teilaspekte von Wertmanagement in der normativen Literatur.....	33

2.3.2. Operationalisierung der Implementierung von Wertmanagement in empirischen Studien	35
2.3.2.1. Rahmenkonzept von Ittner und Larcker (2001)	36
2.3.2.2. Bezugsrahmen von Malmi und Ikäheimo (2003)	37
2.4. Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement	39
2.4.1. Fragmentierte Ausgangspunkte in bestehender Literatur	39
2.4.2. Kontingenztheorie als Erklärungsansatz	40
2.4.2.1. Bedeutung in der empirischen Wertmanagement-Forschung	40
2.4.2.2. Grundüberlegung der Kontingenztheorie	41
2.5. Forschungsrichtungen und Positionierung dieser Studie	44
3. Untersuchungsgegenstand grosse Familienunternehmen	46
3.1. Definitionen	46
3.1.1. Essence Approach	46
3.1.2. Components of Involvement Approach	47
3.1.3. Definition in dieser Studie	49
3.2. Bedeutung von Familienunternehmen aus volkswirtschaftlicher Sicht	50
3.3. Besonderheiten grosser Familienunternehmen	51
3.3.1. Zielsystem und Zeithorizont	52
3.3.2. Drei-Kreise-Modell	53
3.4. Relevanz von Wertmanagement im Kontext grosser Familienunternehmen ..	54
3.4.1. Finanzwirtschaftliche Perspektive	54
3.4.1.1. Messung der ökonomischen Leistungsfähigkeit	54
3.4.1.2. Erhalt und Ausbau des Familienvermögens	55
3.4.1.3. Erzielung einer attraktiven Verzinsung des eingesetzten Kapitals	56
3.4.1.4. Beibehaltung finanzieller Unabhängigkeit	56
3.4.2. Motive zur Implementierung innerhalb grosser Familienunternehmen	57
3.4.2.1. Agency-Problematik und Anforderungen an Corporate Governance	57
3.4.2.1.1. Erweiterung des Gesellschafterkreises	57
3.4.2.1.2. Unternehmensgrösse und Dezentralisierung	57
3.4.2.2. Reduktion komplexer Zielsysteme und Leistungsmessung	58
3.4.3. Externe Rahmenbedingungen grosser Familienunternehmen	59
3.4.3.1. Finanzierung am Kapitalmarkt	59
3.4.3.2. Wertoptimierung im Fall der Unternehmensnachfolge	60

3.5. Empirische Arbeiten zum Wertmanagement.....	62
3.5.1. Überblick ausgewählter empirischer Studien.....	63
3.5.2. Kritische Bewertung der historischen Studien	66
3.5.2.1. Unternehmensgrösse.....	66
3.5.2.2. Ganzheitliche und vertiefte Untersuchung von Wertmanagement.....	66
3.5.2.3. Vergleichbarkeit der Studien	67
3.5.2.4. Detailgrad der Erkenntnisse.....	67
3.5.2.5. Ableitung der Forschungslücke	68
4. Konzeptioneller Bezugsrahmen für die empirische Untersuchung.....	70
4.1. Implementierung von Wertmanagement.....	71
4.1.1. Unternehmensziele und strategische Ausrichtung	73
4.1.2. Zielsetzung	75
4.1.3. Leistungsmessung.....	76
4.1.3.1. Kennzahlen zur Leistungsmessung	76
4.1.3.2. Investitionsrechnung.....	77
4.1.3.3. Balanced Scorecard	77
4.1.4. Vergütung.....	78
4.1.5. Entscheidungen des Managements.....	79
4.1.5.1. Strategische Entscheidungen	80
4.1.5.2. Operative Entscheidungen.....	80
4.2. Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement.....	83
4.2.1. Interne Einflussfaktoren	84
4.2.1.1. Familieneinfluss und Unternehmensgrösse	84
4.2.1.2. Generation der Eigentümerfamilie	85
4.2.1.3. Unterstützung durch das Top-Management	85
4.2.1.4. Eigenschaften des Top-Managements	86
4.2.1.5. Unternehmenserfolg und Kapitalintensität.....	87
4.2.1.6. Stakeholder-Orientierung	87
4.2.2. Externe Einflussfaktoren	87
4.2.2.1. Internationalität.....	87
4.2.2.2. Präferenzen Eigentümerfamilie	88
4.2.2.3. Kapitalmarkt	88
5. Forschungsmethodik.....	91
5.1. Forschungsdesign.....	91

5.1.1. Begründung qualitativer Forschung	91
5.1.2. Ausgestaltung und Kategorisierung der Fallstudienforschung	92
5.1.3. Zielsetzung der Feldstudie.....	94
5.2. Datenerhebung	96
5.2.1. Grosse Familienunternehmen in Deutschland.....	96
5.2.2. Auswahl theoretisch relevanter Fallstudien	99
5.2.3. Festlegung der Anzahl zu untersuchender Familienunternehmen	101
5.2.4. Auswahl der Gesprächspartner.....	102
5.2.5. Bestimmung des Interviewtyps	103
5.2.6. Gestaltung des Interviewleitfadens	105
5.3. Datenanalyse	106
5.3.1. Reduktion des Datenmaterials.....	108
5.3.2. Darstellung der Resultate und Ableitung von Schlussfolgerungen.....	109
5.4. Gütekriterien und Limitationen.....	112
6. Empirische Studie zum Wertmanagement in grossen Familienunternehmen	114
6.1. Beschreibung der Studiendurchführung	114
6.1.1. Kontaktaufnahme mit Familienunternehmen und Fallauswahl	114
6.1.2. Angaben zu Gesprächspartnern und Datenerhebung	115
6.1.3. Übersicht der teilnehmenden Familienunternehmen.....	116
6.2. Relevanz der Thematik für die Studienteilnehmer	119
6.2.1. Kenntnis der konzeptionellen Grundlagen	119
6.2.2. Überblick des Implementierungsstands.....	119
6.2.3. Beschäftigung mit wertorientierter Unternehmensführung.....	121
6.3. Implementierung von Wertmanagement.....	123
6.3.1. Unternehmensziele und strategische Ausrichtung	123
6.3.1.1. Wichtigste Unternehmensziele	123
6.3.1.2. Operationalisierung der Unternehmensziele	130
6.3.1.3. Anspruchsgruppen des Unternehmens	131
6.3.2. Zielsetzung	134
6.3.2.1. Zieldimension	134
6.3.2.1.1. Finanzielle Kennzahlen.....	134
6.3.2.1.2. Nicht-finanzielle Kennzahlen	135
6.3.2.1.3. Zielwerte pro Kennzahl.....	136
6.3.2.1.4. Zeitperspektive zur Zielerreichung	137

6.3.2.2.	Deduktionsbasis	138
6.3.2.3.	Zielbildungsprozess	141
6.3.3.	Leistungsmessung.....	142
6.3.3.1.	Kennzahlen zur Leistungsmessung	142
6.3.3.1.1.	Ebene Unternehmensgruppe	142
6.3.3.1.2.	Teileinheiten des Unternehmens.....	145
6.3.3.2.	Investitionsrechnung.....	146
6.3.3.2.1.	Typ der Investitionsrechnung	146
6.3.3.2.2.	Anforderungen an die Mindestverzinsung.....	148
6.3.3.2.3.	Herleitung der Mindestverzinsungsanforderung.....	149
6.3.3.3.	Balanced Scorecard	150
6.3.3.3.1.	Ebene Unternehmensgruppe	150
6.3.3.3.2.	Teileinheiten des Unternehmens.....	151
6.3.4.	Vergütung.....	152
6.3.4.1.	Hierarchiestufen.....	152
6.3.4.2.1.	Objektive oder subjektive Bemessungsgrundlage	152
6.3.4.2.2.	Kennzahlen der BMG für das Top-Management.....	153
6.3.4.2.3.	Kennzahlen der BMG für niedrigere Hierarchieebenen	155
6.3.4.2.4.	Mechanismus zur Bestimmung der variablen Vergütung....	156
6.3.4.3.	Auszahlungsart und Höhe.....	157
6.3.4.3.1.	Zeitpunkt der Auszahlung.....	157
6.3.4.3.2.	Art der Auszahlung	158
6.3.4.3.3.	Höhe der variablen Vergütung.....	159
6.3.5.	Entscheidungen des Managements.....	160
6.3.5.1.	Strategische Entscheidungen	160
6.3.5.1.1.	Akquisitionen	160
6.3.5.1.2.	Unternehmenswachstum	163
6.3.5.1.3.	Investitionen.....	163
6.3.5.1.4.	Unternehmensverkäufe	164
6.3.5.1.5.	Kapitalallokation nach Geschäftsbereich.....	165
6.3.5.2.	Operative Entscheidungen.....	166
6.3.6.	Zusammenfassung der Erkenntnisse zum Stand der Implementierung von Wertmanagement.....	167
6.4.	Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement.....	174
6.4.1.	Interne Einflussfaktoren zunehmender Wertorientierung	174

6.4.1.1.	Unternehmensgrösse und Umsatzwachstum	174
6.4.1.2.	Veränderungen in der Führungsstruktur des Unternehmens	178
6.4.1.2.1.	Übergabe der Geschäftsleitung an externes Management ...	178
6.4.1.2.2.	Übergabe der Geschäftsführung an die nächste Generation	179
6.4.1.2.3.	Know-how-Transfer aus börsennotierten Grossunternehmen und Impulse durch Beschäftigung externen Managements .	180
6.4.1.3.	Mängel bestehender Kennzahlen zur Leistungsmessung und Vergütung des Managements	181
6.4.1.4.	Intensität der Kapitalbindung	182
6.4.1.5.	Unternehmensfinanzierung mit Anleihen	183
6.4.1.6.	Unternehmensführung als Treiber der Veränderung: Impulse durch	183
6.4.1.6.1.	... den Unternehmer	183
6.4.1.6.2.	... das Kontrollgremium	188
6.4.1.6.3.	... den CFO	190
6.4.1.7.	Unternehmenserfolg und Krisensituationen	193
6.4.1.8.	Unternehmerischer Führungsstil und niedriger Formalisierungsgrad	195
6.4.1.9.	Managementkapazitäten und Know-how zur Weiterentwicklung der finanziellen Führung	196
6.4.1.10.	Technische Probleme	197
6.4.1.11.	Komplexität wertorientierter Spitzenkennzahlen	199
6.4.1.12.	Unternehmenskultur und Bereitschaft zum Wandel	200
6.4.1.12.1.	Unternehmensziele und Selbstverständnis	200
6.4.1.12.2.	Bedeutung der Anspruchsgruppen	201
6.4.1.12.3.	Art und Intensität des Wandels	202
6.4.1.12.4.	Anspruchsniveau des Unternehmens	203
6.4.1.13.	Aktive Förderung des Implementierungsprozesses	204
6.4.1.13.1.	Schulung Management	204
6.4.1.13.2.	Vereinfachung wertorientierter Kennzahlen	205
6.4.1.13.3.	Erfahrung und nachhaltiges Engagement	205
6.4.2.	Externe Einflussfaktoren zunehmender Wertorientierung	207
6.4.2.1.	Berater, Wirtschaftsprüfer und Universitäten	207
6.4.2.2.	Besonderheiten Industrie und Geschäftsmodell	209

6.4.2.2.1. Saisonalität und Geschäftszyklen	209
6.4.2.2.2. Marktmacht Kunden und Lieferanten	209
6.4.2.2.3. Veränderungen der Marktdynamik und Anstieg der Konkurrenzintensität	211
6.4.2.3. Kapitalgeber	212
6.4.2.3.1. Fremdkapital: Banken und Kapitalmarkt	212
6.4.2.3.2. Eigenkapital: Eigentümerfamilie als Kapitalgeber	214
6.4.3. Zusammenfassung der Erkenntnisse in einem Framework zur Erklärung von Unterschieden in der Implementierung von Wertmanagement	216
6.5. Auswirkungen der Implementierung von Wertmanagement auf den Unternehmenswert	221
7. Kritische Würdigung und Ausblick	225
7.1. Schlussfolgerungen	225
7.2. Diskussion des Erkenntnisbeitrags der empirischen Studie	228
7.2.1. Stand der Implementierung von Wertmanagement	228
7.2.2. Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement	229
7.3. Implikationen für die Unternehmenspraxis	232
7.3.1. Gestaltungsempfehlungen für die Implementierung von Wertmanagement in grossen Familienunternehmen	232
7.3.1.1. Integration der Wertsteigerung in das Zielsystem von Familienunternehmen	233
7.3.1.2. Bestimmung wertorientierter Zielvorgaben	234
7.3.1.3. Auswahl eines wertorientierten Steuerungskonzeptes für Zielsetzung, Leistungsmessung und Vergütung	234
7.3.1.4. Bewusstsein über die Herausforderungen der Implementierung	235
7.3.2. Relevanz von Wertmanagement angesichts Veränderungen der Unternehmenssituation	236
7.3.3. Schaffung eines förderlichen Umfelds für organisatorischen Wandel	237
7.4. Ausblick und zukünftiger Forschungsbedarf	239
Literaturverzeichnis	241
Anhang	263

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
BSC	Balanced Scorecard
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CFROI	Cash Flow Return on Investment
CVA	Cash Value Added
DCF	Discounted Cash Flow
d. h.	das heisst
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes and Depreciation
etc.	et cetera
EUR	Euro (€)
EVA [®]	Economic Value Added
F-PEC	Family-Power Experience Culture
F&E	Forschung und Entwicklung
HGB	Handelsgesetzbuch
IK	Investiertes Kapital
IfM	Institut für Mittelstandsforschung
IRR	Internal Rate of Return
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KG	Kontrollgremium
M&A	Mergers and acquisitions
MCS	Management Control System
ME	Managemententscheidungen
Mio.	Million(en)
Mrd.	Milliarde(n)
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes
NUV	Nettoumlaufvermögen
NPV	Net Present Value
PMS	Performance Management System

ROCE	Return on Capital Employed
ROE	Return on Equity
ROI	Return on Investment
ROIC	Return on Invested Capital
SFI	Sum of Family Influence
StB	Steuerberater
Tab.	Tabelle
usw.	und so weiter
VBM	Value Based Management
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WM	Wertmanagement
WP	Wirtschaftsprüfer
z. B.	zum Beispiel
ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Gang der Untersuchung.	20
Abb. 2: Übersicht der Teilaspekte von Wertmanagement.	34
Abb. 3: Wertmanagement-Rahmenkonzept von Ittner und Larcker (2001).	37
Abb. 4: Wertmanagement-Bezugsrahmen von Malmi und Ikäheimo (2003).	38
Abb. 5: Zusammenhang von Kontingenztheorie und Wertmanagement.	42
Abb. 6: Drei-Kreise-Modell von Familienunternehmen.	53
Abb. 7: Zusammenfassung historischer empirischer Studien.	65
Abb. 8: Darstellung der empirischen Forschungslücke.	69
Abb. 9: Anforderungen an ein wertorientiertes Zielsystem.	75
Abb. 10: Anforderungen an eine wertorientierte Zielsetzung.	76
Abb. 11: Anforderungen an eine wertorientierte Leistungsmessung.	78
Abb. 12: Anforderungen an wertorientierte Anreiz- und Vergütungsstrukturen.	79
Abb. 13: Anforderungen an eine wertorientierte Ausrichtung strategischer Entscheidungen.	80
Abb. 14: Konzeptioneller Bezugsrahmen Implementierung Wertmanagement.	82
Abb. 15: Vermutungen zu den Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement.	90
Abb. 16: Positionierung der Querschnittsfeldstudie.	93
Abb. 17: Überleitung zu den relevanten Familienunternehmen dieser Studie.	98
Abb. 18: Prozess der Datenanalyse.	107
Abb. 19: Übersicht des wichtigsten Unternehmensziels.	124
Abb. 20: Wichtigste finanzielle Unternehmensziele.	127
Abb. 21: Wichtigste nicht-finanzielle Unternehmensziele.	129
Abb. 22: Übersicht der wichtigsten Anspruchsgruppen.	133
Abb. 23: Finanzielle Kennzahlen zur Zielvorgabe.	134
Abb. 24: Zielwerte für finanzielle Kennzahlen.	137
Abb. 25: Zeithorizont der Zielplanung.	138
Abb. 26: Deduktionsbasis für die finanziellen Zielvorgaben.	140
Abb. 27: Prozess der Zielbildung.	141
Abb. 28: Kennzahlen zur Leistungsmessung.	143
Abb. 29: Übersicht der Investitionsrechnungsverfahren.	147
Abb. 30: Kriterien zur Auswertung der Vorteilhaftigkeit von Investitionen.	149

Abb. 31: Bemessungsgrundlage für die variable Vergütung des Managements.	155
Abb. 32: Anteil der variablen Vergütung determiniert durch BMG.	156
Abb. 33: Mechanismus zur Bestimmung der variablen Vergütung.	157
Abb. 34: Auszahlungszeitpunkt der variablen Gehaltskomponente.	158
Abb. 35: Anteil der variablen Gehaltskomponente am Gesamtgehalt.	160
Abb. 36: Übersicht der Implementierung von Wertmanagement.	173
Abb. 37: Einfluss der Unternehmensgrösse auf die Implementierung von Wertmanagement.	176
Abb. 38: Auswirkung des Umsatzwachstums auf die Steuerungsinstrumente.	177
Abb. 39: Rolle der Eigentümer bei der Implementierung von Wertmanagement.	187
Abb. 40: Rolle des Kontrollgremiums bei der Implementierung von Wertmanagement.	188
Abb. 41: Einfluss des Kontrollgremiums auf die Wertorientierung von Entscheidungen des Managements.	189
Abb. 42: Rolle des CFO bei der Implementierung von Wertmanagement.	192
Abb. 43: Effekt des Unternehmenserfolgs auf die Implementierung von Wertmanagement.	194
Abb. 44: Wirkung von Erfahrung und Engagement auf die Implementierung von Wertmanagement.	206
Abb. 45: Einfluss von Beratern und Wirtschaftsprüfern auf die Implementierung von Wertmanagement.	208
Abb. 46: Effekt der Saisonalität auf die Wertorientierung von Entscheidungen des Managements.	209
Abb. 47: Auswirkung der Marktmacht von Kunden und Lieferanten auf die Wertorientierung von Entscheidungen des Managements.	210
Abb. 48: Übersicht interner Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement.	219
Abb. 49: Überblick externer Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement.	220
Abb. 50: Erklärung des Einflusses der Implementierung von Wertmanagement auf den Unternehmenswert.	223

Tabellenverzeichnis

Tab. 1: Übersicht der teilnehmenden Familienunternehmen.....	118
Tab. 2: Vergleich der Zeitpunkte der Einführung von Wertmanagement.....	120
Tab. 3: Verkürzung der qualitativen Daten zur Implementierung von Wertmanagement.	172
Tab. 4: Einführung in das Interview.	264
Tab. 5: Übersicht der Interviewpartner im Rahmen der empirischen Studie.	267
Tab. 6: Überblick der befragten Experten zu ausgewählten Fragestellungen.	269
Tab. 7: Schema einer Tabelle zur Reduktion der erhobenen qualitativen Daten.	272
Tab. 8: Zusammenfassung aller Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement.	273

Formale Hinweise

[...] Eckige Klammern stellen Ergänzungen des Autors in wörtlichen Zitaten dar.

(...) Runde Klammern in wörtlichen Zitaten weisen auf fehlende Textbestandteile hin.

Füllwörter in den Zitaten der Gesprächspartner, z. B., „... *sage ich mal ...*“, „... *ich denke mal ...*“ etc. wurden in der Darstellung der Zitate entfernt, um die Aussage auf das Wesentliche zu reduzieren. Diese Reduktion wurde nur vorgenommen, wenn der Sinn der Aussage dadurch nicht verzerrt wurde. Ausserdem wurden Satzstrukturen geringfügig angepasst, wenn der Sinn der Aussage dadurch nicht verfälscht wurde, aber die Aussagekraft anstieg.

Namen von Unternehmen oder Personen in wörtlichen Zitaten, werden durch „X“ anonymisiert. Auch Angaben zu Unternehmenszahlen werden nur in Bereichen angegeben bspw. > EUR 2 Mrd. Umsatz.

Wenn für einen Teilaspekt in der empirischen Untersuchung nicht Informationen aus 20 Fallstudien zur Verfügung stehen, wird dies jeweils gekennzeichnet, bspw. N=12.

Sofern nicht anders gekennzeichnet, handelt sich durchgängig um eigene Darstellungen.

1. Einleitung

1.1. Problemstellung

Die Steigerung des Unternehmenswertes ist für die Unternehmensführung börsennotierter Grossunternehmen weltweit zu einer der wichtigsten Unternehmensziele geworden (Coenenberg et al., 2002; Coenenberg und Salfeld, 2007; Koller et al., 2011). Dementsprechend hat auch die Implementierung von Wertmanagement (WM)¹ in diesen Unternehmen weltweit an Bedeutung gewonnen und wird heute als Standard der (finanziellen) Unternehmensführung angesehen (Coenenberg und Salfeld, 2007). Aus finanzwirtschaftlicher Sicht ist die Ausrichtung ökonomischer Entscheidungen an der Kapitalwertmaximierung keine neue Erkenntnis (Perridon und Steiner, 2002; Coenenberg et al., 2002; Ballwieser, 2009). Vielmehr stellt sie aus ökonomischer Sicht das einzig richtige Entscheidungskriterium dar (Franke und Hax, 1995). Auch die Erzielung eines Residualgewinns, d. h. eines Ergebnisses, welches die (Eigen-)Kapitalkosten übersteigt, um den ökonomischen Fortbestand zu sichern, stellt an sich keine neue Erkenntnis dar (Stern et al., 1995; Martin et al., 2007). Dennoch hat die konzeptionelle Übertragung dieser Entscheidungskriterien auf die strategische Unternehmensführung erst Mitte der 1980er-Jahre durch die erste Arbeit von Rappaport (1986) zum Shareholder Value stattgefunden (Stührenbeck et al., 2003). Auch in der amerikanischen Unternehmenspraxis börsennotierter Grossunternehmen hat sich Wertmanagement als Managementkonzept in dieser Zeit begonnen durchzusetzen. In Deutschland hat sich diese Entwicklung seit Beginn/Mitte der 1990er-Jahre fortgesetzt und die Unternehmensführung börsennotierter Grossunternehmen grundlegend verändert (Coenenberg und Salfeld, 2007). Wesentliche Treiber dieser Entwicklung waren die zunehmende Bedeutung des Kapitalmarktes zur Unternehmensfinanzierung, die Mängel traditioneller Finanzkennzahlen zur Messung der Unternehmensleistung sowie die Trennung von Unternehmensleitung und Eigentümern (Rappaport, 1998; Coenenberg et al., 2002; Hahn und Hintze, 2006; Hahn, 2006).

¹ Alternativ wird auch gesprochen von der Einführung bzw. Anwendung einer wertorientierten Unternehmensführung, wertorientierten Managements oder im englischsprachigen Raum *Value Based Management (VBM)*.

Obwohl die Ausrichtung der Unternehmensführung auf die finanzielle Wertsteigerung vor allem im Kontext börsennotierter Grossunternehmen thematisiert wird, konstatieren Gebhardt und Mansch (2005), dass auch die Eigentümer mittelständischer Unternehmen an einer Steigerung des Unternehmenswertes durch „(...) *renditeorientiertes Wachstum mit vertretbaren Risiken* (...)“ (S. 1) interessiert sind. Ausserdem bescheinigen einige Studien, dass die Steigerung des Unternehmenswertes in mittelständischen Unternehmen inzwischen zu einer der wichtigsten Unternehmensziele avanciert ist (Kayser und Wallau, 2003; Khadjavi, 2005). Auch Hahn (2006) bescheinigt, dass die Anwendung von Wertmanagement zunehmend auch in mittelständischen Unternehmen an Bedeutung gewinnt. Weitere empirische Studien zeigen zudem, dass die Bedeutung des Wertsteigerungsziels sowie die Einführung einer wertorientierten Unternehmensführung mit zunehmender Unternehmensgrösse steigt (Krol, 2009; Gonschorek, 2009). Vor diesem Hintergrund erstaunte die Äusserung des geschäftsführenden Gesellschafters eines grossen Familienunternehmens in Deutschland im Rahmen eines Interviews zu den wichtigsten Unternehmenszielen:²

„Shareholder Value? Das wollen wir sicher nicht! Die Orientierung am Shareholder Value hat viele Unternehmen an den Rand des Ruins getrieben. Das ist definitiv nicht unsere Zielsetzung. Unsere Zielsetzung ist die Zufriedenheit der Kunden sowie der technologische Fortschritt.“

Offensichtlich steht diese Aussage den bislang bestehenden Sichtweisen in der Literatur im Hinblick auf die Bedeutung des Wertsteigerungsziels und der Faktoren, die eine zunehmende Wertorientierung in privat gehaltenen Familienunternehmen bedingen, diametral entgegen. In der Folge entstanden grundsätzliche Zweifel sowohl im Hinblick auf die Sinnhaftigkeit einer wertorientierten Unternehmensführung in grossen Familienunternehmen als auch an den Erkenntnissen empirischer Studien, die zeigen, dass die Wertorientierung im Kontext mittelständischer Unternehmen mit zunehmender Unternehmensgrösse ansteigt. In einem anschliessenden Interview hielt der Chief Financial Officer (CFO) des gleichen Unternehmens jedoch fest:

² Das Unternehmen erzielte 2011 > EUR 1 Mrd. Umsatz und beschäftigte > 8.000 Mitarbeiter. Dieses Familienunternehmen wurde im Rahmen einer Einzelfallstudie über ein Jahr lang erforscht. Die Ergebnisse wurden in einer anderen Arbeit im Detail vorgestellt. Die Resultate werden im Fallvergleich auch in dieser Studie aufgeführt (Fallstudie A).

„Wieso sollten Familienunternehmen andere Kennzahlen verfolgen als andere (börsennotierte) Unternehmen? (...) Allerdings brauchen wir nicht dasselbe Steuerungskonzept wie die Daimler AG.“

Zumindest in der zuvor beschriebenen Fallstudie scheint Skepsis hinsichtlich einer Orientierung an der Steigerung des Unternehmenswertes zu bestehen. Dennoch zeigt die Äusserung des CFO, dass sich die Leistungsmessung von Familienunternehmen prinzipiell nicht von derjenigen anderer Unternehmen unterscheiden sollte.

Diese Erkenntnisse im Rahmen der Einzelfallstudie haben schliesslich den Impuls gegeben sich eingehender mit der Thematik von Wertmanagement im besonderen Kontext grosser Familienunternehmen zu beschäftigen: sowohl im Hinblick auf konzeptionelle Fragen der Übertragbarkeit als auch der tatsächlichen Implementierung von Wertmanagement in der Unternehmenspraxis. Im Gegensatz zu (scheinbar) intensiven Forschungsbemühungen im Zusammenhang börsennotierter Grossunternehmen sowie einiger weniger Studien zum Wertmanagement im Mittelstand unterblieb bislang die explizite Berücksichtigung grosser Familienunternehmen. Grosse Familienunternehmen stellen innerhalb des Mittelstands einen Spezialfall dar. Zwar weisen sie überschneidende Eigenschaften mit mittelständischen Unternehmen auf. Jedoch zeigen grosse Familienunternehmen eine Reihe von Merkmalen, die sie von typischen mittelständischen Unternehmen unterscheiden. Zu diesen Unterschieden gehören die Unternehmensgrösse an sich sowie entsprechende Veränderungen der Unternehmensstruktur aufgrund der zunehmenden Grösse. Dazu sind zu zählen die Beschäftigung einer externen Geschäftsführung, hohe internationale Präsenz sowie geschäftliche Aktivitäten in mehreren Geschäftsbereichen (Klein, 2009). Somit weisen diese Unternehmen mittelständische Eigenschaften bei einer Entwicklung hin zu Grossunternehmen auf. Im Zusammenhang mit der Thematik Wertmanagement sind diese Veränderungen der Struktur zentral, da sie auch in börsennotierten Grossunternehmen zu einer zunehmenden Wertorientierung geführt haben.

1.2. Forschungslücke und Forschungsfragen

1.2.1. Blickwinkel der empirischen Wertmanagement-Forschung

Burkert und Lueg (2013) kritisieren, dass sich bisher trotz der wesentlichen Bedeutung von Wertmanagement für die Unternehmenspraxis und kontroverser Diskussionen über dieses Managementkonzept in Wissenschaft³ und Gesellschaft⁴ wenige wissenschaftliche Studien mit der Untersuchung von Wertmanagement befasst haben.⁵

„Yet, the advent of value based management (VBM) has produced few academic articles regarding its actual implementation (...). This research gap is startling since neither the antecedents of VBM nor its performance implications seem well understood.” (S. 3)

Hinsichtlich der bestehenden Forschungsbemühungen wird ausserdem kritisiert, dass angesichts der Komplexität von Wertmanagement nur wenige (qualitative) Studien entstanden sind, die Einblicke in die tatsächliche Implementierung geben (Lueg und Schäffer, 2010; Burkert und Lueg, 2013). Es bestehen Zweifel, ob die scheinbar zunehmende Wertorientierung im Kontext börsennotierter Grossunternehmen, die in den meisten Studien empirisch gezeigt wird, in der Praxis wirklich gelebt wird oder nur ein „(...) Lippenbekenntnis (...)“ darstellt (Ballwieser, 2009, S. 97). Ausserdem ist zu kritisieren, dass bestehende Studien selten sowohl technische als auch organisatorische Aspekte von Wertmanagement verbinden. Während sich die *Corporate Finance*-Literatur vor allem auf die technischen Aspekte von Wertmanagement fokussiert, z. B. Kapitalkostenbestimmung, Investitionsrechnungsmethode (Graham und Harvey, 2001; Drobetz et al., 2006), befasst sich die *Management Accounting*⁶-

³ Damit wird verwiesen auf die Kritik an der Wertmanagement-Forschung, der vorgeworfen wird nur die Lösungsvorschläge bekannter Beratungsunternehmen in der Praxis ohne theoretischen Hintergrund zu untersuchen (Zimmerman, 2001).

⁴ Insbesondere in Deutschland wurde nicht nur in der Wirtschaftspresse debattiert, ob alle Anspruchsgruppen eines Unternehmens von einer Ausrichtung der Unternehmensführung an der Steigerung des Unternehmenswertes profitieren (Coenberg und Salfeld, 2007).

⁵ Zwar sind zweifellos einige Studien zur Verbreitung von Wertmanagement entstanden, aber selten in akademischen Beiträgen. Ein Grossteil der empirischen Studien wurde von Beratungsunternehmen selbst oder in Zusammenarbeit mit Beratungsunternehmen durchgeführt (Gonschorek, 2009). Insofern ist zu relativieren, wie intensiv sich die Forschung überhaupt mit Wertmanagement beschäftigt hat.

⁶ In der deutschsprachigen Literatur wird vom innerbetrieblichen Rechnungswesen gesprochen. In vorliegender Studie wird die englische Begrifflichkeit beibehalten.

Literatur vor allem mit der Verankerung von Wertmanagement in Unternehmen (Malmi und Ikäheimo, 2003; Gleadle und Cornelius, 2007). Dabei besteht sowohl in der Praxis als auch in der Theorie Einigkeit, dass die Implementierung von Wertmanagement sowohl technische als auch organisatorische Komponenten umfasst und deshalb empirisch ganzheitlich untersucht werden sollte (Koller, 1994; Copeland et al., 1996; Knight, 1998; Ittner und Larcker, 2001; Stern und Shiley, 2001; Young and O’Byrne, 2001; Malmi und Granlund, 2009; Koller et al., 2010; Koller et al., 2011; Burkert und Lueg, 2013). Letztlich sind die bestehenden empirischen Erkenntnisse zur Implementierung von Wertmanagement aufgrund der geringen Einigkeit hinsichtlich der Definition von Wertmanagement selten vergleichbar und fördern deshalb kaum den Fortschritt eines einheitlichen Erkenntnisstands („(...) *cohesive body of literature*“ (Lillis und Mundy, 2005, S. 121)).

1.2.2. Perspektive der Forschung zu Familienunternehmen

Neben der Kritik an bestehenden Studien zur Untersuchung der Verbreitung von Wertmanagement im Kontext börsennotierter Grossunternehmen stellt sich der Forschungsstand im Kontext mittelständischer Unternehmen in Deutschland generell und grosser Familienunternehmen im Besonderen noch fragmentierter dar. In einer Zusammenfassung der Forschungsanstrengungen zum Wertmanagement befanden Ittner und Larcker (2001):

„A related issue is the applicability of the value-based management framework in private and non-profit organizations, which do not have shareholder value enhancement as an organizational objective. (...) Thus, an interesting research issue is the benefits of this general approach in publicly traded companies relative to private or non-profit organizations.“ (S. 362)

Seit diesem Forschungsauftrag haben sich aber nur wenige konzeptionelle oder empirische Studien explizit mit Wertmanagement im Kontext privat gehaltener Unternehmen in Deutschland beschäftigt.⁷ Nach wie vor sind normative Wertmanagement-

⁷ Im deutschsprachigen Raum hat sich der im Jahr 2001 gegründete Arbeitskreis „Wertorientierte Führung in mittelständischen Unternehmen“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. dieser Thematik als Erstes gewidmet, siehe bspw. Schomaker und Günther (2006). In diesem Rahmen wurden sowohl konzeptionelle Fragen zur Übertragbarkeit als auch die

Literatur sowie empirische Studien fokussiert auf börsennotierte Grossunternehmen. Dennoch besteht sowohl aus Sicht der normativen Wertmanagement-Literatur als auch in Beiträgen zum Wertmanagement im Mittelstand weitestgehend Einigkeit, dass die Übertragbarkeit von Wertmanagement in den Kontext privat gehaltener Unternehmen grundsätzlich gegeben sei und dass die Wertorientierung auch für privat gehaltene Unternehmen sinnvoll sei (Copeland et al., 1996; Bea und Thissen, 1997; Wortmann, 2001; Zirkler, 2002; Achleitner und Bassen, 2002; Schomaker und Günther, 2006; Gonschorek, 2009; Tappe, 2009; Golsner, 2012). Vereinzelt sind auch Studien zum Wertmanagement im Mittelstand entstanden, die die Anwendung einer wertorientierten Unternehmensführung und die Einflussfaktoren einer zunehmenden Wertorientierung empirisch untersuchen (Khadjavi, 2005; Günther und Gonschorek, 2008; Volery und Khadjavi, 2009; Krol, 2009; Gonschorek, 2009; Tappe, 2009; Günther und Gonschorek, 2011).

Allerdings wurden (die Besonderheiten) grosse(r) Familienunternehmen in den bislang überschaubaren Beiträgen zum Wertmanagement im Mittelstand weder konzeptionell diskutiert noch wurde die tatsächliche Implementierung in diesen Unternehmen empirisch untersucht.⁸ Ausserdem finden sich kaum Anhaltspunkte, welche Faktoren eine zunehmende Wertorientierung in diesen Unternehmen tatsächlich fördern bzw. behindern. Generell befindet sich das Forschungsfeld Familienunternehmen nach wie vor in einem Anfangsstadium (Klein, 2009). Insbesondere Themen der finanziellen Führung sind dabei bislang kaum untersucht worden (Salvato und Moores, 2010; Hiebl 2012; Hiebl 2012a).⁹ Stellvertretend dafür halten Salvato und Moores (2010) zum Stand der Forschungsbemühungen an der Schnittstelle von Familienunternehmen und Wertmanagement fest:¹⁰

Anpassung wertorientierter Steuerungskonzepte für mittelständische Unternehmen diskutiert (Schomaker und Günther, 2006). Zudem wurde die erste grosse empirische Studie zur Anwendung und Verbreitung wertorientierter Steuerungskonzepte durchgeführt (Günther und Gonschorek, 2006). Allerdings ist dem Autor auch ausserhalb Deutschlands keine explizite Studie zum Wertmanagement in privat gehaltenen Unternehmen bekannt.

⁸ Eine Ausnahme stellen Hirsch et al. (2008) dar, die konzeptionell die Vorteilhaftigkeit einer wertorientierten Steuerung konglomerater Familienunternehmen untersuchen und zum Ergebnis kommen, dass die Anwendung des EVA[®]-Ansatzes im Vergleich zum ROI-Ansatz der konzeptionell überlegene Steuerungsansatz für grosse Familienunternehmen sei.

⁹ Traditionell stehen vor allem Fragen der Nachfolge, Ressourcen-Ausstattung, Unternehmensleistung und Governance im Vordergrund der Forschungsbemühungen (Hiebl, 2012a; Schulze und Gedajlovic, 2010).

¹⁰ Die Thematik Wertmanagement wird in der Forschung zu Familienunternehmen bisher nicht explizit untersucht. Implizit wird Wertmanagement in der (*Management*) *Accounting*-Forschung

„Accounting practices in family firms, although displaying evident unique features, have received relatively little attention as distinct from their equivalents in publicly held firms.“ (S. 193)

In einer erweiterten Perspektive werden solche Fragestellungen auch im Zusammenhang der Professionalisierung von Familienunternehmen betrachtet (Songini, 2006; Klein, 2009). Songini (2006) halten generell zur Professionalisierung der Unternehmensführung von Familienunternehmen fest, dass ... *„The drivers of sophistication and the effect on company performance have to be studied too.“* (S. 278). Wertmanagement wird als innovatives Managementkonzept angesehen und die Implementierung von Wertmanagement als Professionalisierung der (finanziellen) Unternehmensführung aufgefasst (Aronoff, 1998; Otley, 2001; Ittner und Larcker, 2001; Volkart, 2002; Gonschorek, 2009). Folglich kann die Untersuchung der Implementierung von Wertmanagement auch diesem Themenbereich zugeordnet werden.

1.2.3. Ableitung der Forschungsfragen dieser Studie

Vor dem Hintergrund der bestehenden Forschungslücken zur Implementierung von Wertmanagement im Mittelstand, der methodischen Mängel bestehender Studien und der Relevanz dieser Untersuchung für die Unternehmenspraxis werden in vorliegender Studie folgende leitenden Forschungsfragen adressiert:¹¹

1. Inwieweit implementieren grosse Familienunternehmen in Deutschland tatsächlich Wertmanagement?

Die Formulierung inwieweit erstreckt sich dabei sowohl auf organisatorische Verankerung als auch auf Anwendung technischer Instrumente von Wertmanagement. In der Diskussion bestehender Wertmanagement-*Frameworks* (Abschnitt 2.3.2) sowie

zu Familienunternehmen aber berücksichtigt. Deshalb wird hier auf ein übergeordnetes Forschungsgebiet ausgewichen.

¹¹ Bei diesen Forschungsfragen handelt es sich fast um fundamentale Fragen, die in der *Management Accounting*-Literatur zu innovativen Managementkonzepten bspw. Balanced Scorecard, EVA[®] aufgeworfen werden: *„Why have organizations changed their control systems to incorporate some of these techniques? What are the antecedents that caused them to make changes, and what have the consequences of the changes been?“* (Otley, 2001, S. 379)

im konzeptionellen Bezugsrahmen (Abschnitt 4.1) wird deutlich, wie die erste Forschungsfrage weiter konkretisiert und empirisch untersucht wird.

2. Welche Faktoren beeinflussen die Implementierung von Wertmanagement in diesen Unternehmen?

Den theoretischen Bezugsrahmen für die Untersuchung von Einflussfaktoren, die Unterschiede in der Implementierung von Wertmanagement bedingen, bietet der situative Ansatz (Kieser, 2006). Die Abfassung der zweiten Forschungsfrage ist aber bewusst offen gehalten, um die (teilweise) explorative Ausrichtung vorliegender Studie zu unterstreichen. Übergeordnete Zielsetzung dieser Studie ist die Verfeinerung bestehender theoretischer Sichtweisen, die Unterschiede in der Implementierung von Wertmanagement erklären. Auf diese Weise soll ausserdem dem Umstand Rechnung getragen werden, dass sich das Forschungsfeld noch in einem anfänglichen Stadium befindet (Payer-Langthaler et al., 2012; Hiebl, 2012; Hiebl, 2012a). Die Fragestellung ist zudem breiter gehalten, um verschiedene Typen der Implementierung von Wertmanagement und deren Einflussfaktoren zu untersuchen, da ex-ante nicht ersichtlich ist, ob Wertmanagement in grossen Familienunternehmen überhaupt implementiert wird. Dennoch erfolgt die Datenerhebung nicht völlig strukturlos. Analog zu der ersten Forschungsfrage wird das bestehende Vorwissen im konzeptionellen Bezugsrahmen (Abschnitt 4.2) weiter strukturiert (Eisenhardt, 1989; Miles und Huberman, 1994; Eisenhardt und Graebner, 2007).

3. Führt die Implementierung von Wertmanagement zu einer Steigerung des Unternehmenswertes?

Die dritte Forschungsfrage stellt eine der zentralsten Fragestellungen im Zusammenhang der empirischen Wertmanagement-Forschung dar (Otley, 1999; Lueg und Schäffer, 2010; Burkert und Lueg, 2013). Allerdings stehen für privat gehaltene Familienunternehmen offensichtlich keine Daten der Aktienkursentwicklung zur Verfügung. Überhaupt sind öffentliche Daten zur Geschäftsentwicklung privat gehaltener Unternehmen nur schwer einzusehen.¹² Zudem ist ex-ante auch nicht zu ermitteln, ob privat gehaltene Familienunternehmen überhaupt Wertmanagement implementieren,

¹² Die Geschäftsberichte werden zudem nur stark verspätet veröffentlicht und zeigen teilweise auch nicht die vollständige Erfolgsrechnung, Bilanz oder Kapitalflussrechnung.

weshalb auch die Auswirkungen einer Implementierung auf den Unternehmenswert möglicherweise gar nicht untersucht werden können. Deshalb stehen in vorliegender Studie (wenn überhaupt) qualitative Einschätzungen der Gesprächspartner zur Veränderung des Unternehmenswertes durch die Implementierung von Wertmanagement im Vordergrund und nicht die Analyse von Finanzkennzahlen im Zeitverlauf. Aufgrund der forschungspragmatischen Schwierigkeiten stellt diese Forschungsfrage nur den sekundären Fokus dieser Studie dar.

1.3. Relevanz des Forschungsvorhabens

Spremann et al. (2005) halten fest, dass die Orientierung der Unternehmensführung an der Steigerung des Unternehmenswertes eine der signifikantesten Veränderungen im Wirtschaftsleben der jüngeren Vergangenheit darstellt. Im Kontext der *Management Accounting*-Forschung beschreiben Ittner und Larcker (2001) Wertmanagement zudem auch als „(...) *the fourth evolutionary step in managerial accounting ...*“ (S. 351). Trotz der Bedeutung von Wertmanagement für Theorie und Praxis sowie der zentralen volkswirtschaftlichen Bedeutung privat gehaltener Unternehmen in Deutschland (Haunschild und Wallau, 2010) sowie weltweit (Burkart et al., 2003) wurde an der Schnittstelle bisher kaum geforscht. Insbesondere der Spezialfall grosser Familienunternehmen wird bisher vernachlässigt. Es gibt bislang kaum dedizierte wissenschaftliche Studien, die sich diesem Segment widmen.¹³ Zwar sind grosse Familienunternehmen anzahlmässig nicht so bedeutend wie die kleinen und mittleren Unternehmen, jedoch weisen sie gemessen an Umsatzerlösen und Anzahl sozialversicherungspflichtiger Beschäftigter eine wesentliche volkswirtschaftliche Bedeutung auf (Haunschild und Wallau, 2010a).

Während sich die Implementierung von Wertmanagement in börsennotierten Grossunternehmen hinsichtlich Investitionsrechnung, interner Unternehmenssteuerung sowie externem Reporting als Standard durchgesetzt hat (KPMG-Consulting, 2000; Graham und Harvey, 2001; Drobetz et al., 2006; Coenenberg und Salfeld, 2007), zeigen die wenigen Studien in privat gehaltenen Unternehmen, dass Wertmanagement hier noch keine starke Verbreitung gefunden hat (Hiebl, 2012; Krol, 2009; Gonschorek, 2009; Tappe, 2009; Feldbauer-Durstmüller et al., 2007). Auf Basis bisheriger empirischer Studien könnte man aber vermuten, dass grosse Familienunternehmen Wertmanagement stärker implementieren (Hiebl et al., 2013; Speckbacher und Wentges, 2012; Feldbauer-Durstmüller et al., 2007; Günther und Gonschorek, 2006). Insgesamt bestehen allerdings generell, d. h. auch in börsennotierten Grossunternehmen Zweifel, inwieweit die Wertorientierung wirklich gelebt wird (Ballwieser, 2009; Pape, 2009; Burkert und Lueg, 2013). Vor diesem

¹³ Im Kontext der Erforschung von Managementkonzepten in börsennotierten Grossunternehmen stehen in der Regel die DAX 100 im Fokus (bspw. Pellens et al., 2000; Pellens et al., 2000a).

Hintergrund ergibt sich die Relevanz qualitativer Forschungsmethoden, um die tatsächliche Implementierung zu untersuchen.

Neben der reinen Vernachlässigung eines wichtigen Segments der deutschen Volkswirtschaft ist dieser Umstand aus betriebswirtschaftlicher Sicht kritisch, da die Professionalisierung des Managements von Familienunternehmen notwendig ist, um deren langfristigen Erfolg und Fortbestand sicherzustellen (Filbeck und Lee, 2001; Craig und Moores, 2005). Aronoff (1998) bezeichnet die Professionalisierung der finanziellen Führung als eine Notwendigkeit für Familienunternehmen um wettbewerbsfähig zu bleiben, und zählt die Weiterentwicklung der finanziellen Führung deshalb zu einen von zehn „(...) *Megatrends* (...)“ (S. 181) der zukünftigen Entwicklung von Familienunternehmen. Die Implementierung einer wertorientierten Unternehmensführung wird als zentrales Element einer professionellen finanziellen Führung angesehen (Volkart, 2002; Volkart, 2008a). Bereits heute zeigen viele mittelständische Unternehmen Optimierungsbedarf im Bereich des Nettoumlaufvermögens (*Net Working Capital*), was durch ein ganzheitliches wertorientiertes *Performance Management System* optimiert werden kann (Copeland et al., 1996; Malmi und Ikäheimo, 2003; Schwientek et al., 2011).¹⁴ In Familienunternehmen besteht zudem häufig ein konkreter Druck zur Professionalisierung, da generell moderne Instrumente der Unternehmensführung nicht eingesetzt werden (Hilse und Wimmer, 2009). Darüber hinaus werden zukünftig neue Bankenregulierungen (Basel III) zu höheren Anforderungen an die finanzielle Leistungsfähigkeit und Unternehmenssteuerung mittelständischer Unternehmen führen, um die Versorgung mit Fremdkapital sicherzustellen (Bankenverband, 2011). Nicht zuletzt sind die Eigentümer von Familienunternehmen abhängig vom finanzwirtschaftlichen Wohlergehen des Unternehmens, da typischerweise der überwiegende Teil des Vermögens in der Unternehmensbeteiligung gebündelt ist (Huber und Praschil, 1995). Ausserdem handelt es sich im Fall grosser Familienunternehmen absolut gesehen um wesentliche Vermögenswerte, die in der Unternehmensbeteiligung gebündelt sind. Die Eigentümerfamilien grosser Familienunternehmen werden weltweit regelmässig zu den wohlhabendsten Familien bzw. Einzelpersonen der jeweiligen Volkswirtschaften gezählt.

¹⁴ Das Nettoumlaufvermögen ergibt sich aus der Subtraktion kurzfristiger, nicht zinstragender Verbindlichkeiten vom Umlaufvermögen eines Unternehmens. Sowohl im deutschen als auch englischen Sprachgebrauch ist aber auch die Begrifflichkeit (*Net*) *Working Capital* üblich.

1.4. Wissenschaftstheoretische Positionierung und Zielsetzung der Studie

Wissenschaftlicher Hintergrund ist das Verständnis der Betriebswirtschaftslehre als anwendungsorientierte Sozialwissenschaft (Ulrich, 1984). Hofmann (2004) definiert diese wie folgt:

„Anwendungsorientierte Wissenschaft bezeichnet eine Tätigkeit, die darauf ausgerichtet ist mit Hilfe von Erkenntnissen der Grundlagenwissenschaft Regeln, Modelle und Verfahren für das Handeln der unternehmerischen Praxis zu entwickeln.“ (S. 288)

Die Besonderheiten anwendungsorientierter Forschung ergeben sich aus dem Entstehungs-, Begründungs- und Anwendungszusammenhang *„(...) wissenschaftlicher Erkenntnisgewinnung“* (Hofmann, 2004, S. 289). Kennzeichnend für ein solches Wissenschaftsverständnis ist vor allem der Ursprung der Problemstellung. Während die klassische Grundlagenforschung sich ausschliesslich mit Fragestellungen beschäftigt, die aus theoretischer Sicht relevant sind, entstehen die Probleme der anwendungsorientierten Forschung in der Praxis (Hofmann, 2004). Ein weiteres Merkmal ist die Gestaltung zukünftiger Realitäten, die anstelle der Falsifikation theoretisch geleiteter Hypothesen im Mittelpunkt steht (Hofmann, 2004; Berry und Otley, 2004). Schliesslich unterscheiden sich auch die Gütekriterien, anhand welcher die wissenschaftlichen Beiträge in beiden Sichtweisen beurteilt werden. Während in der Grundlagenforschung lediglich die traditionellen Gütekriterien der empirischen Forschung im Vordergrund stehen, werden diese in anwendungsorientierter Forschung um die Nützlichkeit für die Unternehmenspraxis ergänzt (Hofmann, 2004; Swanborn, 2010). Aus Sicht der aktuellen (*Management*) *Accounting*-Forschung bestätigen Ittner und Larcker (2002) spezifisch die Relevanz der Anwendungsorientierung in der empirischen Forschung:

„Unlike a pure scientific inquiry that attempts to generate knowledge without a known application, accounting is fundamentally an applied research area that should ultimately provide new insights for practice.“ (S. 788)

Damit weicht vorliegende Arbeit (teilweise) vom klassischen Wissenschaftsverständnis in der betriebswirtschaftlichen Forschung ab, welche grösstenteils auf dem naturwissenschaftlichen Modell basiert, das vorrangig die Beschreibung, Erklärung und Vorhersage empirischer Beobachtungen unter strikter Einhaltung der Qualitätskriterien der empirischen Forschung wie bspw. der externen Validität zum Ziel hat (Aken, 2004; Berry und Otley, 2004; Helmström und Ketokivi, 2009). Dennoch steht der wissenschaftliche Erkenntnisfortschritt in vorliegender Studie im Vordergrund. Somit wird auch nicht verzichtet auf eine Verankerung der empirischen Erkenntnisse in der existierenden Literatur zum Wertmanagement sowie den bestehenden theoretischen Sichtweisen der Einflussfaktoren der Implementierung. Im Vergleich zur Grundlagenwissenschaft wird aber als festes Ziel verfolgt, nützliche Erkenntnisse für die Praxis zu generieren. Insgesamt kann das Forschungsvorhaben als „(...) *moderat* (...)“ anwendungsorientiert angesehen werden, da es mit positivistischem Wissenschaftsverständnis Beobachtungen der Implementierung von Wertmanagement sowie der Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement vornimmt, um auf dieser Basis „(...) *Anstösse für Gestaltungsempfehlungen* (...)“ in der Unternehmenspraxis abzuleiten (Hofmann, 2004, S. 294).¹⁵ In einem positivistischen Wissenschaftsverständnis wird von „(...) *einer objektiv zugänglichen und beobachtbaren ‚Welt‘* (...)“ (Hofmann, 2004, S. 288) ausgegangen. Dazu kann aber durchaus von einem pragmatischen Wissenschaftsziel gesprochen werden, da die untersuchten Variablen (zumindest teilweise) durch die Unternehmenspraxis beeinflusst werden können (Kubicek, 1975).

1.4.1. Beitrag zur empirischen Wertmanagement-Forschung

Die Resultate der empirischen Studie leisten einen Beitrag zur wissenschaftlichen Erforschung der Implementierung von Wertmanagement in privat gehaltenen Unternehmen in Deutschland. Dazu gehören der Stand der Implementierung an sich, die Faktoren, die eine Implementierung beeinflussen, sowie der Effekt einer Implementierung auf den Unternehmenswert. Spezifisch wird dabei der Spezialfall grosser

¹⁵ Im Vergleich zu anwendungsorientierter Forschung mit konstruktivistischem Wissenschaftsverständnis und Forschungsmethoden wie der „(...) *Aktionsforschung* (...)“ (Hofmann, 2004, S. 288).

Familienunternehmen untersucht.¹⁶ Bisher beschränken sich wissenschaftliche Studien auf börsennotierte Grossunternehmen. Privat gehaltene Familienunternehmen werden bislang kaum untersucht. Zudem wird durch ein qualitatives Forschungsdesign angestrebt, die Kritik an der Aussagekraft der bisher vorwiegend quantitativ ausgerichteten Studien hinsichtlich tatsächlicher Implementierung von Wertmanagement zu berücksichtigen. Darüber hinaus wird die Implementierung von Wertmanagement umfassend untersucht, um technische und organisatorische Aspekte von Wertmanagement mit einzubeziehen. Schliesslich trägt die Untersuchung dazu bei, bestehende kontingenztheoretische Sichtweisen im Hinblick auf die Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement zu verfeinern. Zusammenfassend ergeben sich somit drei zentrale Beiträge zur bestehenden empirischen Wertmanagement-Forschung.

1. Vertiefte Analyse der Implementierung von Wertmanagement im bislang vernachlässigten Kontext grosser Familienunternehmen.
2. Verfeinernde Untersuchung kontingenztheoretischer Überlegungen zur Erklärung der Implementierung von Wertmanagement, um bestehende, konfliktierende Sichtweisen zu ergänzen und neue Erkenntnisse zu gewinnen (Exploration).
3. Erste Erkenntnisse zur Auswirkung einer Implementierung von Wertmanagement auf den Unternehmenswert.

Im Zusammenhang der Forschung zu Familienunternehmen trägt diese Untersuchung ausserdem dazu bei den aktuellen Stand der Professionalisierung der (finanziellen) Unternehmensführung in grossen Familienunternehmen in Deutschland zu beleuchten (Filbeck und Lee, 2000). Zudem werden Faktoren identifiziert, die die Professionalisierung von Familienunternehmen beeinflussen. Letztlich werden auch einige Hinweise hinsichtlich der Auswirkung einer professionelleren Unternehmensführung auf den Unternehmenswert untersucht. Im weiteren Kontext ist der Beitrag vorliegender Studie auch anzusiedeln im Bereich der Erforschung der Diffusion innovativer Managementkonzepte und ihrer Erfolgswirkung (Otley, 2001; Burkert und Lueg, 2013). Inhaltlich fallen die Erkenntnisse dieser Studie in die Themenbereiche *Corporate Finance*, *Management Accounting* sowie Familienunternehmen.

¹⁶ In vorliegender Studie definiert als Unternehmen, die im Jahre 2011 mindestens EUR 1 Mrd. Umsatz erzielt haben (2011).

1.4.2. Beitrag für die Unternehmenspraxis

In vorliegender Arbeit wird im Zusammenhang eines Beitrags für die Unternehmenspraxis die Notwendigkeit der Implementierung von Wertmanagement als Konzept zur finanziellen Führung grosser Familienunternehmen in Anbetracht interner und externer Kontextfaktoren theoretisch analysiert. Konzeptionell wird gezeigt, weshalb vor allem in grossen Familienunternehmen die Implementierung von Wertmanagement sowohl als strategische Zielsetzung als auch als ganzheitliches *Performance Management System* von Bedeutung ist. Bislang beschränken sich Ausführungen dazu in bestehender Literatur vornehmlich auf börsennotierte Grossunternehmen oder kleine und mittlere Unternehmen.

Dazu wird empirisch untersucht, inwieweit Wertmanagement in grossen Familienunternehmen in Deutschland heute bereits implementiert wird und welche Faktoren die Implementierung beeinflussen. Anhand von 20 Fallstudien unter den grössten 153 Familienunternehmen in Deutschland wird der derzeitige Stand der Implementierung von WM vertieft untersucht.¹⁷ Die Erkenntnisse sollen den teilnehmenden Familienunternehmen als Vergleichsmassstab hinsichtlich der Implementierung von Wertmanagement dienen, zum einen betreffend die Implementierung von Wertmanagement in vergleichbaren privat gehaltenen grossen Familienunternehmen in Deutschland, zum anderen bezüglich den bestehenden wissenschaftlichen Anforderungen an eine wertorientierte Unternehmensführung. Bisher liegen Praktikern im Finanzbereich grosser Familienunternehmen zu dieser Fragestellung keine empirischen Erkenntnisse vor. Zum heutigen Stand fokussiert sich die empirische Wertmanagement-Forschung vor allem auf börsennotierte Grossunternehmen. Praktikern im Finanzbereich grosser Familienunternehmen stehen ausserdem grundsätzlich kaum Möglichkeiten zur Verfügung, Informationen über vergleichbare Unternehmen zu erhalten, da im Gegensatz zu börsennotierten Grossunternehmen keine öffentlich zugänglichen Informationen über die jeweiligen Steuerungsinstrumente bspw. in Geschäftsberichten vorliegen.¹⁸

¹⁷ Im Teil der Forschungsmethodik und Darstellung der Resultate ist eine Erklärung dieser Zahl zu finden, siehe Abschnitte 5.2.1. sowie 6.1.1.

¹⁸ Diese Positionierung schliesst sich an vergleichbare praxisorientierte Studien aus dem Bereich *Corporate Finance* bzw. *Management Accounting* an. Siehe bspw. Carr und Tomkins (1996), Graham und Harvey (2001) oder Malmi und Ikäheimo (2003).

„(...) practitioners will learn from our analysis by noting how other firms operate and by identifying areas where academic recommendations have not been fully implemented.” (Graham und Harvey, 2001, S. 188)

Die Untersuchung interner und externer Kontextfaktoren, die in grossen Familienunternehmen Veränderungen in der Wertorientierung bedingen, ist für die teilnehmenden Familienunternehmen aus zwei Gründen relevant. Einerseits wird erkennbar, in welchen Unternehmenssituationen eine wertorientierte Unternehmensführung von besonderer Nützlichkeit ist. Andererseits können die Resultate der Studie dazu beitragen ex-ante interne Kontextfaktoren zu identifizieren, die die Einführung einer wertorientierten Unternehmensführung erleichtern können bzw. ihr im Wege stehen. Letztlich ermöglichen die empirischen Erkenntnisse die Ausarbeitung von Gestaltungs- und Anpassungsempfehlungen für die Implementierung von Wertmanagement im besonderen Kontext grosser Familienunternehmen. In diesem Sinne folgt dieser Gedankengang der Überlegung von Otley (1999):

„(...) understand the context in which they [MCS] are working, and to help develop control practices that are well-suited to the contexts in which they are applied.” (S. 381)

1.5. Gang der Untersuchung

In der Einleitung werden zunächst die zentralen Ansichten hinsichtlich des aktuellen Forschungsstands zum Wertmanagement in grossen Familienunternehmen dargestellt (Abschnitt 1.1.). Aufbauend darauf werden die leitenden Forschungsfragen abgeleitet und der angestrebte Beitrag zum aktuellen Forschungsstand beschrieben (Abschnitt 1.2. und 1.4.). Zudem wird erläutert, weshalb die Beantwortung der aufgeworfenen Forschungsfragen sowohl aus akademischer Sicht als auch für die Praxis relevant ist (Abschnitt 1.3.).

Im zweiten Kapitel werden zunächst die Begrifflichkeit Wertmanagement präzisiert (Abschnitt 2.1.) und die theoretischen Grundlagen von Wertmanagement erläutert (Abschnitt 2.2.). Dabei werden die zentralen Treiber der zunehmenden Bedeutung dieses Managementkonzepts im Rahmen börsennotierter Grossunternehmen (Abschnitt 2.2.1.) und die zentralen Implikationen von Wertmanagement auf die strategische Unternehmensführung (Abschnitt 2.2.2.) diskutiert. Zudem werden die Grundlagen der Investitions- und Kapitalmarkttheorie, die der Unternehmensbewertung und den abgeleiteten wertorientierten Steuerungskonzepten zugrunde liegen zusammengefasst (Abschnitt 2.2.3. und 2.2.4.). Im Anschluss daran wird näher ausgeführt was die Implementierung von Wertmanagement in Unternehmen bedeutet und die rein finanzwirtschaftlichen Zusammenhänge werden um die organisatorische Perspektive von Wertmanagement ergänzt (Abschnitt 2.3.). Darauf wird angesichts der fragmentierten Erkenntnisse in bestehenden Studien die Kontingenztheorie als theoretischer Bezugsrahmen zur Untersuchung der Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement abgeleitet (Abschnitt 2.4.). Schliesslich wird das Forschungsvorhaben angesichts bestehender Forschungsbeiträge im Bereich *Corporate Finance, Management Accounting* und Familienunternehmen positioniert (Abschnitt 2.5.).

Im dritten Kapitel wird der Untersuchungsgegenstand grosser Familienunternehmen vorgestellt. Dazu gehört zunächst eine Abgrenzung der Begrifflichkeiten mithilfe bestehender quantitativer sowie qualitativer Definitionen (Abschnitt 3.1.). Anschliessend werden die volkswirtschaftliche Bedeutung (grosser) Familienunternehmen und damit das gesamtwirtschaftliche Potenzial von

Wertmanagement in diesen Unternehmen beschrieben (Abschnitt 3.2.). Später werden die organisatorischen Besonderheiten grosser Familienunternehmen erfasst (Abschnitt 3.3.). Aufbauend darauf und unter Berücksichtigung der externen Rahmenbedingungen dieser Unternehmen wird die Notwendigkeit von Wertmanagement im Hinblick auf das Ziel der Wertsteigerung sowie Implementierung eines systematischen *Performance Management*-Systems erläutert (Abschnitt 3.4.). Schliesslich werden die aktuellsten empirischen Studien zum Wertmanagement in Familienunternehmen vorgestellt sowie kritisch bewertet, um die empirische Forschungslücke aufzuzeigen, die geschlossen werden soll (Abschnitt 3.5.).

Im vierten Kapitel werden im konzeptionellen Bezugsrahmen die zentralen Erkenntnisse aus der theoretischen Vorarbeit zusammengefasst und weiter konkretisiert. Ausserdem werden die Konstrukte festgelegt, die die Datenerhebung und -analyse hinsichtlich Implementierung von Wertmanagement (Abschnitt 4.1.) und Einflussfaktoren der Implementierung (Abschnitt 4.2.) leiten.

Im fünften Kapitel wird die Forschungsmethodik ausgearbeitet. Zunächst wird dabei dargelegt, weshalb ein qualitatives Forschungsdesign gewählt wird und wie sich dieses schliesslich in einer Querschnittsfeldstudie konkretisiert (Abschnitt 5.1.). Anschliessend wird die Methodik der Datenerhebung im Hinblick auf Auswahl relevanter Fallstudienunternehmen und Interviewtyp weiter ausgearbeitet (Abschnitt 5.2.). Schliesslich werden die Art der qualitativen Datenanalyse (Abschnitt 5.3.) sowie die Limitation von Querschnittsfeldstudien (Abschnitt 5.4.) aufgezeigt.

Im sechsten Kapitel werden die empirischen Erkenntnisse zum Stand der Implementierung von Wertmanagement (Abschnitt 6.3.), Einflussfaktoren der Implementierung (Abschnitt 6.4.) und Auswirkung der Implementierung auf den Unternehmenswert in grossen Familienunternehmen in Deutschland vorgestellt (Abschnitt 6.5.). Die Auswertung des Implementierungsstands umfasst die Verankerung von Wertmanagement im Zielsystem des Unternehmens (Abschnitt 6.3.1.), der Zielsetzung (Abschnitt 6.3.2.), Leistungsmessung (Abschnitt 6.3.3.), Anreiz- und Vergütungsstrukturen (Abschnitt 6.3.4.) und schliesslich der Ausrichtung strategischer und operativer Entscheidungen auf die Wertsteigerung (Abschnitt 6.3.5.). Die Analyse der Einflussfaktoren gliedert sich in interne (Abschnitt 6.4.1) und externe Einflussfaktoren (Abschnitt 6.4.2) der Implementierung. Vorab wird dazu die Studiendurchführung im

Hinblick auf tatsächliche Umsetzung der geplanten Forschungsmethodik beschrieben (Abschnitt 6.1.) sowie die aktuelle Relevanz der Thematik für die Studienteilnehmer festgehalten (Abschnitt 6.2.).

Schliesslich werden im siebten Kapitel die Erkenntnisse der Studie hinsichtlich der theoretischen Erkenntnisse zur Notwendigkeit von Wertmanagement in grossen Familienunternehmen sowie der empirischen Resultate zur Implementierung von Wertmanagement in diesen Unternehmen zusammengefasst (Abschnitt 7.1.). Danach werden die Erkenntnisse in Anbetracht bestehender Beiträge der Literatur kritisch gewürdigt (Abschnitt 7.2.) und konkrete Handlungsempfehlungen für die Implementierung von Wertmanagement in grossen Familienunternehmen thesenartig abgeleitet (Abschnitt 7.3.). Zuletzt wird ein Ausblick auf zukünftig interessante Forschungsfelder gegeben (Abschnitt 7.4.).

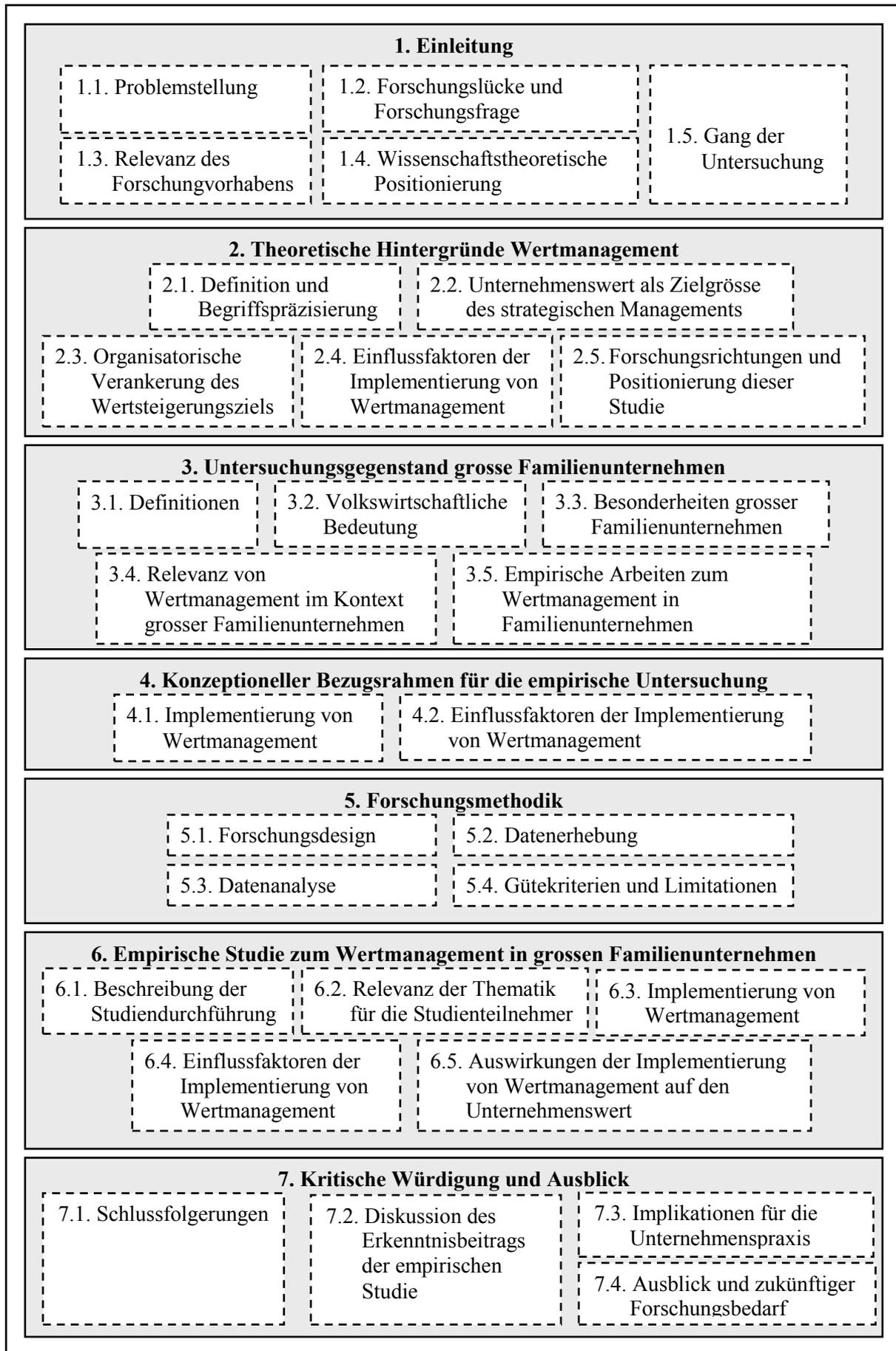


Abb. 1: Gang der Untersuchung.

2. Theoretische Hintergründe Wertmanagement

2.1. Definition und Begriffspräzisierung

Die Begrifflichkeit Wertmanagement selber ist nicht eindeutig definiert. Synonym werden in anderen Publikationen auch die Begriffe wertorientiertes Management (Stiefle & Westerholt, 2008), wertorientierte Unternehmensführung (Ballwieser, 2004; Pape, 2009) oder im englischsprachigen Raum *Value Based Management* verwendet (Copeland et al., 1996; Spremann et al., 2005). Dies liegt auch daran, dass die Begriffe Management und Unternehmensführung synonym verwendet werden (Pape, 2009).¹⁹ Es besteht aber inhaltlich grundsätzlich Einigkeit, dass damit die Ausrichtung der strategischen sowie operativen Unternehmensführung auf die finanzielle Wertsteigerung gemeint ist (Salfeld und Coenenberg, 2003; Koller et al., 2010). Die Implementierung von Wertmanagement bzw. die Ausrichtung der Unternehmensführung auf die finanzielle Wertsteigerung bedingt Veränderungen sowohl des unternehmerischen Zielsystems, der Leistungsmessung als auch in der Ausgestaltung der Anreiz- und Vergütungssysteme des Managements (Stührenbeck et al., 2003). Folglich ist die Implementierung von Wertmanagement im engeren Sinne anzusehen als Adaption des Wertsteigerungsziels und entsprechender wertorientierter Planungs- und Kontrollsysteme (Malmi und Ikäheimo, 2003; Koller et al., 2010). Deshalb wird die Thematik Wertmanagement vor allem in der *Management Accounting*-Literatur behandelt. Teilweise wird Wertmanagement auch als (strategisches) *Management Control System* bzw. *Performance Management System* bezeichnet und unter diesen Begrifflichkeiten in theoretischen und empirischen Studien untersucht (Otley, 1999; Otley, 2001; Ittner und Larcker, 2001; Malmi und Ikäheimo, 2003; Feldbauer-Durstmüller et al., 2007; Koller et al., 2010; Hiebl et al., 2013).²⁰ Sehr eng verknüpft mit dem Begriff Wertmanagement ist deshalb auch die Begrifflichkeit des (Unternehmens-)wertorientierten Controllings (Günther, 1997). Im Rahmen des wertorientierten Controllings sollen die Controlling-Instrumente dem Unternehmensziel der Wertsteigerung angepasst werden (Pellens et al., 1998). Die Ausgestaltung der Controlling-Instrumente soll dann die zentralen Prinzipien der zahlungsorientierten

¹⁹ Nachfolgend werden die Begriffe Wertmanagement und wertorientierte Unternehmensführung synonym verwendet.

²⁰ Auch die Begrifflichkeit der *Shareholder Value-Analyse* ist in empirischen Studien gebräuchlich und wird in diesem Zusammenhang zu den strategischen Controlling-Instrumenten gezählt (Feldbauer-Durstmüller et al., 2007; Hiebl et al., 2013).

Unternehmensbewertung aufgreifen: Zeitpunkt, Höhe und Risiko der zukünftigen freien Cashflows (Günther, 1997; Damodoran, 2006). Von (zunehmender) Wertorientierung wird somit gesprochen, wenn Unternehmen die Steigerung des Unternehmenswertes als oberstes Unternehmensziel adaptieren und die Unternehmensführung auf die Unternehmenswertsteigerung ausrichten. Eine tatsächliche Implementierung von Wertmanagement wird erreicht, wenn sowohl strategische als auch operative Entscheidungen des Managements wirklich auf die Steigerung des Unternehmenswertes ausgerichtet sind (Koller et al., 2010). Zusammenfassend weisen die Begrifflichkeiten weitest gehende Überschneidung auf. In empirischen Studien sowie normativen Beiträgen besteht allerdings keine Einigkeit, welche Teilaspekte zum Wertmanagement zu zählen sind. In Abschnitt 2.3. „*Organisatorische Verankerung des Wertsteigerungsziels: Wertmanagement*“ sowie im konzeptionellen Bezugsrahmen (Abschnitt 4.1.) wird spezifiziert, wie die Implementierung von Wertmanagement in vorliegender Studie empirisch untersucht und operationalisiert wird.

Zudem scheint notwendig, die Begrifflichkeit des Unternehmenswertes gesondert zu klären.²¹ Hiermit ist der intrinsische bzw. fundamentale Unternehmenswert gemeint (Volkart, 2002; Koller et al., 2010). Der intrinsische Unternehmenswert setzt sich zusammen aus dem Wert der zukünftigen diskontierten freien Cashflows bzw. Zahlungsströme, die den Eigentümern eines Unternehmen zustehen, und ist nicht notwendigerweise gleich wie der Preis eines Unternehmens, der sich am Kapitalmarkt aus der Multiplikation des Aktienpreises mit der Summe aller ausstehenden Aktien ergibt (Ballwieser, 2004; Stiefl und Westerholt, 2008).²² In der Tat können bei börsennotierten Unternehmen durchaus starke Bewertungsunterschiede zwischen intrinsischem Unternehmenswert und der Marktkapitalisierung des Unternehmens bestehen, die im Rahmen einer effektiven Kapitalmarktkommunikation reduziert werden sollen (Koller et al., 2010). Familienunternehmen sind gemäss Definition dieser Studie aber privat gehalten und nicht börsennotiert.²³ Offensichtlich ist diese Art

²¹ Ausserdem wird der Unternehmenswert im Kontext von Familienunternehmen nicht ausschliesslich als finanziell messbar wahrgenommen, sondern um eine nicht-finanzielle Perspektive ergänzt (Astrachan und Jaskiewicz, 2008). In vorliegender Studie ist diese Perspektive aber nicht Gegenstand der Untersuchung. Es ist ausschliesslich der intrinsische (finanzielle) Unternehmenswert Gegenstand dieser Studie.

²² In Sektion 3.2. wird spezifisch auf die Wertermittlung eingegangen.

²³ Diese Definition von Familienunternehmen lässt auch den Bezug zu mittelständischen Unternehmen zu. Grosse Familienunternehmen stellen einen Spezialfall mittelständischer Unternehmen dar.

der Kapitalmarktkommunikation im Kontext privat gehaltener Familienunternehmen von geringerer Bedeutung. Darüber hinaus wird unterschieden zwischen Brutto- und Netto-Unternehmenswert (Ballwieser, 2004). Der Netto-Unternehmenswert steht alleinig den Eigentümern des Unternehmens zu und ergibt sich durch Subtraktion der Netto-Finanzverbindlichkeiten vom Brutto-Unternehmenswert (Rappaport, 1998).²⁴ Im Rahmen von Wertmanagement soll durch das Management auf allen Ebenen eines Unternehmens auf eine Maximierung des intrinsischen bzw. fundamentalen Unternehmenswertes hingearbeitet werden. Ein wertorientiertes *Performance Management System* soll dies unterstützen (Koller et al., 2010). Die Zielsetzung der Wertsteigerung unterscheidet sich fundamental von einer kurzfristigen Optimierung des Ergebnisses oder des Marktwertes des Eigenkapitals, wie dies teilweise fälschlicherweise auch in wissenschaftlichen Publikationen zu Familienunternehmen dargestellt wird (Hiebl 2012).²⁵

Aus dieser Definition ergibt sich auch die grundsätzliche Annahme dieser Arbeit im Hinblick auf die Übertragbarkeit dieses Managementkonzeptes auf privat gehaltene, grosse Familienunternehmen in Deutschland. Die Maximierung des Wertes der zukünftigen, diskontierten Zahlungsströme des Unternehmens steht in Übereinstimmung mit der Zielsetzung vieler Familienunternehmen nach Sicherung der Existenz des Unternehmens (Abschnitt 3.4.1.). Aus finanzwirtschaftlicher Sicht bedeutet die Zielsetzung der Wertsteigerung ausserdem lediglich eine Umformung bzw. Zusammenfassung klassischer finanzieller Ziele wie Wachstum, Liquidität, Rentabilität und Risiko in eine einheitliche und logisch konsistente Zielsetzung (Franke und Hax, 1995; Perridon und Steiner, 2002; Volkart, 2008). Ausserdem findet das Kriterium der Kapitalwertmaximierung Eingang in die Zielsetzung, welches als Entscheidungskriterium bei Investitionsentscheidungen seit langer Zeit bekannt ist (Coenenberg et al., 2002).

²⁴ Auf Details der Überleitung zwischen Brutto- und Netto-Unternehmenswert wird an dieser Stelle verzichtet. Dazu ausführlich bspw. Volkart (2008) oder Koller et al. (2010).

²⁵ Zweifellos mag diese Zielsetzung von bestimmten Typen von Eigentümern verfolgt werden, z. B., *Private Equity*-Investoren oder *Corporate Raiders*, die innerhalb eines relativen kurzen Zeitraums eine Maximierung des Wertes (Verkaufspreises) ihrer Unternehmensbeteiligung anstreben. Diese Zielsetzung ist aber nicht notwendigerweise vereinbar mit dem Verständnis von Wertmanagement dieser Studie.

2.2. Unternehmenswert als Zielgrösse des strategischen Managements

2.2.1. Entwicklung und Treiber der Bedeutung des Wertsteigerungsziels

„Ausgehend von den Entwicklungen in der amerikanischen Unternehmenspraxis seit Anfang der 80er-Jahre gewinnt seit Anfang der 90er-Jahre auch in der deutschen Wirtschaftspraxis der Unternehmenswert für die Ausrichtung der Unternehmensführung zunehmend an Bedeutung.“

(Hahn und Hintze, 2006, S. 100)

Im Rahmen dieser Entwicklung haben die Interessen der Eigentümer in der Unternehmensführung zunehmend stärkere Aufmerksamkeit erhalten (Hahn und Hintze, 2006; Hirsch et al., 2008). Obwohl die Zielsetzung der Kapitalwertmaximierung bereits seit langer Zeit aus der Investitionsrechnung bekannt ist und dort als korrekter Massstab ökonomischer Entscheidungen gilt, hat sich eine Übertragung dieses Kriteriums auf die gesamte Unternehmensführung erst seit Mitte der 1980er-Jahre im amerikanischen Raum und im deutschsprachigen Raum seit Mitte der 1990er-Jahre wirklich durchgesetzt (Rappaport, 1998; Coenenberg et al., 2002). Die erste Arbeit entstand dazu von Rappaport (1986). Es werden verschiedene Aspekte diskutiert, die zu einer stärkeren Bedeutung des Wertsteigerungsziels geführt haben. Als wesentliche Gründe für eine stärkere Orientierung der Unternehmensführung an der Steigerung des Unternehmenswertes werden aber besonders häufig die zunehmende Globalisierung der Kapitalmärkte, Trennung von Eigentum und Unternehmensführung und die Mängel traditioneller Kennzahlen genannt (Rappaport, 1998; Pellens et al., 1998; Coenenberg et al., 2002; Stern et al., 2003; Hahn und Hintze, 2006; Tappe, 2009).²⁶

2.2.1.1. Kapitalmarkt zur Unternehmensfinanzierung

Die Globalisierung der Kapitalmärkte sowie steigende Anforderungen professioneller Kapitalgeber haben in börsennotierten Grossunternehmen die Bedeutung des Wertsteigerungsziels in das Zentrum des unternehmerischen Handelns gerückt (Pellens

²⁶ Siehe bspw. Günther (1997) zu Details der Entwicklung des *Shareholder Value*-Ansatzes und Bedeutung des Wertsteigerungsziels.

et al., 1998; Coenenberg et al., 2002; Hahn und Hintze, 2006). Eine Finanzierung am Kapitalmarkt setzt voraus attraktive Renditen für die Anteilseigner zu erwirtschaften, um erfolgreich im Wettbewerb um globales Kapital bestehen zu können (Stern et al., 2003). Ausserdem haben vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika die Aktivitäten so genannter *Corporate Raiders*, die Wertlücken börsennotierter Unternehmen identifizierten und Unternehmen zerschlagen haben um diese Wertlücken zu heben, dazu geführt, dass der Steigerung des Unternehmenswertes eine wesentlich höhere Bedeutung als Unternehmensziel zugekommen ist (Günther, 1997). Durch Schliessung von Wertlücken reduziert das Management börsennotierter Grossunternehmen ausserdem die Gefahr feindlicher Übernahmen, die durch zu niedrige Unternehmensbewertungen am Kapitalmarkt ausgelöst werden können. Insofern ist der Wert des Unternehmens auch als Währung im Rahmen von Unternehmenskäufen von Bedeutung. Steigende Unternehmenswerte ermöglichen somit verbesserte Akquisitionsmöglichkeiten.

2.2.1.2. Trennung von Eigentum und Unternehmensleitung

Die Trennung von Eigentum und Unternehmensführung hat in börsennotierten Grossunternehmen einen massgeblichen Faktor für die Implementierung einer wertorientierten Unternehmensführung dargestellt (Rappaport, 1998). Mit der Verankerung der Steigerung des Unternehmenswertes in den Unternehmenszielen sollen die Interessen des Managements und die finanzwirtschaftlichen Interessen der Eigentümer angeglichen werden (Stern et al., 2003). In der Vergangenheit sind einige Beispiele von Managern bekannt geworden, die sich nicht konform mit den Interessen der Eigentümer, sondern im eigenen Interesse verhalten haben. Insbesondere im Zusammenhang von Akquisitionen tritt die Frage in den Vordergrund, aus welchem Motiv grosse Akquisitionen getätigt werden (Stern et al., 2003). Vielfach stand bei Akquisitionsentscheidungen nicht die Motivation im Vordergrund den Unternehmenswert zu steigern, sondern Wachstumsziele und Prestigedenken des Top-Managements (Stern et al., 2003; Günther, 1997).

2.2.1.3. Mängel traditioneller Kennzahlen

Die Mängel traditioneller, auf dem Buchwert basierender Erfolgsgrössen haben insbesondere zu einer stärkeren Bedeutung des Wertsteigerungsziels beigetragen

(Rappaport, 1986; Coenenberg et al., 2002; Pape, 2009). An den traditionellen Kennzahlen wird bemängelt, dass sie die ökonomische Leistung des Unternehmens nicht akkurat widerspiegeln (Stern et al., 2003; Pape, 2009). Der Unternehmenswert stellt die einzige Zielgrösse dar, die alle verfügbaren Informationen des Unternehmens beinhaltet (Copeland et al., 1996). Die traditionellen Kennzahlen weisen kaum Bezug zu den zentralen Treibern des intrinsischen Unternehmenswertes auf: Höhe, Zeitpunkt und Risiko der freien Cashflows, die ein Unternehmen erzielen kann (Günther, 1997; Malmi und Ikäheimo, 2003). Es wird insbesondere der Fokus börsennotierter Grossunternehmen auf vierteljährliche Gewinnzahlen sowie die Orientierung am Gewinn pro Aktie als nicht konform mit der Ausrichtung an der Steigerung des Unternehmenswertes bemängelt (Martin und Petty, 2000; Stern und Shiley, 2001; Koller et al., 2010). Zusammenfassend wird an traditionellen Kennzahlen zur Leistungsmessung kritisiert, dass sie (1) keinen Bezug zu den Cashflows des Unternehmens aufweisen, (2) kein Risiko (insbesondere der Finanzierung) berücksichtigen, (3) Opportunitätskosten des Eigenkapitals übersehen, (4) Gewinnzahlen durch unterschiedliche Buchhaltungspraxis verzerrt werden können und (5) der Zeitwert des Geldes nicht beachtet wird (Martin und Petty, 2000, S. 36–40). Weitestgehend überschneidende Mängel werden in unterschiedlichen Beiträgen zum Wertmanagement an die Ausgestaltung der Kennzahlen zur wertorientierten Unternehmenssteuerung identifiziert (Knight, 1998; Günther, 2002; Tappe, 2009). Zusätzlich wird an traditionellen finanziellen Kennzahlen bemängelt, dass sie durch Bewertungsspielräume Raum für Manipulation schaffen und kaum Vergleichbarkeit zwischen Unternehmen zulassen. Darüber hinaus wird insbesondere an der Kennzahl der Kapitalrendite kritisiert, dass sie hemmend auf Investitionen in Teileinheiten von Unternehmen wirken kann. So verzichtet das Management möglicherweise auf Investitionen, deren Verzinsung die Kapitalkosten zwar übersteigen würde, aber kurzfristig zu einer Reduktion der Kapitalrendite der jeweiligen Teileinheit des Unternehmens oder des Gesamtunternehmens führen würde.

2.2.2. Zentrale Implikationen der Wertorientierung für die Unternehmensführung

2.2.2.1. Verankerung im unternehmerischen Zielsystem

Wertmanagement erfordert die Ausrichtung der Unternehmensführung auf die Zielsetzung der langfristigen Maximierung des Unternehmenswertes und Auswahl von Strategien, die dieser Zielsetzung zuträglich sind (Coenenberg et al., 2002). Die inhaltliche Ausgestaltung der Strategie wird jedoch nicht vorgegeben (Jensen, 2001; Malmi und Ikäheimo, 2003; Jensen, 2010). Vielmehr soll sich das Handeln des Managements auf allen Ebenen alleinig auf die Steigerung des finanziellen Unternehmenswertes konzentrieren und Strategien daran gemessen werden, inwieweit sie einen Beitrag zur Steigerung des Unternehmenswertes leisten (Jensen, 2001; Jensen, 2010). Jensen (2001; 2010) argumentiert weiter, dass eine Organisation nur effizient sein kann, wenn sie eine einzelne Zielsetzung verfolgt, da das Management ansonsten keinen Anhaltspunkt hat zielgerichtete Entscheidungen zu treffen. Im Rahmen von Wertmanagement wird die klassische Zielsetzung der Gewinnmaximierung überführt in eine „(...) *differenzierte Finanzzielsetzung* (...)“ (Volkart, 2002, S. 18). Das Gewinnstreben verändert sich zu einem eigentlichen Wertstreben (Volkart, 2002, S. 19). Traditionelle Ergebnis- und Renditekennzahlen sind vornehmlich als abgeleitete Größen (Werttreiber) relevant, um das Ziel der langfristigen Wertsteigerung zu erreichen (Volkart, 2002; Koller et al., 2011). Es bestehen verschiedene Ansichten hinsichtlich der Bedeutung des Wertsteigerungsziels im unternehmerischen Zielsystem. Während die angelsächsische Perspektive die Steigerung des Unternehmenswertes als oberstes Unternehmensziel ansieht, wird die Unternehmenswertsteigerung im deutschsprachigen Raum als oberstes finanzwirtschaftliches Ziel neben weiteren Zielgrößen gesehen (Hahn und Hintze, 2006; Pape, 2009). Während die angelsächsische Perspektive eine reine Orientierung an den Interessen der Eigentümer des Unternehmens vorsieht, lässt die zweite Perspektive durchaus gleichberechtigte Interessen anderer Anspruchsgruppen im Zielsystem zu. Allerdings muss letztere Perspektive verworfen werden, da die Optimierung der Ansprüche mehrere Anspruchsgruppen unmöglich und logisch inkonsistent ist wie nachfolgend ausgeführt wird (Jensen, 2001; Jensen, 2010).

2.2.2.2. Berücksichtigung von Anspruchsgruppen des Unternehmens

Im Rahmen einer wertorientierten Unternehmensführung stellen die Eigentümer des Unternehmens die wichtigste Anspruchsgruppe des Unternehmens dar. Konzeptionell wird die Ausrichtung an den Interessen der Eigentümer durch ihren Residualwertanspruch begründet (Pellens et al., 1998). In letzter Konsequenz tragen die Eigentümer des Unternehmens die Risiken eines Totalverlusts, weshalb eine adäquate Verzinsung des eingesetzten Kapitals sichergestellt werden muss (Neale und McElroy, 2004). Ein Unternehmen ist ökonomisch nur überlebensfähig, wenn nachhaltig alle Faktorkosten gedeckt werden, zu denen auch die Kosten des eingesetzten (Eigen-) Kapitals gehören (Martin et al., 2007). Kritiker der wertorientierten Unternehmensführung bemängeln eine Ausrichtung ausschliesslich an den Interessen der Eigentümer als zu einseitig und deshalb als nicht nachhaltig (Gonschorek, 2009). Dieser Kritik wird von Befürwortern einer am finanziellen Unternehmenswert ausgerichteten Unternehmensführung aber entgegengehalten, dass ...

„(...) a company will enhance shareholder value if it undertakes creative initiatives to foster the well-being of its employees, if it works in close harness with its suppliers and cultivates their loyalty, if it knows its customers intimately and takes pains to meet their specific needs, and if it wins a reputation in the community as a good corporate citizen.” (Stern und Shiley, 2001, S. 53)

Vor dem Hintergrund der Kritik am Konzept der wertorientierten Unternehmensführung spricht Jensen (2001) von „*I call it enlightened value maximisation (...)*” (S. 298), um Unternehmen zu beschreiben, die langfristig die Steigerung des Unternehmenswertes als oberstes Ziel des Unternehmens akzeptieren und vor diesem Hintergrund notwendige *Trade-Offs* im Hinblick auf Interessen der jeweiligen Anspruchsgruppen und des Zeithorizonts vornehmen. Ausserdem wird darauf hingewiesen, dass Unternehmen, die den Unternehmenswert steigern, nachweislich die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt optimieren und mehr Wert für alle beteiligten Anspruchsgruppen schaffen (Rappaport, 1998; Jensen, 2001; Koller et al., 2011). Neben der Kritik an einer zu einseitigen Ausrichtung der Unternehmensführung auf die Interessen der Eigentümer wird auch kritisiert, dass die Orientierung an der Steigerung des Unternehmenswertes zu kurzfristig orientiert sei (Hiebl, 2012). Dieser

Kritik ist aber entgegenzuhalten, dass dem Konzept der wertorientierten Unternehmensführung eine langfristige Perspektive inhärent ist (Rappaport, 1998). Tatsächlich können insbesondere kurzfristige Optimierungen des Ergebnisses, bspw. Reduktion der Marketingaufwendungen oder Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E), dem Ziel der langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes entgegenstehen (Koller et al., 2010; Koller et al., 2011).

2.2.3. Verfahren zur Bestimmung des Unternehmenswertes

„The value of any asset is a function of the cash flows generated by that asset, the life of the asset, the expected growth in the cash flows and the riskiness associated with the cash flows.“ (Damodaran, 2006, S. 4)

Im Rahmen einer wertorientierten Unternehmensführung stellt der intrinsische Unternehmenswert die zentrale Ziel- und Entscheidungsgrösse des Managements dar (Koller et al., 2011). Das Zitat von Damodaran (2006) verdeutlicht die zentralen Treiber des Unternehmenswertes: Höhe der freien Cashflows; Zeitpunkt, zu welchem die freien Cashflows anfallen, sowie Risiko, mit welchem die freien Cashflows behaftet sind. Alle Aktivitäten des Unternehmens und Entscheidungen des Managements sollen auf die Steigerung dieser finanzwirtschaftlichen Zielgrösse ausgerichtet werden. Somit wird *„(...) das klassische Gewinnstreben in eine differenzierte Finanzzielsetzung überführt (...)“* (Volkart, 2002, S. 18). Trotz einer Vielzahl unterschiedlicher Bewertungsmethoden in der Praxis besteht Einigkeit, dass sich der intrinsische, fundamentale Unternehmenswert aus der Summe der diskontierten zukünftigen Zahlungsströme zusammensetzt: *„Fundamentalanalytisch stellt die DCF-Analyse [Discounted Cash Flow] den zentralen Bewertungsansatz dar.“* (Volkart, 2002, S. 137) Die Summe der zukünftigen diskontierten freien Cashflows stellt zunächst den Brutto-Unternehmenswert dar (Ballwieser, 2004).²⁷ Abzüglich des Marktwertes des Fremdkapitals wird der Brutto-Unternehmenswert zum Netto-Unternehmenswert, der den Eigentümern des Unternehmens zusteht, übergeleitet (Rappaport, 1998). Der Netto-Unternehmenswert stellt dabei den Wert aus Sicht der Eigentümer dar. Koller et al. (2011) heben in diesem Kontext hervor, dass die

²⁷ Im Englischen wird auf den *Entity Value* als Brutto-Unternehmenswert sowie *Equity Value* als Netto-Unternehmenswert verwiesen (Volkart, 2002).

Veränderung der Ansprüche auf die freien Cashflows des Unternehmens, die durch eine Veränderungen der Finanzierungsstruktur einhergeht, keinen Einfluss auf den (Brutto-)Unternehmenswert hat. Vielmehr verändert die Finanzierungsstruktur nur die Ansprüche, die verschiedene Kapitalgeber auf die freien Cashflows des Unternehmens haben (Koller et al., 2011).

2.2.4. Konzepte zur Steuerung der Wertsteigerung

Der intrinsische Unternehmenswert stellt aufgrund der Mehrperiodigkeit, Zahlungsorientierung und Risikobetrachtung zunächst eine sehr komplexe Zielgrösse dar (Günter, 1997; Coenenberg et al., 2002). Es wird kritisiert, dass an den erwirtschafteten freien Cashflows als Planungs- und Kontrollgrösse weder die periodische Wertsteigerung noch Investitionen, die zur Erwirtschaftung dieser freien Cashflows notwendig waren, deutlich werden (Coenenberg et al., 2002). Um die Orientierung der Unternehmensführung an der finanziellen Wertsteigerung zu ermöglichen, sind Kennzahlen notwendig, die die Leistungsmessung und Vergütung des Managements konzeptionell mit der Unternehmensbewertung nach dem *Discounted Cash Flow*- (DCF-)Verfahren verknüpfen (Young und O'Byrne, 2001). Vor diesem Hintergrund werden Ergebnis- oder Cashflow-basierte Residualwertkonzepte zur Unternehmensführung vorgeschlagen, aus welchen diese Informationen direkt ersichtlich sind (Coenenberg et al., 2002; Hostettler, 2007). Die Erwirtschaftung eines Residualwertes bzw. Übergewinns bedeutet, dass das erzielte Ergebnis des Unternehmens die Kosten des eingesetzten Kapitals übersteigt (Martin et al., 2007). Zu den in Theorie und Praxis bekanntesten wertorientierten Steuerungskonzepten gehören die *Shareholder Value*-Analyse von Rappaport (1998), das *Economic Profit*-Konzept von Copeland et al. (2000), das *Economic Value Added*- (*EVA*[®]-)Konzept von Stewart (1991) oder das *Cash Value Added*- (*CVA*-)Konzept von Lewis (1994) (Hahn und Hintze, 2006).²⁸ Diese Residualwertmodelle werden in empirischen Studien typischerweise zu den wertorientierten Spitzenkennzahlen gezählt. Auf eine detaillierte Diskussion dieser Modelle wird an dieser Stelle verzichtet.²⁹ Allen

²⁸ Die Erfinder dieser Steuerungskonzepte sind oder waren als Unternehmensberater tätig bei L.E.K./Alcar Consulting Group (Rappaport), McKinsey & Co. (Copeland, Koller und Murrin), Stern Stewart & Co. (Stewart) oder Boston Consulting Group (Lewis) (Hahn und Hintze, 2006).

²⁹ Für einen detaillierten Vergleich der verschiedenen wertorientierten Steuerungskonzepte siehe Hahn und Hintze (2006), Coenenberg et al. (2002), Pellens et al. (1998), Gebhard und Mansch (2005), Stührenbeck et al. (2003) oder Khadjavi (2005).

Steuerungskonzepten ist gemein, dass sie die Steuerung des Unternehmenswertes auf Basis einer Periode vereinfachen. Letztlich unterscheiden sich die jeweiligen Konzepte aber nur im Hinblick auf unterschiedliche Definitionen des Ergebnisses bzw. investierten Kapitals und eine andere Art, die Treiber der freien Cashflows darzustellen. Folglich werden unterschiedliche Werthebel deutlich, die durch das Management beeinflusst werden können, um den Wert des Unternehmens zu steigern.³⁰ Koller et al. (2011) fassen in diesem Zusammenhang prägnant zusammen „(...) *companies create value by investing capital from investors to generate future cash flows at rates of return exceeding the cost of that capital (...)*” (S. 4). Ballwieser (2004) konstatiert zudem, dass der Brutto-Unternehmenswert letztlich nur durch die Steigerung der freien Cashflows und die Reduktion der Kapitalkosten gesteigert werden kann. Zur Steigerung der freien Cashflows schlägt Rappaport (1998) sieben Werttreiber vor: Umsatzwachstumsrate, Operative Ergebnismarge, Einkommenssteuerrate, Investitionen in das Nettoumlaufvermögen, Investitionen in das Sachanlagevermögen, Durchschnittliche Kapitalkosten und Dauer des Umsatzwachstums.

Letztlich spiegelt sich die Orientierung an der Steigerung der freien Cashflows und Reduktion der durchschnittlichen Kapitalkosten in den Residualwertkonzepten (Martin et al., 2007). So zeigen Young und O’Byrne (2001) anhand des EVA[®]-Modells auf, dass der Unternehmenswert durch folgende Massnahmen gesteigert werden kann:

1. Erhöhung der Kapitalrendite bei konstanten Kapitalkosten und investiertem Kapital.
2. Profitables Wachstum mit Projekten, die einen positiven Kapitalwert aufweisen und der inkrementelle *Return on Invested Capital (ROIC)* immer noch die Kapitalkosten deckt.
3. Desinvestition wertvernichtender Unternehmensanteile.
4. Erhöhung der Wachstumsdauer, in welcher ein positiver *ROIC-Weighted Average Cost of Capital (WACC)-Spread* erzielt wird.
5. Reduktion der Kapitalkosten.

³⁰ Im Konzept von Koller et al. (2010) sind es Umsatzwachstum und steigende Kapitalrenditen, die zu steigenden freien Cashflows führen und damit den Unternehmenswert steigern.

2.3. Organisatorische Verankerung des Wertsteigerungsziels: Wertmanagement

Die in der Investitions- und Finanzierungstheorie begründeten finanzwirtschaftlichen Zusammenhänge der Unternehmensbewertung stellen nur die Grundlage für die Ermittlung und Operationalisierung der Zielgröße Unternehmenswert dar (Stührenbeck et al., 2003; Tappe, 2009). Die Implementierung einer wertorientierten Unternehmensführung geht über eine reine Messung und Darstellung der finanzwirtschaftlichen Zusammenhänge der Unternehmensbewertung und Werttreiber hinaus (Ballwieser, 2004). Im Zentrum einer organisatorischen Verankerung steht die Ausrichtung der gesamten Unternehmensführung auf die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes. Es werden verschiedene (Teil-)Aspekte diskutiert, die dazu notwendig sind (Lueg und Schäffer, 2010; Burkert und Lueg, 2013). Diese Aspekte werden als Fähigkeiten oder als Erfolgsfaktoren einer wertorientierten Unternehmensführung beschrieben (Lueg und Schäffer, 2010; Ebeling, 2007; Tappe, 2009; Bötzel und Schwilling, 1998). An anderer Stelle wird gesprochen von Anforderungen oder Aufgabenkomplexen, die im Rahmen der Wertorientierung an die Unternehmensführung gestellt werden (Weber et al., 2004; Tappe, 2009; Hirsch und Scherm, 2011). In dieser Studie soll schlicht von Teilaspekten einer wertorientierten Unternehmensführung gesprochen werden.

Volkart (2002) unterstreicht die Bedeutung des Erfolgsfaktors Wertmanagement, indem er vorschlägt: „*Ein professionalisiertes Wertmanagement (...) als wichtige Überlebensvoraussetzung zu betrachten.*“ (S. 26). Auch empirisch kann nachgewiesen werden, dass Unternehmen, die Wertmanagement implementieren, weniger investieren, mehr divestieren, bestehende Vermögenswerte besser nutzen und mehr Dividenden an die Eigentümer ausschütten (Wallace, 1997). Ryan und Trahan (2007) zeigen auch, dass Unternehmen, die Wertmanagement implementieren, eine bessere Aktienkursentwicklung aufweisen als solche Unternehmen, die Wertmanagement nicht implementieren. Allerdings können Biddle et al. (1997) diesen Zusammenhang nicht feststellen. Die Thematik der Erfolgsfaktoren wird sowohl in normativer als auch in empirischer Literatur behandelt. Deshalb werden nachfolgend sowohl die Kernaspekte der normativen Beiträge als auch die Operationalisierung der Erfolgsfaktoren von Wertmanagement in historischen empirischen Studien vorgestellt.

2.3.1. Teilaspekte von Wertmanagement in der normativen Literatur

Young und O'Byrne (2001) unterscheiden zwischen einem engeren und einem weiteren Verständnis von Wertmanagement. In einem engeren Verständnis wird darunter ausschliesslich die Anwendung einer wertorientierten Spitzenkennzahl als Wertmanagement verstanden, die allerdings nur eine alternative Art darstellt den Unternehmenserfolg zu messen (Young und O'Byrne, 2001). Es besteht aber sowohl aus akademischer Sicht als auch aus Sicht der Praxis Einigkeit, dass Wertmanagement über die reine Messung des Unternehmenserfolges hinausgeht (Koller, 1994; Ittner und Larcker, 2001; Stern und Shiley, 2001; Young and O'Byrne, 2001; Malmi und Granlund, 2009; Koller et al., 2010; Koller et al., 2011; Burkert und Lueg, 2013). Obwohl die Definitionen einer ganzheitlichen wertorientierten Unternehmensführung durchaus voneinander abweichen, umfassen sie im Kern die Ausrichtung der gesamten Organisation auf das übergeordnete Ziel der finanziellen Wertsteigerung und dementsprechende operative und strategische Planung, Zielsetzungen, Investitionsentscheidungen, Leistungsmessung sowie Vergütung des Managements (Young and O'Byrne, 2001; Koller et al., 2010; Koller et al., 2011). Folglich sind die zentralen Teilaspekte von *Performance Management*-Systemen bzw. *Management Control*-Systemen auf die Wertsteigerung auszurichten.³¹ Dazu gehören die Ziele des Unternehmens, Strategien und Pläne, um diese Ziele zu erreichen, Zielsetzungen, Anreiz- und Belohnungsstrukturen für das Erreichen dieser Zielsetzungen und Informationsflüssen, die der Organisation helfen aus ihren Erfahrungen zu lernen (Otley, 1999).³² Abbildung 2 verdeutlicht die verschiedenen Teilaspekte wertorientierter Unternehmensführung.³³

³¹ In der deutschsprachigen Literatur wird darauf hingewiesen, dass im Rahmen einer wertorientierten Unternehmensführung alle Führungssubsysteme auf die Steigerung des Unternehmenswertes ausgerichtet werden sollen (Ebeling, 2007). In dieser Studie werden die Begriffe *Management Control System* (MCS) und *Performance Management System* (PMS) synonym verwendet.

³² Otley und Ferreira (2009) schlagen ein erweitertes *Framework* zur Analyse von *Performance Management*-Systemen vor, welches über das *Framework* von Otley (1999) hinaus u. a. noch die Aspekte Vision und Mission, diagnostische Kontrollen, Verwendung des Kontrollsystems in der Organisation sowie dessen Dynamik im Zeitverlauf umfasst. Allerdings entfernt sich dieses *Framework* vom Fokus auf Wertmanagement an sich und wird deshalb nicht weiter berücksichtigt.

³³ Abbildung 2 in Anlehnung an Stührenbeck et al. (2003), S. 82. Stührenbeck et al. (2003) identifizieren auf Basis der normativen Wertmanagement-Literatur fünf Teilaspekte, um die Wertorientierung in die Unternehmensführung zu integrieren: „*Definition wertorientierter Ziele und Strategien, Planung und Kontrolle, Bewertung des Unternehmenserfolges, wertorientierte Vergütungssysteme und wertorientierte Kommunikation*“ (S. 83). Ähnlich auch Pellens et al. (1998).

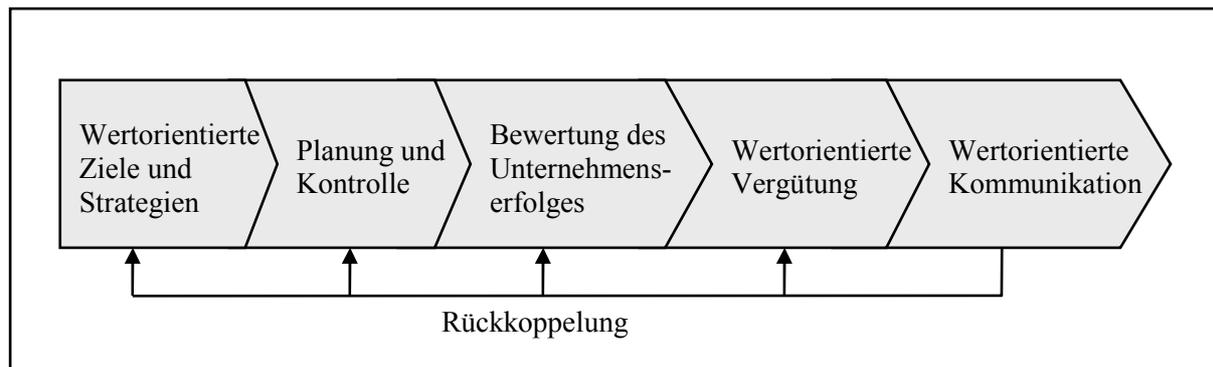


Abb. 2: Übersicht der Teilaspekte von Wertmanagement.

Innerhalb von Wertmanagement kommt dem *Performance Management System* zentrale Bedeutung zu: „*For many companies, performance management is the most important driver of value creation.*“ (Koller et al., 2010, S. 444) Letztlich soll durch ein systematisches *Performance Management System* sichergestellt werden, dass die Entscheidungen des Managements auf allen Ebenen des Unternehmens auf die Steigerung des Unternehmenswertes ausgerichtet werden (Koller et al., 2010).

„The overall value that a company creates is the sum of innumerable business decisions taken by its managers and staff at every level, from choosing when to open the door to customers to deciding whether to acquire a new business. A company needs a system to ensure that all decisions affecting value are consistent with its short- and long-term objectives. Such performance management systems enable management to see clearly the impact of those myriad decisions on value creation.“ (Koller et al., 2010, S. 429)

Weitere (Teil-)Aspekte von Wertmanagement, die diskutiert werden, sind bspw. interne und externe Kommunikation (Young and O’Byrne, 2001; Gebhardt und Mansch, 2005; Koller et al., 2010), Rolle eines Kontrollgremiums, um wertorientierte Entscheidungen sicherzustellen (Koller et al., 2011), Etablierung einer wertorientierten Unternehmenskultur sowie Verankerung von Wertmanagement bis auf die niedrigste Hierarchieebene eines Unternehmens (Copeland et al., 1996; Knight, 1998; Stern und Shiley, 2001) sowie Einfluss auf die Entscheidungen des Managements (Malmi und Ikäheimo, 2003; Koller et al., 2010). Im Gegensatz zu anderen Studien wird auf eine Darstellung organisatorischer Voraussetzungen als Bestandteile von Wertmanagement, bspw. Schulung Mitarbeiter, Unterstützung des Top-Managements, verzichtet, die in

vorliegender Studie als Einflussfaktoren der Implementierung angesehen werden und nicht als Bestandteil der Wertorientierung in der Unternehmensführung bzw. unmittelbarer Bestandteil von *Performance Management*-Systemen bzw. *Management Control*-Systemen anzusehen sind (Otley, 1999; Ebeling, 2007; Tappe, 2009). Ein ähnliches Vorgehen wählt Rappaport (1998), der zwischen dem Grad der Implementierung von Wertmanagement und dessen Einflussfaktoren unterscheidet und eine hohe Anzahl möglicher Faktoren aufzählt, die auch den Implementierungsprozess selber beeinflussen können. Ein Teil dieser Faktoren wird in der Diskussion der Einflussfaktoren von Wertmanagement aufgegriffen (siehe Abschnitt 4.2).

2.3.2. Operationalisierung der Implementierung von Wertmanagement in empirischen Studien

Empirisch wird die tatsächliche Implementierung von Wertmanagement ausschliesslich in der *Management Accounting*-Forschung untersucht, weshalb die bestehenden *Frameworks* zur empirischen Untersuchung aus diesem Forschungsfeld stammen (Burkert und Lueg, 2013; Lueg und Schäffer, 2010; Malmi und Ikäheimo, 2003; Ittner und Larcker, 2001). Ähnlich wie die unterschiedlichen Teilaspekte von Wertmanagement, die in der normativen Literatur diskutiert werden, herrscht auch in empirischen Studien kaum Konsistenz im Hinblick auf die Operationalisierung der Implementierung von Wertmanagement (Lueg und Schäffer, 2010). Grundsätzlich besteht aber Einigkeit, dass die Implementierung von Wertmanagement auf ganzheitliche Weise betrachtet werden sollte, d. h. alle Erfolgsfaktoren bzw. Teilaspekte einer wertorientierten Unternehmensführung abdecken sollte und somit nicht einfach dichotom zwischen Anwendern und Nicht-Anwendern unterschieden werden kann (Lueg und Schäffer, 2010). Bislang hat sich aber kein Konsens im Hinblick auf die Definition eines Wertmanagement-Konstrukts eingestellt. Deshalb wird mehrfach auf Definitionsprobleme des Wertmanagementkonstrukts und anschliessender geringer Vergleichbarkeit empirischer Studien hingewiesen (Malmi und Ikäheimo, 2003; Lueg und Schäffer, 2010).³⁴ „Hence the study of VBM use and its benefits is bound to be a laborious exercise, fraught with problems concerning the comparability of research results.“ (Malmi und Ikäheimo, 2003, S. 251) Dies mag

³⁴ Dies gilt vor allem für Studien, die die Erfolgswirkung der Implementierung von Wertmanagement untersuchen (Lueg und Schäffer, 2010).

auch auf die bislang geringe Auseinandersetzung wissenschaftlicher Literatur mit der Thematik der Implementierung von Wertmanagement zurückzuführen sein (Malmi und Granlund, 2009; Burkert und Lueg, 2013). Besonders wichtig sind aber die Rahmenkonzepte von Ittner und Larcker (2001) sowie von Malmi und Ikäheimo (2003), die nachfolgend vorgestellt werden.

2.3.2.1. Rahmenkonzept von Ittner und Larcker (2001)

Ittner und Larcker (2001) stellen in ihrem *Framework* sechs Schritte von Wertmanagement vor, die aus ihrer Sicht typischerweise in normativer Literatur zum Wertmanagement diskutiert werden, um anhand dessen empirische Forschung im Bereich *Management Accounting* systematisch einzuordnen. Diese sechs Schritte des entwickelten *Frameworks* umfassen (1) die übergeordnete Ausrichtung des Unternehmens auf die Steigerung des Unternehmenswertes, (2) Identifizierung spezifischer Zielsetzungen, (3) Entwicklung von Strategien und organisatorischer Designs, (4) Identifikation von Werttreibern, (5) Entwicklung von Aktionsplänen, Auswahl von Kennzahlen und Zielsetzungen und (6) Auswertung der Leistung.³⁵

Dieses *Framework* stellt einen holistischen Überblick über die Forschung zum Wertmanagement dar (Lueg und Schäffer, 2010) ist aber absichtlich relativ breit gehalten und somit noch nicht spezifisch genug für die Untersuchung der Implementierung in der Praxis. Ausserdem wurde dieses *Framework* in empirischen Untersuchungen der Implementierung von Wertmanagement noch nicht explizit verwendet.³⁶

³⁵ Die Relevanz sowie Aktualität dieses *Frameworks* zeigen aktuelle Studien zur Klassifizierung empirischer Studien zum Wertmanagement (Lueg und Schäffer, 2010) und empirischer Forschung zum Wertmanagement (Burkert und Lueg, 2013).

³⁶ Abbildung 3 ist der Arbeit von Ittner und Larcker (2001) entnommen und ist dort auf Seite 353 zu finden.

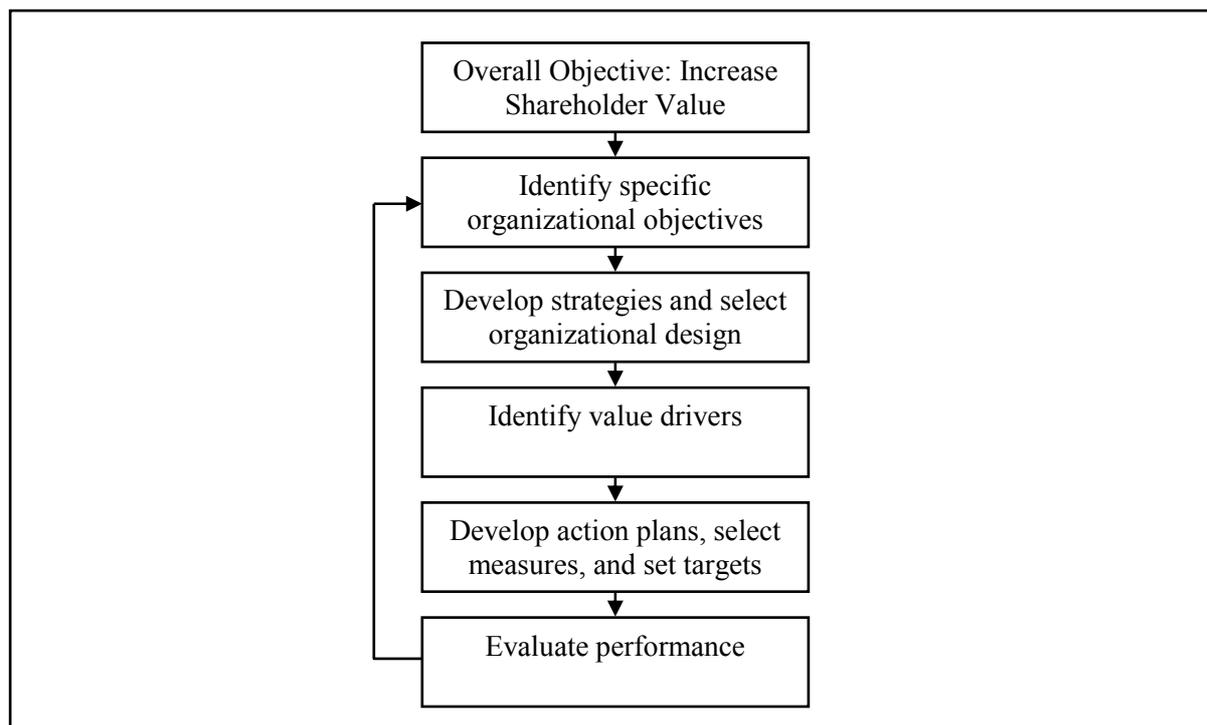


Abb. 3: Wertmanagement-Rahmenkonzept von Ittner und Larcker (2001).

2.3.2.2. Bezugsrahmen von Malmi und Ikäheimo (2003)

Malmi und Ikäheimo (2003) greifen das *Framework* von Ittner und Larcker (2001) auf, aber kritisieren, dass deren Verständnis von Wertmanagement zu breit gefasst sei, da es Instrumente wie die Balanced Scorecard (BSC) oder Activity Based Costing und strategisches Kostenmanagement umfasst. Zudem wird kritisiert, dass die variable Vergütung des Managements sowie der Einfluss auf die Entscheidungen des Managements nicht berücksichtigt werden (Malmi und Ikäheimo, 2003). Schliesslich scheint das *Framework* von Ittner und Larcker (2001) aus ihrer Sicht wenig geeignet für empirische Untersuchungen, da es primär zur Klassifizierung empirischer Studien im Kontext von Wertmanagement entwickelt wurde. Die sechs Schritte von Ittner und Larcker (2001) werden von Malmi und Ikäheimo (2003) basierend auf normativer Wertmanagement-Literatur zusammengefasst zu Aspekten der Wertorientierung im *Management Control System* des Unternehmens sowie der Ausrichtung der Entscheidungen des Managements auf die Steigerung des Unternehmenswertes. Damit erfasst dieses *Framework* die zentralen Teilaspekte einer wertorientierten Unternehmensführung (Otley, 1999; Stührenbeck et al., 2003; Koller et al., 2010).³⁷

³⁷ Abbildung 4 ist der Arbeit von Malmi und Ikäheimo (2003) entnommen und ist dort auf Seite 239 zu finden.

Kritisch ist allerdings die Fokussierung auf das Residualwertkonzept EVA[®] zu sehen, welches nicht das einzige wertorientierte Steuerungskonzept des Unternehmenswertes darstellt. Dieser Kritikpunkt relativiert sich aber, da die Bedeutung des EVA[®]-Steuerungskonzeptes in der Unternehmenspraxis unbestritten ist. Verschiedene empirische Studien zeigen, dass das wertorientierte Steuerungskonzept EVA[®] in der Unternehmenspraxis die stärkste Verbreitung findet (Kleiman, 1999; KPMG-Consulting, 2000).

Dimension of VBM use	VBM solutions
<i>Management control</i>	
Objectives and strategies	<p>Maximisation shareholder wealth. EVA[®] metrics (or its value drivers) as a single goal throughout the organisation.</p> <p>A value-creating strategy is the only possible solution, though silent about the type of strategy per se. Business units are responsible for strategic planning.</p>
Performance measurement	Performance measured using economic profit metrics and their value drivers from top-to-bottom. Other measures abandoned.
Target setting	Improvement in the current level EVA [®] . Zero-EVA [®] minimum acceptable level. Target setting linked to value drivers.
Compensation	Bonuses paid are based upon changes in EVA [®] . Bonuses have no caps. Banking to avoid myopia. Stock options only to top management with increasing target level in line with the cost of capital.
<i>Influence on decision making</i>	
Strategic decisions	Based on EVA [®] calculations, no room for decision making beyond; acquisitions, strategic capital investments and divestments are made accordingly. Strategising within the business units.
Operational decisions	Both balance sheet and income statements are considered, leading to improved capital investments and more efficient working-capital management.

Abb. 4: Wertmanagement-Bezugsrahmen von Malmi und Ikäheimo (2003).

2.4. Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement

2.4.1. Fragmentierte Ausgangspunkte in bestehender Literatur

Grundsätzlich handelt es sich bei der wertorientierten Unternehmensführung um ein generisches Managementkonzept zur Steuerung börsennotierter Grossunternehmen, in welchen externes Management beschäftigt wird (Burkert und Lueg, 2013).³⁸ Die normative Wertmanagement-Literatur fordert deshalb häufig die Implementierung ungeachtet des unternehmensspezifischen Kontextes (Rappaport, 1998; Stern et al., 2003). Diese Ansicht gilt gleichermassen für privat gehaltene Unternehmen (Stern et al., 2003; Gebhardt und Mansch, 2005). Allerdings zeigen qualitative empirische Studien, dass die Anwendung von Wertmanagement in der Unternehmenspraxis sehr unterschiedlich sein kann, bspw. im Hinblick auf die Hierarchieebene, auf welcher Wertmanagement implementiert wird, die Ausgestaltung von Vergütungsstrukturen oder den Grad, bis zu welchem Entscheidungen des Managements tatsächlich wertorientiert ausgerichtet sind (Malmi und Ikäheimo, 2003).

Es wird bisher aber kaum untersucht, welche Faktoren eine anfängliche Implementierung von Wertmanagement oder Unterschiede in der Implementierung von Wertmanagement bedingen. Die Treiber einer zunehmenden Anwendung von Wertmanagement werden in der Regel auf ähnliche Faktoren zurückgeführt wie diejenigen zunehmender Bedeutung des Wertsteigerungsziels. Empirisch wird aber selten untersucht, welche Faktoren tatsächlich zu Unterschieden in der Anwendung von Wertmanagement führen bzw. geführt haben (Burkert und Lueg, 2013). Aus wissenschaftlicher Sicht kann die Untersuchung von Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement, d. h. Faktoren, die wirklich zu einer Implementierung geführt haben, und Faktoren, die Unterschiede in der Implementierung bedingen, als kaum untersucht betrachtet werden (Burkert und Lueg, 2013). Dies gilt sowohl im Kontext börsennotierter Grossunternehmen als auch im Zusammenhang grosser Familienunternehmen in Deutschland (Burkert und Lueg, 2013; Hiebl, 2012; Hiebl, 2012a; Lueg und Schäffer, 2010; Salvato und Moores, 2010). Burkert und Lueg (2013) bemerken aus Sicht der Wertmanagement-Forschung zusammenfassend, dass

³⁸ Zwar gibt es unterschiedliche Steuerungskonzepte, die aufzeigen wie der intrinsische Wert gesteuert werden kann, jedoch geht es im Kern um die Ausrichtung der Unternehmensführung auf die Steigerung des Unternehmenswertes.

„(...) *the number of academic studies that investigate factors leading to at least an initial adoption of VBM is quite small.*” (S. 5)³⁹ Zwar existiert eine grosse Anzahl empirischer Studien, die die Implementierung von Wertmanagement untersuchen, jedoch finden Lueg und Schäffer (2010), dass die Untersuchung von Einflussfaktoren selten systematisch erfolgt, weshalb in historischen Studien eine Vielzahl verschiedener und inkonsistenter Variablen untersucht wurde.⁴⁰ Aus praktischer Sicht ist die Untersuchung verschiedener Einflussfaktoren der Implementierung von besonderer Relevanz.

„In the pursuit of shareholder value, it may make sense for some for-profit-organizations to fully implement all commandments of VBM-advocates. For other for-profit-organizations, it may create more value if VBM is only applied pragmatically.” (Lueg und Schäffer, 2010, S. 9)

Schliesslich kritisieren Lueg und Schäffer (2010), dass bislang kein konsistentes Set an Hypothesen getestet wurde. Aus Sicht der Forschung zum *Management Accounting* in Familienunternehmen befinden Speckbacher und Wentges (2012), dass ...

„To date, the available literature offers no analysis of the relation between family involvement as a main corporate governance characteristic and management control characteristics.” (S. 34)

2.4.2. Kontingenztheorie als Erklärungsansatz

2.4.2.1. Bedeutung in der empirischen Wertmanagement-Forschung

Um eine systematische Untersuchung von Einflussfaktoren der Implementierung zu ermöglichen, wird sowohl seitens der empirischen Wertmanagement-Forschung als auch durch die empirische Forschung im Kontext von Familienunternehmen die Kontingenztheorie vorgeschlagen (Malmi und Ikäheimo, 2003; Lueg und Schäffer, 2010; Dekker et al., 2012; Speckbacher und Wentges, 2012). Lueg und Schäffer (2010) empfehlen im Zusammenhang der Wertmanagement-Forschung diese

³⁹ Ähnlich auch der Hinweis von Chenhall (2003), dass „*economic value analysis*“ (S. 130) bislang durch die Forschung noch nicht stark (genug) behandelt worden sind, insbesondere im Zusammenhang mit kontingenztheoretischen Analysen.

⁴⁰ In Abschnitt 3.5. werden bisherige empirische Studien zum Wertmanagement im Mittelstand im Detail vorgestellt.

theoretische Perspektive, da diese Sichtweise in der Vergangenheit umfangreiche Erkenntnisse in der *Management Accounting*-Forschung gefördert habe. Speckbacher und Wentges (2012) argumentieren ausserdem, dass es in der bestehenden Literatur bislang keine Analyse des Familieneinflusses auf die Ausgestaltung strategischer *Management Control*-Systeme (MCS) gebe, betonen aber, dass grosse Familienunternehmen sich in der Nutzung strategischer und operativer Controlling-Instrumente nicht von Nicht-Familienunternehmen unterscheiden sollten.⁴¹ Obwohl durch die Implementierung von Wertmanagement sowohl operative als auch strategische Entscheidungen des Managements beeinflusst werden sollen, wird Wertmanagement in normativen Beiträgen (Koller et al., 2010; Ittner und Larcker, 2001) und in empirischen Studien (Hiebl et al., 2013; Feldbauer-Durstmüller et al., 2007) typischerweise als Instrument des strategischen Managements angesehen.

2.4.2.2. Grundüberlegung der Kontingenztheorie

Die ursprüngliche Überlegung des kontingenztheoretischen Ansatzes bzw. situativen Ansatzes besagt, dass sich Unternehmensstrukturen in Abhängigkeit situativer Einflussfaktoren verändern (Kieser und Walgenbach, 2003). Die Anpassung der Unternehmensstrukturen an Änderungen der jeweiligen Situation sichert die Effizienz des Unternehmens (Kieser, 2006). Die Situation des Unternehmens ergibt sich dabei aus Dimensionen der internen und externen Situation (Kieser und Walgenbach, 2003). Überdurchschnittliche Leistung (Effizienz) wird durch den richtigen Abgleich interner Gestaltungsparameter und externer (nicht beeinflussbarer) Kontextfaktoren erzielt (Corbetta und Salvato, 2004). Deshalb gibt es auch keine universell effizienten Unternehmensstrukturen (Kieser, 2006). Übertragen auf den Zusammenhang von *Management Control*-Systemen (MCS) und somit auf den spezifischen Kontext dieser Arbeit bedeutet dieses Argument, dass es kein MCS gibt, welches für alle Unternehmen in allen Situationen geeignet ist (Otley, 1980). Chenhall (2003) hält dazu fest: „(...) *MCS will be influenced by the context within which they operate (...)*” (S. 128). Vor diesem Hintergrund hat die Kontingenztheorie in der empirischen *Management Accounting*-Forschung sehr starke Verbreitung und Zuspruch erhalten

⁴¹ Neben der Kontingenztheorie werden die Einflussfaktoren der Implementierung unterschiedlicher strategischer und operativer Controlling-Instrumente in bestehender Forschung im Bereich *Management Accounting* in Familienunternehmen aus den theoretische Perspektiven Kontingenztheorie, *Agency*-Theorie, *Stewardship*-Theorie und dem ressourcenorientierten Ansatz erklärt (Hiebl, 2012; Speckbacher und Wentges, 2012; Payer-Langthaler et al., 2012).

(Cooper and Crowther, 2008). Es wird untersucht, welche unterschiedlichen internen und externen Einflussfaktoren sich auf die Gestaltung von MCS auswirken (Cooper and Crowther, 2008). Zu den Einflussfaktoren, die in historischen Studien untersucht wurden, gehören bspw. Grösse, Strategie, Technologie (Chenhall, 2003). Die Untersuchung der Einflussfaktoren beschränkt sich somit nicht nur auf den externen Kontext, in welchem sich das Unternehmen befindet, sondern auch auf den internen Kontext eines Unternehmens, in welchem das MCS zur Anwendung kommt. Somit sind einerseits Faktoren, die durch das Unternehmen beeinflusst werden können, und andererseits Faktoren, die durch das externe Umfeld gegeben sind, Bestandteil der Untersuchung. Im Zusammenhang dieser Studie stellt die Kontingenztheorie den theoretischen Bezugsrahmen dar, um Unterschiede in der Implementierung von Wertmanagement, welche wesentlichen Einfluss auf die Ausgestaltung der unternehmerischen MCS nehmen soll, zu erklären. Untenstehende Abbildung 5 zeigt den Zusammenhang zwischen Kontingenztheorie und Implementierung von Wertmanagement in stark vereinfachter Form (Perlitz und Bufka, 1997; Lueg und Schäffer, 2010).⁴²

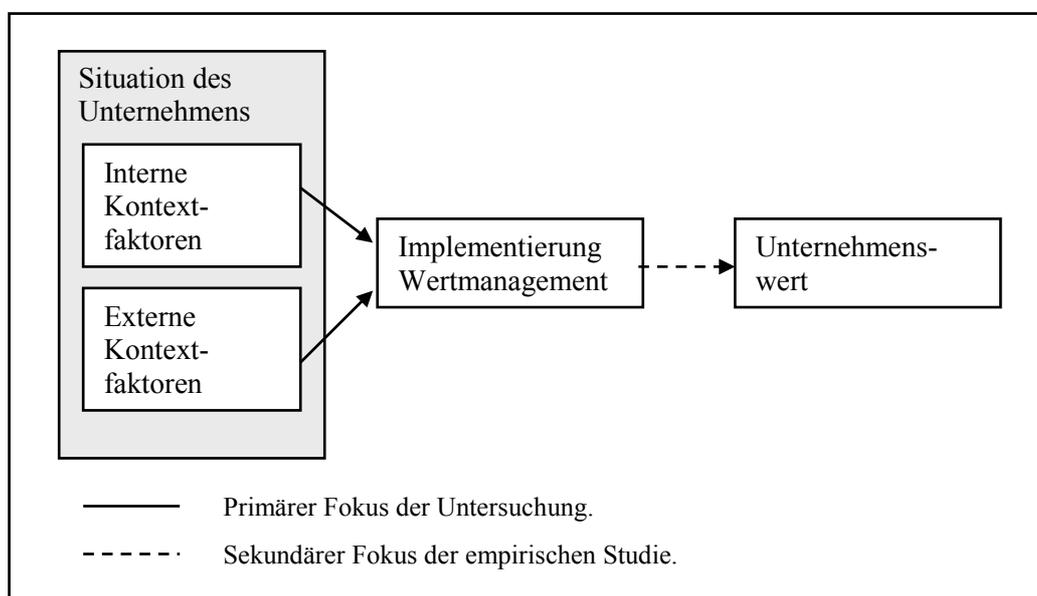


Abb. 5: Zusammenhang von Kontingenztheorie und Wertmanagement.

Die Kontingenztheorie kann aber nicht als abgeschlossene theoretische Sichtweise betrachtet werden, sondern ist offen für die Integration weiterer Kontextfaktoren

⁴² Abbildung 5 in Anlehnung an das „Grundmodell der Situationstheorie“ (S. 204), angepasst an die Analyse von Einflussfaktoren und Erfolgswirkung der Implementierung von Wertmanagement (Wolf, 2011).

(Kieser und Walgenbach, 2003; Krol, 2009). Vielmehr ist sie als Forschungs- und Modellrahmen zu sehen (Gonschorek, 2009). Insofern scheint diese Perspektive im Kontext vorliegender Studie von besonderer Relevanz, da es sich um ein junges und wenig untersuchtes Forschungsgebiet handelt (Gonschorek, 2009; Speckbacher und Wentges, 2012; Hiebl, 2012).

2.5. Forschungsrichtungen und Positionierung dieser Studie

Einhergehend mit einer relativ unklaren Begrifflichkeit Wertmanagement finden sich auch in der wissenschaftlichen Forschung verschiedene Beiträge, die unterschiedliche Facetten von Wertmanagement empirisch untersuchen. Eher technische Facetten, z. B. Investitionsrechnung oder Herleitung von Kapitalkosten werden vorwiegend in der *Corporate Finance*-Literatur behandelt (Trahan und Gitman, 1995; Filbeck und Lee, 2000; Graham und Harvey, 2001) während die ganzheitliche Implementierung einer wertorientierten Unternehmensführung vorwiegend in der *Management Accounting*-Literatur analysiert wird. Letztere nimmt auch explizit Bezug auf die Begrifflichkeit Wertmanagement bzw. *Value Based Management* in der englischsprachigen Literatur (Ittner und Larcker, 2001; Malmi und Ikäheimo, 2003; Malmi und Granlund, 2009; Seal, 2010; Burkert und Lueg, 2013).

Innerhalb der empirischen Wertmanagement-Forschung (davon seien an dieser Stelle bereits Beiträge der *Corporate Finance*-Literatur ausgenommen) können zusätzlich verschiedene Forschungsrichtungen identifiziert werden (Lueg und Schäffer, 2010). Dazu gehören einerseits empirische Kapitalmarktstudien, die die Korrelation wertorientierter Spitzenkennzahlen mit der Aktienkursentwicklung analysieren, um zu ermitteln, welche Kennzahl die höchste Erklärungskraft für die Aktienkursentwicklung besitzt (bspw. Chen und Dodd, 1997). Andererseits gehören dazu Studien, die untersuchen, inwieweit Wertmanagement tatsächlich in Unternehmen implementiert wird und welche Faktoren die Implementierung beeinflussen (Lueg und Schäffer, 2010). Schliesslich existieren Studien, die beide Aspekte verknüpfen (Lueg und Schäffer, 2010). Neben der empirischen Wertmanagement-Forschung existieren im Kontext Mittelstand bzw. Familienunternehmen auch Studien, die sich mit einer konzeptionellen Weiterentwicklung von Wertmanagement oder der Unternehmensbewertung in diesem spezifischen Kontext beschäftigen bspw. mit der Erweiterung wertorientierter Steuerungskonzepte für mittelständische Unternehmen (Golsner, 2012).⁴³

⁴³ Siehe bspw. die Arbeiten von Bea und Thissen (1997), Achleitner und Bassen (2000), Khadjavi (2005), Schomaker und Günther (2006) oder Arbeitskreis wertorientierte Führung in mittelständischen Unternehmen e. V. (2006).

Weder in normativen Beiträgen noch in empirischen Studien zur Implementierung von Wertmanagement werden aber bisher explizit grosse Familienunternehmen berücksichtigt. Zwar sind einige wenige Publikationen zum Wertmanagement im Mittelstand erschienen (Tappe, 2009; Krol, 2009; Gonschorek, 2009), jedoch hält Hiebl (2012; 2012a) fest, dass Fragen der finanziellen Führung von Familienunternehmen in der wissenschaftlichen Literatur bisher kaum Berücksichtigung fanden.⁴⁴ In Ergänzung zu einer Fülle empirischer Studien zur Implementierung von Wertmanagement in börsennotierten Grossunternehmen⁴⁵ soll deshalb spezifisch der Kontext grosser Familienunternehmen in Deutschland untersucht werden. Vorliegende Studie ist deshalb der zweiten Kategorie (empirische Wertmanagement-Studien) zuzuordnen. Zielsetzung vorliegender Studie ist es somit nicht konzeptionelle Ansätze weiterzuentwickeln oder ein ganzheitliches Wertmanagementsystem für privat gehaltene Familienunternehmen zu entwickeln, sondern empirisch den Implementierungsstand sowie Einflussfaktoren der Implementierung zu untersuchen.

⁴⁴ Eine detaillierte Auswertung der bestehenden Forschungsarbeiten findet sich in Abschnitt 3.5.

⁴⁵ Siehe zum Beispiel die Studien von Pellens et al. (2000), Achleitner und Bassen (2002), Malmi und Ikäheimo (2003), Burkert und Lueg (2013). Für eine vollständigere Übersicht bestehender Studien zur Implementierung von Wertmanagement siehe bspw. Gonschorek (2009) oder Lueg und Schäffer (2010).

3. Untersuchungsgegenstand grosse Familienunternehmen

3.1. Definitionen

Sowohl in der Theorie als auch in der Praxis besteht eine beträchtliche Diskussion hinsichtlich der Definition von Familienunternehmen, die bisher noch keinen Konsens erreicht hat. Obwohl in der Regel grobe Vorstellungen bzw. Assoziationen bestehen, was ein Familienunternehmen ist, stellt sich eine präzise Definition sowie Abgrenzung häufig problematisch dar (Schraml, 2011). In unterschiedlichen Studien sind verschiedene Definitionen zu finden, die offensichtlich je nach Anwendung unterschiedliche Forschungsergebnisse zur Folge haben (können). Grundsätzlich können empirische Studien unterschieden werden, die börsennotierte bzw. nicht-börsennotierte Familienunternehmen zum Gegenstand haben. Definitionen börsennotierter Familienunternehmen werden in der Regel im Rahmen von Kapitalmarktstudien verwendet, um die (Aktienkurs-)Entwicklung von Familien- im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen zu untersuchen.⁴⁶ Gegenstand vorliegender Studie sind aber privat gehaltene, d. h. mittelständische Familienunternehmen, weshalb auf eine Vorstellung der Definitionen börsennotierter Familienunternehmen verzichtet wird. Allgemein können zwei dominante Definitionsansätze privat gehaltener Familienunternehmen unterschieden werden. Dazu gehört einerseits der *Essence Approach* und der *Components of Involvement Approach* (Chrisman et al., 2005, S. 556). Die erste Herangehensweise bezieht sich eher auf den qualitativen Einfluss einer Familie auf ein Unternehmen und setzt nicht notwendigerweise quantitative Kriterien voraus. Der zweite Ansatz stützt sich vor allem auf pragmatische Überlegungen, wie der Familieneinfluss quantitativ in empirischen Studien gemessen werden kann. Nachfolgend werden beide Herangehensweisen erläutert.

3.1.1. Essence Approach

Im Gegensatz zu den eher pragmatischen und quantitativen Definitionsansätzen, definieren Sharma et al. (1997) Familienunternehmen als ...

⁴⁶ Siehe bspw. Villalonga (2006).

„(...) a business governed by and/ or managed on a sustainable, potentially cross-generational, basis to shape and perhaps pursue the formal or implicit vision of the business held by members of the same family or a small number of families (...)” (S. 2).

Gemäss Chua et al. (1999) unterscheiden sich Familienunternehmen von anderen Unternehmensformen durch den Einfluss einer Familie auf Vision, Strategie und Wertesysteme eines Unternehmens, was sich wiederum auf die Managemententscheidungen auswirkt. Zudem wird angeführt, dass sich Familienunternehmen insbesondere durch das dynastische Motiv, d. h. das Unternehmen über verschiedene Generationen hinweg in Familienhand zu halten von Nicht-Familienunternehmen unterscheiden (Wimmer, 2004; Casson, 1999).

3.1.2. Components of Involvement Approach

Klein (2000) argumentiert, dass der Familieneinfluss auf ein Unternehmen durch Eigentum, Kontrolle oder Leitung das kennzeichnende Merkmal von Familienunternehmen ist. Klein (2000) entwickelte dazu die *Sum of Family Influence*- (SFI)-Skala, um den Familieneinfluss zu messen. Die SFI-Skala misst den Familieneinfluss am Kapital, an Kontrolle und an der Leitung des Unternehmens. Ein Unternehmen wird als Familienunternehmen definiert, sofern die Summe der Quotienten des Familienanteils an Eigentum, Kontrolle und Leitung 100 Prozent übersteigen, d. h., wenn die SFI-Skala > 1 beträgt.

„A family is defined as a group of people who are descendants of one couple and their in-laws as well as the couple itself.” (Klein, 2000, S. 158)⁴⁷

Insbesondere in empirischen Studien zur Schätzung der volkswirtschaftlichen Bedeutung von Familienunternehmen werden in der Regel quantifizierbare Definitionskonzepte verwendet, die sich auf die Eigentums- und Leitungsstrukturen des Unternehmens beziehen (Klein, 2000; Wallau und Haunschild, 2007; Stiftung Familienunternehmen, 2011). In diesem Zusammenhang können die Definitions-

⁴⁷ *Ownership* muss > 0 % betragen (Klein, 2000). Unternehmen, an welchen zwei verschiedene Familien zu jeweils 50 % beteiligt sind, gelten somit gemäss des SFI-Kriteriums nicht als Familienunternehmen.

ansätze verschiedener Institutionen gesehen werden, die direkt oder indirekt mit Familienunternehmen verbunden sind. Dazu gehört bspw. das deutsche Institut für Mittelstandsforschung, die Stiftung Familienunternehmen und die europäische Union. Deren Definitionen sind der SFI-Skala ähnlich, aber in ihren Anforderungen in der Summe weniger streng.

So handelt es sich nach Definition des Instituts für Mittelstandsforschung um ein Familienunternehmen, wenn zwei natürliche Personen oder ihre Familienmitglieder mindestens 50 Prozent der stimmberechtigten Anteile des Unternehmens halten und diese natürlichen Personen der Geschäftsführung angehören (Wallau und Haunschild, 2007). Ein ähnliches Vorgehen wählt die Stiftung für Familienunternehmen (2011), welche in Abhängigkeit des Familienanteils an Eigentum und Leitung zwischen Familienunternehmen im engeren und weiteren Sinne unterscheidet. Auf dieser Definition baut bspw. die Auswahl der 500 grössten Familienunternehmen in Deutschland auf, welche die Basis für empirische Untersuchung vorliegender Studie darstellt. Auch die Definition der europäischen Union bezieht sich auf den Anteil der Entscheidungsrechte des Gründers bzw. seiner Nachkommen sowie Vertretung in der Unternehmensleitung, um Familienunternehmen zu definieren (Europäische Gemeinschaft, 2006; Achleitner et al., 2011). Konkret muss die Mehrheit der Entscheidungsrechte in den Händen des Gründers bzw. seiner direkten Nachkommen gebündelt sein und ein Familienmitglied in der Unternehmensleitung mitwirken.

Eine Annäherung beider Definitionsansätze stellt die F-PEC Skala dar. Astrachan et al. (2002) sowie Klein et al. (2005) sowie haben die SFI-Definition weiterentwickelt und schlagen die Anwendung der *Family Power, Experience and Culture*- (F-PEC-)Skala vor, um die Problematik der Definition von Familienunternehmen zu lösen. Dieser Definitionsansatz misst den Familieneinfluss anhand der Dimensionen *Power, Experience und Culture* (Klein et al., 2005). Dabei misst die Subskala *Power* den Anteil der Familie am Eigentum, der Kontrolle und an der Leitung des Unternehmens. *Experience* misst die Generation der Familie, die an Eigentum, Kontrolle und Leitung des Unternehmens beteiligt ist, sowie die Anzahl Familienmitglieder, die im Unternehmen tätig sind. *Culture* misst, inwieweit es eine Überschneidung zwischen den Werten der Familie und den Werten des Unternehmens gibt sowie wie stark das Engagement der Familie für das Unternehmen ist.

3.1.3. Definition in dieser Studie

Die F-PEC Skala stellt bislang den konzeptionell umfassendsten Ansatz zur Definition von Familienunternehmen dar. Allerdings erscheint die Operationalisierung in einer empirischen Studie sehr komplex. Ausserdem fehlt die Vergleichbarkeit mit aktuellen empirischen Studien im Bereich *Management Accounting* (Hiebl et al., 2013; Payer-Langthaler et al., 2012). Dazu ist es kaum möglich einen Bezug zur volkswirtschaftlichen Bedeutung mittelständischer Familienunternehmen herzustellen oder eine objektive Herangehensweise an die Fallauswahl zu schaffen. Deshalb wird in vorliegender Studie die SFI-Skala von Klein (2000) als Definitionsgrundlage verwendet. Eine weitere Ergänzung ist vorzunehmen im Hinblick auf die Grösse der Familienunternehmen.

Der anzahlmässige Grossteil der Familienunternehmen in Deutschland ist gemäss quantitativen Grössenkriterien den kleinen und mittelständischen Unternehmen zuordenbar. Gemäss gängigen Mittelstandsdefinitionen werden Unternehmen, die weniger als EUR 50 Mio. Umsatz erzielen oder weniger als 250 Mitarbeiter beschäftigen, als mittelständische Unternehmen bezeichnet (Krol, 2009; Gonschorek, 2009). In vorliegender Studie liegt der Fokus aber auf grossen Familienunternehmen, die im Jahresdurchschnitt mehr als EUR 50 Mio. Umsatz erzielen und mehr als 250 (500) Mitarbeiter beschäftigen. Diese Abgrenzung ist insbesondere für die Erforschung von Wertmanagement relevant, da dessen Implementierung als insbesondere geeignet für grössere Unternehmen mit externem Management und Kapitalmarktfokus angesehen wird.⁴⁸ Davor erscheint eine Implementierung angesichts beschränkter personeller, organisatorischer und finanzieller Ressourcen, geringer Komplexität und überschaubarem Aktionsrahmen weniger relevant (Khadjavi, 2005; Günther und Gonschorek, 2011). Ausserdem hat gemäss Rappaport (1998) vor allem die Trennung von Eigentum und Kontrolle, wie sie sich zwingenderweise auch in wachsenden Familienunternehmen vollzieht, in welchen externes Management beschäftigt wird, zu einem verstärkten Bedarf von Wertmanagement geführt.

⁴⁸ Burkert und Lueg (2013) heben bspw. hervor: „(...) VBM is conceptually most appropriate for managing large, capital-market oriented companies with non-owning managers (...)” (S. 9).

3.2. Bedeutung von Familienunternehmen aus volkswirtschaftlicher Sicht

Sowohl in Deutschland als auch weltweit stellen Familienunternehmen die dominanteste Organisationsform dar (Wimmer, 2004). Es wird geschätzt, dass 65 bis 80 Prozent der Unternehmen weltweit, 75 Prozent der Unternehmen in Europa und 95 Prozent der Unternehmen in Deutschland zur Gruppe der Familienunternehmen gehören (Wolter und Hauser, 2001; Wallau und Haunschild, 2007; Wimmer, 2004). Diese Zahlen sind allerdings stets Schätzungen, die wiederum auf meist unterschiedlichen Datenquellen und Definitionen beruhen. Insofern ist die Vergleichbarkeit und Verlässlichkeit dieser Angaben eingeschränkt. Ausserdem schwanken diese Zahlen je nach Studie innerhalb einer bestimmten Bandbreite (Schraml, 2011). Wichtiger als die genaue Zahl ist die Erkenntnis, dass Familienunternehmen den wesentlichen Teil aller Unternehmen in Deutschland ausmachen (Wallau und Haunschild, 2007). Einhergehend mit der rein zahlenmässigen Bedeutung von Familienunternehmen geht auch deren bedeutende wirtschaftliche Leistungskraft in Deutschland einher. So sind insgesamt 42 Prozent der Umsatzerlöse und 57 Prozent aller sozialversicherungspflichtigen Beschäftigten den Familienunternehmen zuzuordnen (Wallau und Haunschild, 2007).

Zusammenfassend zeigt sich, dass die Gruppe der grossen Familienunternehmen einen wesentlichen Bestandteil der deutschen Volkswirtschaft ausmacht. Insofern wird zudem deutlich, welches signifikante Wert- sowie Wertsteigerungspotenzial diese Unternehmen auf gesamtwirtschaftlicher Ebene nicht nur in Deutschland, sondern auch weltweit aufweisen (Khadjavi, 2005; Golsner, 2012). In diesem Zusammenhang wird schliesslich die Relevanz eines systematischen Wertmanagements auf Einzelunternehmensebene für die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt deutlich. Dies wird besonders klar gegeben durch die empirische Evidenz, dass wertschaffende Unternehmen überdurchschnittlich viele neue Stellen schaffen und höhere Steuern zahlen (Copeland et al., 1996).

3.3. Besonderheiten grosser Familienunternehmen

Trotz einer relativ klaren quantitativen Definition von Familienunternehmen anhand der SFI-Skala ist weniger klar empirisch belegt oder einheitlich bestimmt, welche qualitative Eigenschaften Familienunternehmen aufweisen. Analog zur Diskussion der Definitionen von Familienunternehmen besteht hier bislang kein einheitliches Verständnis über deren Besonderheiten (Songini, 2006). Auch wenn diese Einigkeit nicht besteht, werden die typischen Eigenschaften von Familienunternehmen häufig aus dem Zusammenspiel zwischen Eigentümern, Kontroll- und Leitungsgremien abgeleitet (Songini, 2006).⁴⁹ Wimmer (2004) weist ausserdem darauf hin, dass Familienunternehmen grundsätzlich überschneidende Eigenschaften mit mittelständischen Unternehmen aufweisen.⁵⁰ Zu den ähnlichen Eigenschaften gehören rechtliche und wirtschaftliche Eigenständigkeit, weitestgehend einheitliche Eigentums- und Führungsstrukturen, Bindung eines Grossteils des Vermögens in der Unternehmensbeteiligung und keine Börsennotierung (Krol, 2009; Tappe, 2009; Klein, 2009). Deshalb bezeichnen sich wohl auch einige grosse Familienunternehmen in empirischen Studien als mittelständische Unternehmen, obwohl sie die Grössenkriterien hinsichtlich Umsatzerlösen und Mitarbeiterzahl bereits deutlich überschritten haben (Gonschorek, 2009). Die Unternehmensgrösse stellt nämlich einen wesentlichen Unterschied in der Definition mittelständischer Unternehmen und Familienunternehmen dar. Die Definition von Familienunternehmen gilt unabhängig von der Unternehmensgrösse, was in mittelständischen Unternehmen nicht der Fall ist. Der Begriff der mittelständischen Unternehmen ist eng verknüpft mit quantitativen Einschränkungen der Unternehmensgrösse (Krol, 2009). Deshalb können Familienunternehmen nicht notwendigerweise als mittelständische Unternehmen bezeichnet werden und umgekehrt (Hirsch et al., 2008). In wissenschaftlichen Arbeiten zu mittelständischen Unternehmen werden Familienunternehmen teilweise auch als Spezialfälle mittelständischer Unternehmen charakterisiert, da die strengen Anforderungen an die Einheit von Eigentum und Unternehmensführung durch die Verteilung des Eigentums auf mehrere Familienmitglieder sowie die Beschäftigung externer Manager nicht mehr erfüllt sind (Klein, 2009; Tappe, 2009; Khadjavi, 2005).

⁴⁹ Ähnlich auch Wimmer (2004) oder Stewart und Hitt (2011).

⁵⁰ Im Rahmen vorliegender Studie ist dies vor allem der Fokussierung auf privat gehaltene Unternehmen mit einem SFI>1 geschuldet. Es existieren auch Studien, die börsennotierte Grossunternehmen untersuchen.

Dazu unterscheiden sich grosse Familienunternehmen von typischen kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) nicht nur im Hinblick auf die Unternehmensgrösse, sondern auch hinsichtlich der Anzahl Investitionseinheiten bzw. Geschäftsbereiche, in welchen sie aktiv sind. Während typische KMU Ein-Produkt- und Ein-Geschäftsbereich-Unternehmen darstellen, sind grosse Familienunternehmen in mehreren Geschäftsbereichen vertreten und weisen somit zunehmende Ähnlichkeiten mit Nicht-Familienunternehmen auf (Klein, 2009).

3.3.1. Zielsystem und Zeithorizont

Familienunternehmen werden oft durch die Ausprägung ihres Zielsystems und umsichtigen Managements der Interessen aller involvierten Anspruchsgruppen (*Stakeholder*) charakterisiert. Zu den Besonderheiten des Zielsystems gehört, dass nicht nur ökonomische unternehmensbezogene Ziele von Bedeutung sind, sondern auch familienbezogene Ziele verfolgt werden, z. B. die Versorgung und Beschäftigung von Familienmitgliedern im eigenen Unternehmen (Chrisman et al., 2012). Selbst innerhalb der geschäftsbezogenen Ziele wirken sich persönliche Präferenzen in der Eigentümerfamilie im Hinblick auf Wachstum, Risiko, Investitionen, Dividendenausschüttungen und Beibehaltung von Kontrolle aus (Gallo et al., 2004; Gallo und Vilaseca, 1996). So ist die maximale Verschuldung limitiert, um finanzielle Unabhängigkeit von externen Kapitalgebern und unternehmerische Freiheitsgrade beizubehalten (Wimmer, 2004). Ausserdem verfolgen Familienunternehmen generell eine sehr langfristig ausgerichtete Strategie und Unternehmensentwicklung (Zellweger, 2007). Zusammenfassend werden die Zielsetzungen von Familienunternehmen bzw. Familienunternehmern häufig als komplex sowie nicht ausschliesslich auf die Steigerung des Unternehmenswertes fokussiert beschrieben (Sharma et al., 1997; Chua et al., 2009; Speckbacher und Wentges, 2012). In diesem Zusammenhang wird auch davon gesprochen, dass Familienunternehmen eine Ausrichtung am *Stakeholder Value* anstatt des *Shareholder Value* verfolgen (Sharma et al., 1997; Sharma, 2004). Insbesondere die Kundenzufriedenheit ist in diesem Zusammenhang von hoher Bedeutung, aus welcher sich eine hohe Innovationskraft der Produkte und Dienstleistungen ergibt (Wimmer, 2004).

3.3.2. Drei-Kreise-Modell

Im Gegensatz zu typischen mittelständischen Unternehmen, in welchen die Eigentums- und Führungsstrukturen weitestgehend überschneidend sind, verteilt sich in grossen Familienunternehmen einerseits das Eigentum nicht nur auf einen Unternehmer, sondern auf mehrere Familienmitglieder, und andererseits sind nicht alle Führungskräfte des Unternehmens Mitglieder der (Eigentümer-)Familie (Tagiuri and Davis, 1996; Klein, 2009). Mit zunehmender Unternehmensgrösse wird in grossen Familienunternehmen auch auf den obersten Hierarchieebenen externes Management beschäftigt (Klein, 2009). Um diese spezifische Konstellation zu beschreiben, entwickelten Tagiuri und Davis (1996) das Drei-Kreise-Modell. Es zeigt übersichtsartig die überlappenden Sphären Familie, Eigentümer und Unternehmensleitung, aus welcher sich sowohl Stärken als auch Schwächen des Unternehmens ergeben (Tagiuri und Davis, 1996). Anhand dieses Modells sind die unterschiedlichen Sphären eines Familienunternehmens und die Überlappung der Systeme Familie und Unternehmen erkennbar (Klein, 2009). Zudem soll das Drei-Kreise-Modell die unterschiedlichen Rollen innerhalb der Familie und des Unternehmens darstellen. Es gibt aktive (im Unternehmen tätige) und nicht-aktive Familienmitglieder.

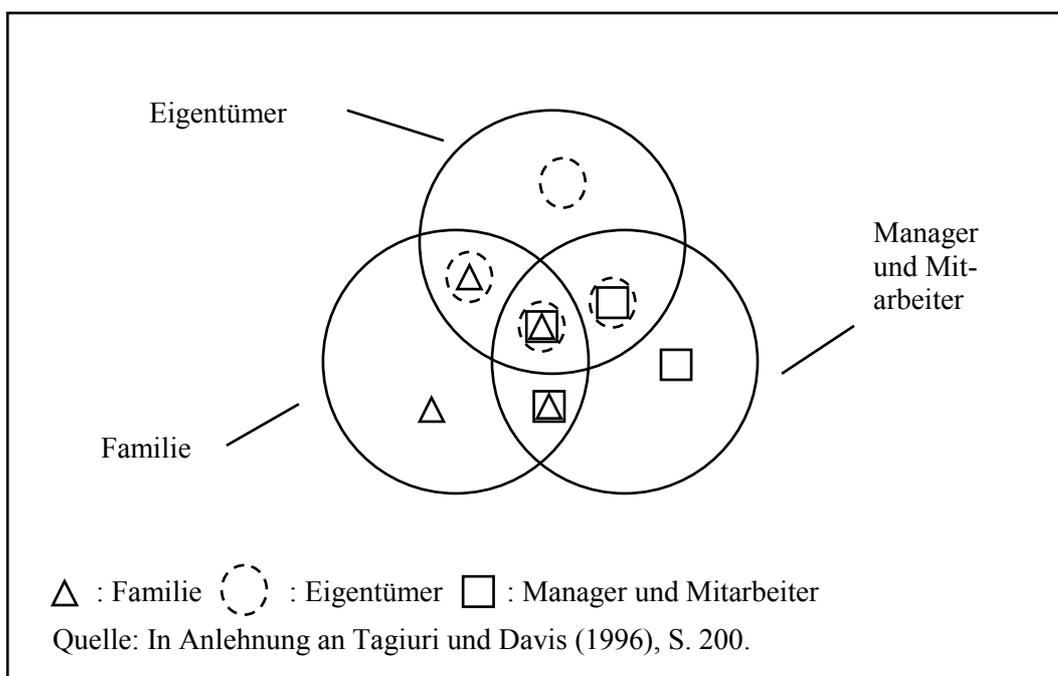


Abb. 6: Drei-Kreise-Modell von Familienunternehmen.

3.4. Relevanz von Wertmanagement im Kontext grosser Familienunternehmen

Vor dem Hintergrund der aufgezeigten Besonderheiten grosser Familienunternehmen wird in diesem Abschnitt die aufgeworfene Frage von Ittner und Larcker (2001) nach Relevanz der wertorientierten Unternehmensführung im Kontext privat gehaltener Unternehmen adressiert. In Anlehnung an Copeland et al. (1996) leitet diesen Abschnitt die Fragestellung: *Why value value in large family firms?*⁵¹ Bislang fehlt eine explizite Auswertung der Notwendigkeit einer wertorientierten Unternehmensführung im Kontext grosser Familienunternehmen. In der normativen Wertmanagement-Literatur wird in der Regel ohne nähere Erläuterung davon ausgegangen, dass Wertmanagement auch auf privat gehaltene Unternehmen übertragbar sei (Copeland et al., 1996; Hahn, 2006). Aufgrund der Überschneidung mit mittelständischen Unternehmen werden in den Beiträgen zum Wertmanagement im Mittelstand Faktoren diskutiert, die auch im Kontext grosser Familienunternehmen relevant sind.⁵² Der Spezialfall grosser Familienunternehmen wird aber bisher nicht explizit berücksichtigt. Aus den vorher aufgezeigten Veränderungen der Unternehmensstruktur grosser Familienunternehmen im Vergleich zu typischen mittelständischen Unternehmen ergeben sich wesentliche Implikationen für die Relevanz einer wertorientierten Unternehmensführung in diesen Unternehmen. Zusammenfassend sind grosse Familienunternehmen zu charakterisieren durch die Beibehaltung mittelständischer Eigenschaften bei einer strukturellen Entwicklung hin zu Nicht-Familienunternehmen im Hinblick auf Unternehmensgrösse, Komplexität der Unternehmensführung sowie Eigenschaften der Führungsstruktur (Klein, 2009).

3.4.1. Finanzwirtschaftliche Perspektive

3.4.1.1. Messung der ökonomischen Leistungsfähigkeit

Die grundsätzliche Kritik an traditionellen Finanzkennzahlen zur Leistungsmessung gilt insbesondere in privat gehaltenen Familienunternehmen. Dazu gehört die beschränkte Aussagekraft traditioneller Kennzahlen aufgrund von Vernachlässigungen

⁵¹ Die ursprüngliche Fragestellung bei Copeland et al. (1996) lautet: „*Why value value?*“ (S. 3)

⁵² Ausführliche Aufarbeitung in Krol (2009), Gonschorek (2009) und Tappe (2009).

der Zeit- und Risikoperspektive als auch die Anfälligkeit für Manipulation durch Gestaltungsspielräume in der Rechnungslegung (Günther, 1997). In privat gehaltenen Familienunternehmen verschärft sich diese Problematik zusätzlich. Ein Grossteil der privat gehaltenen Familienunternehmen in Deutschland bilanziert nach wie vor nach dem deutschen Handelsgesetzbuch (HGB) (Experteninterview 5).⁵³ Das Gläubigerschutzprinzip sieht die konservative Bilanzierung von Vermögensgegenständen und Schulden vor und stellt somit nicht den ökonomischen Wert des Unternehmens dar. Ausserdem wird die Aussagekraft der Rechnungslegung im Sinne des ökonomischen Wertes eingeschränkt durch persönliche Motive der Eigentümer im Hinblick auf die Steueroptimierung oder Ausweis einer besonders hohen Eigenkapitalquote (Experteninterview 1; Experteninterview 2). Ein aktuell hoher Buchwert des Eigenkapitals spiegelt nicht die Fähigkeit des Unternehmens wider, zukünftig freie Cashflows zu erwirtschaften, die sowohl den Unternehmenswert als auch die Existenz determinieren. Insofern entspricht die Orientierung an traditionellen Kennzahlen nicht der Zielsetzung vieler Familienunternehmen, den nachhaltigen Unternehmensfortbestand sowie die finanzielle Unabhängigkeit zu sichern.

3.4.1.2. Erhalt und Ausbau des Familienvermögens

In der Regel ist der Grossteil des Vermögens der Eigentümerfamilie(n) in der Unternehmensbeteiligung gebunden (Huber und Praschil, 1995). Die Unternehmensbeteiligung stellt häufig die Hauptquelle des Wohlstands der Eigentümerfamilie dar (Mahto et al., 2010; Klein, 2009). Die Wertentwicklung des Unternehmens ist somit entscheidend für die Vermögensentwicklung der Eigentümerfamilie. Im Zeitverlauf nimmt ausserdem die Anzahl der Gesellschafter durch Nachkommen exponentiell zu (Experteninterview 6). Sofern der Wert des Unternehmens nicht entsprechend nachhaltig gesteigert werden kann, werden die Gesellschafter im Zeit- und Generationenverlauf relativ ärmer (Experteninterview 6). Darüber hinaus sind nicht-aktive Familienmitglieder, die kein laufendes Einkommen aus einer Tätigkeit beziehen, angewiesen auf die Zahlung einer regelmässigen Dividende/Ausschüttung. Vor diesem Hintergrund zeigt sich die Bedeutung der kontinuierlichen Wertschaffung des Unternehmens, um das finanzielle Vermögen der Familie zu erhalten bzw. auszubauen und für nicht im Unternehmen aktive Gesellschafter kontinuierliche Ausschüttungen zu ermöglichen (Klein, 2009).

⁵³ Siehe Anhang B.2. für eine Übersicht der Experteninterviews.

3.4.1.3. Erzielung einer attraktiven Verzinsung des eingesetzten Kapitals

Ausserdem werden Familienunternehmer aufgrund der Vermögensbündelung in der Unternehmensbeteiligung in der Regel als unterdiversifiziert beschrieben (Huber und Praschil, 1995). Systematische Risiken, die Aktionäre börsennotierter Grossunternehmen durch Investitionen in ein diversifiziertes (Aktien-)Portfolio reduzieren können, tragen die nicht diversifizierten Eigentümer vollständig (Huber und Praschil, 1995). Die Beteiligung am Unternehmen muss für die Eigentümer ein attraktives Investment darstellen, welches auch für die Unterdiversifizierung und das Klumpenrisiko entschädigt (Huber und Praschil, 1995; Experteninterview 6). Ähnlich wie bei börsennotierten Grossunternehmen gilt auch die Anforderung, dass das Familienunternehmen eine attraktive Rendite für die beteiligten Eigentümerfamilien erzielen muss (Copeland et al., 1996; Experteninterview 6). Eine nicht zufrieden stellende Verzinsung des eingesetzten Kapitals könnte innerhalb der Eigentümer für Unmut sorgen und somit eine geringere Loyalität mit dem Familienunternehmen zur Folge haben (Experteninterview 6).

3.4.1.4. Beibehaltung finanzieller Unabhängigkeit

Aufgrund des Drangs nach finanzieller Unabhängigkeit und entsprechend niedrigen Mitspracherechten externer (Eigen-)Kapitalgeber ist ein Gang an den Kapitalmarkt in der Regel nicht gewünscht (Natermann und Schönecker, 1995). Privat gehaltenen Familienunternehmen steht der organisierte Kapitalmarkt unter diesen Restriktionen deshalb zur Unternehmensfinanzierung nur eingeschränkt zur Verfügung. Das Unternehmenswachstum muss somit weitestgehend aus eigenerwirtschafteten Mitteln finanziert werden. In diesem Zusammenhang gewinnt die Innenfinanzierungskraft eine besonders hohe Bedeutung. Finanzwirtschaftliche Wertschaffung auf periodischer Basis geht einher mit gesteigerter Innenfinanzierungskraft. Steigende Kapitalrenditen führen bei Umsatzwachstum zu steigenden freien Cashflows (Koller et al., 2011). Vor diesem Hintergrund trägt finanzwirtschaftlich wertschaffendes Wachstum zur Beibehaltung der finanziellen Unabhängigkeit bzw. Wachstum aus eigener Kraft bei. Neben der Verbesserung der operativen Ertragskraft bzw. freien Cashflows bedeutet dies – unter bestimmten Annahmen, bspw. Thesaurierung – auch eine Verbesserung der zentralen finanziellen Kennzahlen, die für Rating-Urteile oder Klauseln in Kreditverträgen (*Financial Covenants*) von Bedeutung sind, bspw. bilanzielle

Verschuldungs- oder Liquiditätskennzahlen (Experteninterview 2). Bessere Rating-Urteile erlauben wiederum Zugang zu günstigeren Finanzierungsbedingungen und tragen dazu bei die Mitspracherechte externer Kapitalgeber auf ein möglichst geringes Mass zu reduzieren (Stern et al., 2003).

3.4.2. Motive zur Implementierung innerhalb grosser Familienunternehmen

3.4.2.1. Agency-Problematik und Anforderungen an Corporate Governance

3.4.2.1.1. Erweiterung des Gesellschafterkreises

Wie das Modell von Tagiuri und Davis (1996) zeigt, gibt es sowohl aktive als auch nicht-aktive Gesellschafter in Familienunternehmen. Aktive Gesellschafter sind in der Leitung des Unternehmens vertreten, während nicht-aktive Eigentümer nicht in der Geschäftsführung vertreten sind. Ausserdem können zwischen den Eigentümern wesentliche Unterschiede im Hinblick auf die Höhe der Unternehmensbeteiligung bestehen (Stewart und Hitt, 2011). Bea und Thissen (1997) sehen die Implementierung einer wertorientierten Unternehmensführung als notwendig an, um die Minderheitseigentümer in Familienunternehmen zu schützen, da kaum Kontrollmechanismen vorhanden sind. Insbesondere das Korrektiv des Aktienmarktes fehlt in mittelständischen Unternehmen (Golsner, 2012). Grundsätzlich kann sich die finanzielle Führung auch in Familienunternehmen zu einem wichtigen Bestandteil „(...) *guter Corporate Governance entwickeln (...)*“ (Leibfried, 2008, S. 34).

3.4.2.1.2. Unternehmensgrösse und Dezentralisierung

Gonschorek (2009) weist darauf hin, dass die relativ informellen Führungsstrukturen mittelständischer Unternehmen mit zunehmender Unternehmensgrösse an die Grenzen ihrer Handlungsfähigkeiten stossen, da der Unternehmer nicht mehr die gesamte Verantwortung selber tragen kann. Entscheidungsmacht wird im Rahmen dieser Entwicklung an externes Management delegiert (Klein, 2009). Insbesondere in grösseren Unternehmen, in welchen der Familieneinfluss sowie die Kontrollmöglichkeiten der (operativ tätigen) Eigentümerfamilie abnehmen, da externes Management beschäftigt wird, ist ein stärkerer Formalisierungsgrad des Managements bzw. der Kontrollinstrumente notwendig, um Strategien zu implementieren, die Vorstellungen der Eigentümer umzusetzen und die finanziellen Ziele des

Unternehmens zu erreichen (Speckbacher und Wentges, 2012; Hiebl et al., 2013; Chua et al., 2009). Mit zunehmender Unternehmensgrösse, steigender Komplexität und abnehmender direkter Kommunikation und Kontrolle innerhalb des Unternehmens steigt der Bedarf nach formelleren Managementinstrumenten (Payer-Langenthaler et al., 2012; Merchant, 1981). Die Einführung einer wertorientierten Unternehmensführung dient dazu, die finanzwirtschaftlichen Interessen der Eigentümer und des externen Managements anzugleichen (Rappaport, 1998).

3.4.2.2. Reduktion komplexer Zielsysteme und Leistungsmessung

Familienunternehmen stehen im Rahmen der Unternehmensführung vor der Herausforderung, die Balance zwischen finanziellen und nicht-finanziellen Zielsetzungen herzustellen (Zellweger, 2006) sowie eine Auswahl zu treffen, inwieweit der Familie, dem Unternehmen oder dem Familienunternehmen in strategischen Entscheidungen Priorität eingeräumt werden soll (Sharma et al., 2008). Bühler (2006) spricht davon, dass das Familienunternehmen vor den finanziellen Ansprüchen der Familiengeschafter geschützt werden soll. Es ist aber auch der umgekehrte Fall vorstellbar. Miller und Le Breton-Miller (2005) beschreiben, dass die Eigentümerfamilien der Unternehmen Cargill und New York Times jahrelang auf Dividendenzahlungen sowie auf die Möglichkeit eines Unternehmensverkaufs verzichtet hätten, um Unternehmenswachstum sowie Erfüllung der Strategie sicherzustellen. Sharma et al. (1997) betonen in diesem Zusammenhang, dass ...

„(...) the goals and objectives of a family business are likely to be quite different from the firm-value maximization goal assumed for publicly held and professionally managed non-family firms (...)” (S. 5).

Allerdings hebt Jensen (2001; 2010) hervor, dass Unternehmen nur effizient sein können, wenn sie eine Zielsetzung verfolgen. Die Wertsteigerung sollte deshalb als oberstes finanzielles Unternehmensziel verfolgt werden. Aufgrund komplexer Zielsysteme, die sowohl finanzielle als auch nicht-finanzielle Ziele umfassen, stellt auch die ganzheitliche Leistungsmessung in Familienunternehmen sowie leistungsorientierte Vergütung externer Manager eine besondere Herausforderung dar (Mahto et al., 2010; Chua et al., 2009; Sharma, 2004). Aufgrund der häufig postulierten multi-dimensionalen Zielstruktur und somit auch verschiedenen Leistungsdimensionen

sowie besonderer Berücksichtigung der Anspruchsgruppen des Unternehmens in der Unternehmensführung werden multi-dimensionale Messinstrumente gefordert, welche finanzielle und nicht-finanzielle Leistungsdimensionen beinhalten sowie die Ansprüche der verschiedenen Anspruchsgruppen des Unternehmens berücksichtigen (Sharma, 2004; Zellweger und Nason, 2008). In diesem Zusammenhang wird die Balanced Scorecard als besonders relevant angesehen, um die Unternehmensleistung in Familienunternehmen zu messen (Craig and Moores, 2005; 2010; Payer-Langthaler et al., 2012). Craig and Moores (2005; 2010) entwickeln bspw. die Balanced Scorecard für Familienunternehmen weiter, indem sie die bestehenden Dimensionen der Leistungsmessung um eine Familiendimension erweitern.

Allerdings werden von Craig und Moores (2005; 2010) vor allem kleine Familienunternehmen untersucht. Die Übertragbarkeit scheint aufgrund von Kosten- und Nutzen-Überlegungen aufgrund deutlich höherer Komplexität in grossen Familienunternehmen eingeschränkt. Zudem wird im Kontext von Familienunternehmen zwar die Bedeutung nicht-finanzieller Leistungsdimensionen hervorgehoben und betont, dass nicht nur die finanzielle Leistung entscheidend dafür ist, ob ein Unternehmen durch die Eigentümerfamilie weitergeführt wird (Mahto et al., 2010), aber letztendlich ist die finanzielle Wertsteigerung aus ökonomischer Sicht entscheidend für die Beibehaltung der finanziellen Unabhängigkeit und des Unternehmensfortbestands. Insofern eignet sich in Familienunternehmen eher das ursprünglich vorgesehene Verständnis der Balanced Scorecard, welches vorsieht, die nicht-finanziellen Treiber des Unternehmenswertes sichtbar und steuerbar zu machen (Kaplan und Norton, 1992; 1995).

3.4.3. Externe Rahmenbedingungen grosser Familienunternehmen

3.4.3.1. Finanzierung am Kapitalmarkt

Privat gehaltene Familienunternehmen sind per Definition nicht börsennotiert. Insofern ist der Kapitalmarkt als Faktor, der die Implementierung fordert oder beschleunigt, wie dies in grossen börsennotierten Unternehmen der Fall war, von geringerer Bedeutung (Gonschorek, 2009) (vergleiche dazu die Ausführungen in Abschnitt 2.2.1.). Heute finanzieren sich privat gehaltene Familienunternehmen in Deutschland hauptsächlich durch klassische Bankkredite und sind somit dem Druck

professioneller Fremd- und Eigenkapitalinvestoren zu einem geringeren Masse ausgesetzt (Fiss und Zajac, 2004). Allerdings zeichnet sich seit geraumer Zeit ein Trend zur Finanzierung über den Kapitalmarkt (Fremdkapital) ab, der zukünftig von zunehmender Bedeutung sein könnte (Khadjavi, 2005; Achleitner et al., 2011). Verschärfende Auflagen für die Eigenkapitalausstattung und das Risikoprofil von Banken (Basel III) dürften die Auflagen für eine Kreditvergabe zukünftig deutlich verschärfen. In diesem Zusammenhang sind vor allem die europäischen Banken gezwungen die risikotragenden Aktiva zu reduzieren. Als Konsequenz dürfte sich der Trend zur Finanzierung über den Kapitalmarkt noch deutlich beschleunigen. Abgesehen davon liegt die Finanzierung über den Kapitalmarkt grundsätzlich auch im Interesse privat gehaltener Familienunternehmen, da die Unabhängigkeit von Banken reduziert wird. Um die Anforderungen professioneller Kapitalgeber zu erfüllen, sollte auch Wertmanagement als Instrument zur Unternehmensführung implementiert werden, um die Anforderungen des Kapitalmarktes bei der Entscheidungsfindung zu berücksichtigen.

3.4.3.2. Wertoptimierung im Fall der Unternehmensnachfolge

Obwohl die Intention möglicherweise nicht besteht das Familienunternehmen zu verkaufen, sondern in den Händen der Unternehmerfamilie zu halten, ist ein Unternehmensverkauf ein Ereignis, welches mit relativ hoher Wahrscheinlichkeit eintreten kann (Gonschorek, 2009). Viele Eigentümerfamilien stehen jedes Jahr aus unterschiedlichen Gründen vor dem Verkauf ihres Unternehmens. Mögliche Gründe können neben einer altersbedingten Nachfolgeproblematik bspw. auch sein, dass für eine internationale Expansion ein externer Finanzierungspartner gesucht wird (Experteninterview 1). Jedoch können (Teil-)Unternehmensverkäufe auch in späteren Generationen stattfinden, die nicht notwendigerweise altersbedingt sind. Im Rahmen der Unternehmensnachfolge sind die Kenntnis sowie die Steuerung des Unternehmenswertes von besonders hoher Bedeutung (Gonschorek, 2009).

Die Maximierung des Verkaufspreises und eine gute Verhandlungsposition (insbesondere gegenüber professionellen Kapitalgebern, bspw. *Private Equity*-Investoren) liegen im Interesse der Eigentümer. Die Kenntnis des intrinsischen Unternehmenswertes bildet aus Sicht der Eigentümerfamilie die Basis für eine objektive Diskussion des Verkaufspreises. Das Eigentum am Familienunternehmen

stellt nicht nur einen rein ökonomischen Wert, sondern auch einen emotionalen Wert aus Sicht Eigentümer dar (Astrachan und Jaskiewicz, 2008). Zusätzlich sind die Unternehmensanteile von Familienmitgliedern in der Regel illiquide (McConaughy, 1999), innerhalb von Gesellschaftern können verschiedene Rechte auf die Cashflows des Unternehmens bestehen, die durch die Eigentümerstruktur determiniert werden (Stewart und Hitt, 2011) und letztlich kann der subjektiv empfundene Wert der Unternehmensanteile zwischen Gesellschaftern variieren (Stewart und Hitt, 2011). Der intrinsische Wert kann im Rahmen von Verkaufsverhandlungen als Ausgangspunkt für allfällige Überleitungsrechnungen zum finalen Verkaufspreis dienen.

Auch für den Fall, dass das Unternehmen nicht verkauft wird, sondern innerhalb der Familie weitergegeben wird, ist die Kenntnis und Steuerung des Unternehmenswertes zentral, da der Unternehmenswert im Falle von Erbschaften oder Schenkungen als Steuerbemessungsgrundlage fungiert. Die Kenntnis des Wertes und somit der wahrscheinlich anfallenden Erbschafts- bzw. Schenkungssteuer ermöglicht auch eine verlässliche Schätzung der Steuerbelastung und kann damit die Unternehmensplanung (vor allem Liquiditätsplanung) ergänzen.

3.5. Empirische Arbeiten zum Wertmanagement in Familienunternehmen

Trotz der weltweit wesentlichen Bedeutung von Familienunternehmen sowie der aufgezeigten Relevanz eines systematischen Wertmanagements in diesen Unternehmen gibt es bislang nur eine sehr geringe Anzahl an Studien, die die Implementierung empirisch untersuchen.⁵⁴ Dieser Umstand ist überraschend, da Wertmanagement seit geraumer Zeit im Kontext börsennotierter Unternehmen zum akzeptierten Standard der (finanziellen) Unternehmensführung avanciert ist (Coenberg und Salfeld, 2007; Pape, 2009).⁵⁵ Die Erforschung von Wertmanagement kann im Vergleich zu börsennotierten Grossunternehmen aber insbesondere im Kontext privat gehaltener Unternehmen als besonders problematisch angesehen werden, da selten überhaupt Geschäftsberichte veröffentlicht werden, aus denen Informationen zum Steuerungssystem des Unternehmens gewonnen werden können. Wenn Geschäftsberichte veröffentlicht werden, werden in der Regel keine Angaben gemacht, die Aufschluss über die eingesetzten Steuerungsinstrumente geben. In den Geschäftsberichten börsennotierter Grossunternehmen ist normalerweise eine Übersicht der angewendeten Kennzahlen zur Unternehmenssteuerung, Verfahren zur Auswertung von Investitionen und Regeln für die variable Vergütung des Managements angegeben (siehe beispielhaft die Geschäftsberichte der DAX-Konzerne).⁵⁶

Nachfolgend werden die zentralen empirischen Studien im Forschungsbereich vorgestellt. Darauf aufbauend werden anhand einer kritischen Analyse die Forschungslücke und der restliche Forschungsbedarf aufgezeigt. Im engeren Sinne können drei empirische Studien identifiziert werden.⁵⁷ Alle drei Studien sind in der Form von Dissertationen erschienen. Die letzte Studie ist 2009 erschienen. Nach

⁵⁴ Eine Übersicht von 120 empirischen Studien zur Implementierung von Wertmanagement von Lueg und Schäffer (2010) enthält bspw. nur eine Studie zum Wertmanagement im Mittelstand.

⁵⁵ Jedoch wird die Anwendung von Wertmanagements auch in börsennotierten Unternehmen aus akademischer Sicht nur unzureichend untersucht (Burkert und Lueg, 2013). Insbesondere gilt dies für qualitative Analysen auf Ebene einzelner Unternehmen (Gleadle und Cornelius, 2007; Lueg und Schäffer, 2010).

⁵⁶ Eine Studie zur Verbreitung von Wertmanagement in deutschen börsennotierten Unternehmen von Fiss und Zajac (2004) basiert bspw. ausschliesslich auf Sekundärquellen.

⁵⁷ Zusätzlich kann eine Studie von Speckbacher und Schachner (2004) ergänzt werden. In dieser Studie wird aber generell *Performance Management* im Mittelstand und nicht explizit Wertmanagement untersucht.

Wissen des Autors ist seitdem keine weitere empirische Untersuchung im Themenbereich erschienen. Auf eine Vorstellung empirischer Studien aus verwandten Bereichen bspw. Implementierung Balanced Scorecard oder Verbreitung operativer und strategischer Controlling-Instrumente generell wird verzichtet. Zudem wird aufgrund ihrer grossen Anzahl von einer dedizierten Diskussion der Forschungsergebnisse aus dem Bereich grosser börsennotierter Unternehmen abgesehen.

3.5.1. Überblick ausgewählter empirischer Studien

Gonschorek (2009) untersucht die Anwendung und Einflussfaktoren wertorientierter Unternehmensführung in deutschen mittelständischen Unternehmen, die zwischen EUR 20 Mio. und EUR 1,0 Mrd. Umsatzerlöse erzielen.⁵⁸ Im Hinblick auf die Wertorientierung findet Gonschorek (2009), dass die Unternehmensführung mittelständischer Unternehmer weniger wertorientiert ausgerichtet sei als diejenige von Nicht-Familienunternehmen. Dennoch zeigen die Ergebnisse, dass die Wertsteigerung eine der wichtigsten Zielsetzungen ist. Hinsichtlich der Einflussfaktoren stärkerer Wertorientierung findet Gonschorek (2009), dass zunehmende Unternehmensgrösse, Kapitalmarktorientierung, Betonung finanzieller Ziele, die Anwendung komplexer Managementinstrumente und eine internationale Rechnungslegung die Wertorientierung fördern. Insgesamt kann ein grosser Teil der aufgestellten Hypothesen zu den Einflussfaktoren von Unterschieden in der Wertorientierung im Mittelstand aber nicht bestätigt werden. Dazu gehören bspw. das Controlling-Verständnis, die Unternehmenskultur, die Stellung, Ausbildung und Alter des Managements bzw. Eigentümers sowie erwartete Hürden der Implementierung (IT, Personalkapazitäten, Anstieg der Verwaltungskosten).

Krol (2009) untersucht Anwendung, Einflussfaktoren und Erfolgswirkung wertorientierter Unternehmensführung im deutschen Mittelstand. Die ausgewählten Unternehmen erzielen dabei max. EUR 50 Mio. Umsatzerlöse. Krol (2009) findet, dass die Wertorientierung insgesamt gering ausgeprägt ist. Im Hinblick auf die Einflussfaktoren zunehmender Wertorientierung findet Krol (2009), dass die Beschäftigung mit internationaler Rechnungslegung, zunehmende Unternehmens-

⁵⁸ Die Ergebnisse der Studie wurden in verschiedenen Publikationen verwendet: Günther und Gonschorek (2006), Günther und Gonschorek (2008) und Günther und Gonschorek (2011).

grösse, der Grad der Formalisierung unternehmerischer Entscheidungen sowie der Einsatz strategischer Managementinstrumente zu einer stärkeren Wertorientierung führen. Hinsichtlich der hemmenden Faktoren werden ein autoritärer Führungsstil sowie eine Orientierung an den Belangen aller Stakeholder aufgeführt. Auch Krol (2009) kann einen wesentlichen Teil der aufgestellten Hypothesen nicht bestätigen. Dazu gehören bspw. Alter und Ausbildung des Managements, Veränderungen der Marktdynamik, Aspekte des unternehmerischen Zielsystems oder Finanzierungsverhaltens. Allerdings sind diese Erkenntnisse nicht so überraschend, da die Stichprobe sehr kleine mittelständische Unternehmen enthält und das Wertmanagement-Konzept per Definition eher für Grossunternehmen entwickelt wurde. Schliesslich kann Krol (2009) keinen positiven Effekt einer zunehmenden Wertorientierung auf die Unternehmensleistung nachweisen.

Tappe (2009) untersucht explizit die Ausprägung von Erfolgsfaktoren wertorientierter Unternehmensführung im deutschen Mittelstand. Die Resultate aus zehn Fallstudien zeigen, dass die Anforderungen an eine wertorientierte Unternehmensführung weitestgehend nicht erfüllt werden. Durchschnittlich erzielen die Fallunternehmen in dieser Studie Umsatzerlöse in der Höhe von EUR 180 Mio. und beschäftigen maximal 1.000 Mitarbeiter. Unternehmerisches Zielsystem, Zielvorgaben, Leistungsmessung sowie Anreiz- und Vergütungssysteme sind heute noch nicht geschlossen auf die Steigerung des Unternehmenswertes ausgerichtet. Tappe (2009) kann keinen Effekt der Unternehmensgrösse oder Veränderungen in der Führungsstruktur auf die Wertorientierung nachweisen. Allerdings handelt es sich bei der Analyse der Einflussfaktoren nur um Gruppierungen und Cluster und nicht um tatsächliche Interview-Aussagen zu den Einflussfaktoren. An der Studie von Tappe (2009) sind ausserdem wesentliche Mängel qualitativer Forschung wie fehlende Transkribierung der Interviews sowie kaum explizite Darstellung von Interview-Aussagen zu bemerken, weshalb nur spärliche Einblicke in die tatsächliche Ausgestaltung der wertorientierten Unternehmensführung der befragten mittelständischen Unternehmen gegeben werden (können).

Autor	Jahr	Fokus Studie	Haupterkenntnisse	Forschungs- methodik (Sample)	Unternehmensgrösse			Region
					TS/ VS ⁵⁹	Umsatzerlöse (EUR Mio.)	Mitarbeiter	
Tappe	2009	Verankerung Wertorientierung in Strategie, Struktur und Kultur im Mittelstand	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Implementierung in grösseren mittelständischen Unternehmen selten ▪ Kein Effekt Grösse und Eigentums- oder Führungsstrukturen 	Fallstudien (N=10)	TS	Ø 180	Ø 540	Deutschland
					VS	k. A.	< 1.000	
Krol	2009	Explizite und implizite Wertorientierung mittelständischer Unternehmen, Einflussfaktoren und Erfolgswirkung	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kaum Anwendung wertorientierte Unternehmensführung ▪ Keine Performance-Wirkung erkennbar 	Fragebogen (N=158)	TS	Ø 15	Ø 91	Deutschland
					VS	< 50	< 250	
Gonschorek	2009	Einflussfaktoren der Wertorientierung mittelständischer Unternehmen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Insgesamt niedrige Wertorientierung im deutschen Mittelstand ▪ Stärkere Wertorientierung mit zunehmender Grösse und abnehmendem Familieneinfluss 	Fragebogen (N=307)	TS	Ca. 86 % der Unternehmen < 250	Ca. 92 % der Unternehmen < 1.000	Deutschland
					VS	20-1.000	k. A.	

Abb. 7: Zusammenfassung historischer empirischer Studien.

⁵⁹ TS: Beschaffenheit tatsächliches Sample. VS: Vorgabe-Kriterien zur Fallauswahl.

3.5.2. Kritische Bewertung der historischen Studien

3.5.2.1. Unternehmensgrösse

Die Forschung zum Wertmanagement im Mittelstand hat grosse Familienunternehmen bislang auf Basis quantitativer Grössenkriterien und qualitativer Überlegungen (keine mittelständischen Kriterien) ausgeblendet (Krol, 2009; Khadjavi, 2005; Krol, 2009; Tappe, 2009). Quantitative Definitionen mittelständischer Unternehmen beinhalten in der Regel Unternehmen, die weniger als EUR 50 Mio. Umsatzerlöse erzielen oder weniger als 250 bzw. 500 Mitarbeiter beschäftigen (Khadjavi, 2005; Krol, 2009; Hiebl, 2012; Europäische Gemeinschaft, 2006; Institut für Mittelstandsforschung, 2012). Allerdings besteht in der Forschung zum Wertmanagement im Mittelstand keine Einigkeit hinsichtlich quantitativer Grössenkriterien zur Abgrenzung. Während Gonschorek (2009) mittelständische Unternehmen untersuchen, die zwischen EUR 20 und EUR 1 Mrd. Umsatzerlöse erzielen, betrachtet Krol (2009) nur Unternehmen, deren Umsatzerlöse < EUR 50 Mio. beträgt, Tappe (2009) bezieht nur Unternehmen ein, die zwischen 150 und 1.000 Mitarbeiter beschäftigen und die Fallauswahl von Khadjavi (2005) enthält nur Unternehmen, die maximal EUR 70 Mio. Umsatzerlöse erzielen. Somit sind grosse Familienunternehmen, die durchaus qualitative Kriterien mittelständischer Unternehmen aufweisen, aber aufgrund ihrer Unternehmensgrösse nicht die typischen quantitativen Kriterien mittelständischer Unternehmen erfüllen, bislang nicht berücksichtigt worden.

3.5.2.2. Ganzheitliche und vertiefte Untersuchung von Wertmanagement

Darüber hinaus betrachten bisherige Studien aus verwandten Bereichen Wertmanagement nicht auf ganzheitliche Weise, sondern untersuchen nur einzelne Teilaspekte wie bspw. die Leistungsmessung mit wertorientierten Kennzahlen (Speckbacher und Schachner, 2004) oder der Einsatz einer Balanced Scorecard (Schachner et al., 2006; Speckbacher und Wentges, 2012; Payer-Langthaler et al., 2012). Stärker als die inhaltliche Ausgestaltung der Unternehmenssteuerung und Entscheidungsorientierung des Managements stehen hier Fragen der Verbreitung ausgewählter Controlling-Instrumente in Abhängigkeit struktureller Unternehmensmerkmale, z. B. Unternehmensgrösse, Eigentümerstruktur etc. im Fokus der Untersuchungen (Speckbacher und Schachner, 2004; Schachner et al., 2006;

Feldbauer-Durstmüller et al., 2007; Hiebl et al., 2013; Payer-Langthaler et al., 2012; Speckbacher und Wentges, 2012). Zwar werden in den expliziten Wertmanagement-Studien weitere Teilaspekte wie das Zielsystem des Unternehmens sowie die variable Vergütung des Managements berücksichtigt, jedoch fehlen nähere Informationen zur tatsächlichen Ausgestaltung der jeweiligen Teilaspekte (Gonschorek, 2009; Krol, 2009).⁶⁰ Zudem wird auch nicht behandelt, ob das Management wirklich wertorientierte Entscheidungen trifft, was durch die Implementierung von Wertmanagement letztlich bewirkt werden soll (Koller et al., 2010).

3.5.2.3. Vergleichbarkeit der Studien

Ausserdem weisen selbst die expliziten Wertmanagement-Studien keine einheitliche Definition oder Operationalisierung von Wertmanagement gemäss Standards der empirischen Wertmanagement-Forschung auf und sind somit schwer vergleichbar (Krol, 2009; Tappe, 2009). Günther und Gonschorek (2006; 2008) zählen den Einsatz der Kennzahlen *Return on Investment* (ROI), *Return on Capital Employed* (ROCE) und *Return on Equity* (ROE) beispielsweise zu den Instrumenten von Wertmanagement, während Krol (2009) die Kapitalrendite zu den traditionellen Kennzahlen zählt. Aus theoretischer Sicht ist aber unbestritten, dass nur der Vergleich des ROCE mit den durchschnittlichen Kapitalkosten den periodischen Wertbeitrag eines Unternehmens zeigt (Volkart, 2008). Malmi und Ikäheimo (2003) betrachten deshalb nur die Kennzahl EVA[®] sowie deren Verankerung in einer Organisation als wirkliche Implementierung. Ausserdem ist die Vergleichbarkeit der bisherigen Studien aufgrund unklarer Grössendefinitionen stark eingeschränkt.

3.5.2.4. Detailgrad der Erkenntnisse

Schliesslich lassen bisherige Studien sowohl hinsichtlich Implementierung als auch deren Einflussfaktoren vertiefte Erkenntnisse vermissen. Fragen „Wie?“, „Inwieweit?“, „Wieso?“ Wertmanagement implementiert wird (oder nicht), werden nicht beantwortet. Grundsätzlich besteht Kritik an Fragebogen-basierten Studien, da „*Surveys can give only a very superficial view of management accounting practice and more intensive fieldwork and/ or case studies are required.*“ (Scapens, 1990, S. 259)

⁶⁰ In diesen Fragebogenstudien ist bspw. nur erkennbar, ob eine variable Vergütung existiert. Weitere Informationen über die tatsächlichen Kennzahlen, die der variablen Vergütung zugrunde liegen oder Mechanismen der Entlohnung sind nicht ersichtlich.

Jedoch handelt es sich bei kontingenztheoretischen Studien zur Untersuchung von *Management Accounting* in der Regel um Fragebogen-basierte empirische Untersuchungen (Chenhall, 2003). Dennoch wiegt dieses Argument insbesondere im Kontext von Familienunternehmen besonders schwer, da es sich um eine sehr heterogene Gruppe von Unternehmen handelt, die somit auch im Hinblick auf die Einführung einer wertorientierten Unternehmensführung enorm unterschiedliche Ausprägungen aufweisen kann (Stewart und Hitt, 2011; Achleitner et al., 2011; Sharma et al., 1997). Gonschorek (2009) schlägt deshalb eine tiefere Analyse der Implementierung von Wertmanagement sowie der Einflussfaktoren mithilfe qualitativer Methoden vor.

3.5.2.5. Ableitung der Forschungslücke

Zusammenfassend blieb bislang eine vertiefte Untersuchung der Implementierung von Wertmanagement sowie Einflussfaktoren der Implementierung in grossen Familienunternehmen in Deutschland aus. Es ist deshalb nicht bekannt, inwieweit Wertmanagement in grossen Familienunternehmen tatsächlich implementiert wird. Ausserdem bestehen wesentliche Wissenslücken im Hinblick auf Faktoren, die Unterschiede in der Implementierung von Wertmanagement erklären können. Bestehende Sichtweisen greifen sehr wahrscheinlich zu kurz und sind zu statisch, um zu erklären wieso Wertmanagement in privat gehaltenen Familienunternehmen implementiert wird. Im Anschluss wird deshalb im konzeptionellen Bezugsrahmen sowie im Abschnitt der Forschungsmethodik dargelegt, wie die aufgezeigten Lücken in der bisherigen Literatur geschlossen werden.

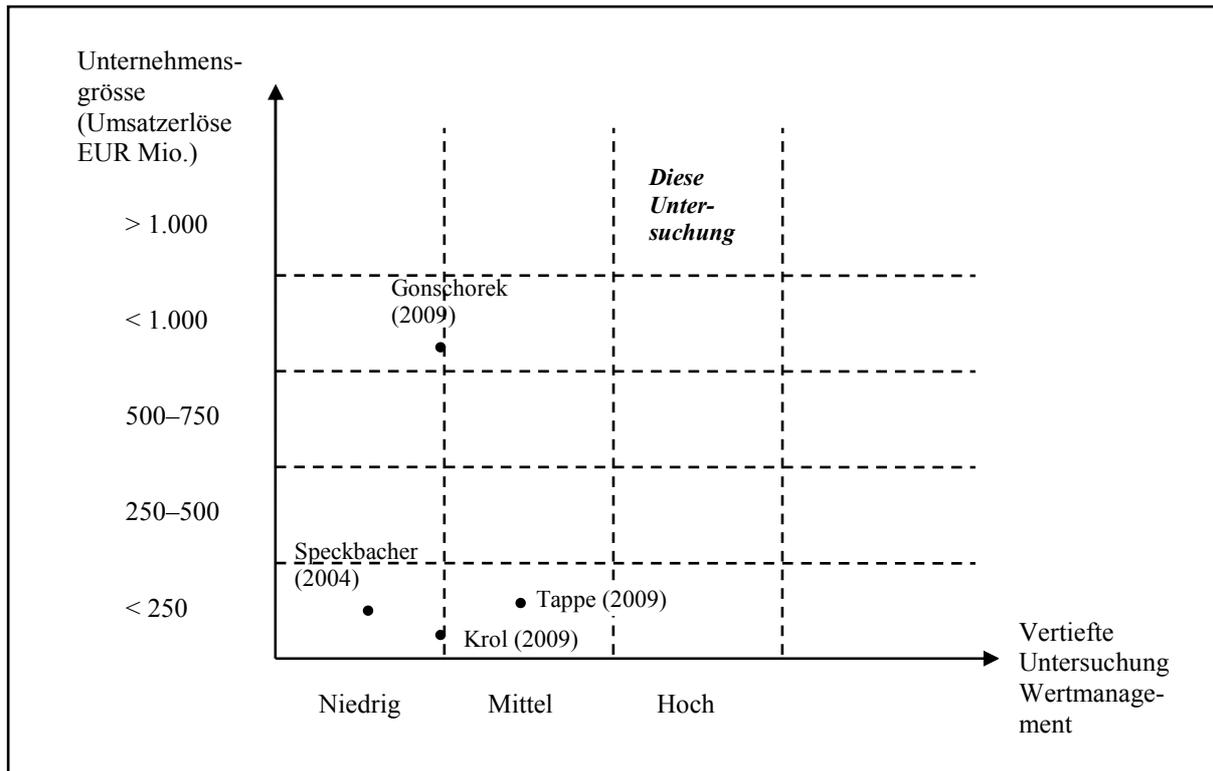


Abb. 8: Darstellung der empirischen Forschungslücke.

4. Konzeptioneller Bezugsrahmen für die empirische Untersuchung

Auf Basis einer intensiven Auseinandersetzung mit den theoretischen Aspekten von Wertmanagement sowie den Einflussfaktoren der Implementierung wird in diesem Kapitel ein konzeptioneller Bezugsrahmen entwickelt. Dieser konzeptionelle Bezugsrahmen fasst die theoretischen Hintergründe zusammen bzw. vertieft sie⁶¹ und leitet die empirische Datenerhebung sowie -analyse (Kubicek, 1975; Miles und Huberman, 1994; Gläser und Laudel, 2010). Eine strukturlose Datenerhebung sowie -analyse wird so vermieden werden und die begrenzte Zeit, die für die Datenerhebung zur Verfügung steht, effizient genutzt werden (Tappe, 2009; Lamnek, 2010).

Dies gilt sowohl für die erste als auch für die zweite Forschungsfrage. Im Zusammenhang der ersten Forschungsfrage und dem Forschungsziel, eine vergleichende Darstellung des Implementierungsstands von Wertmanagement in grossen Familienunternehmen zu erstellen, ist es unerlässlich ein nachvollziehbares Wertmanagement-Konstrukt zu entwickeln. Dies ist auch relevant, da die Begrifflichkeit Wertmanagement sehr vielschichtig ist.

Hinsichtlich der zweiten Forschungsfrage erscheint es hilfreich die Einflussfaktoren der Implementierung vorab zu systematisieren. Weniger als explizit formulierte Hypothesen werden vielmehr die theoretischen Vorüberlegungen sowie Vermutungen, die sich auf Basis des Literaturstudiums ergeben haben, vor der empirischen Studie zusammengefasst und grafisch visualisiert (Kubicek, 1975; Karmasin und Ribing, 2011). Dies sichert ausreichende Offenheit für den Forscher, neue Zusammenhänge zu entdecken und bestehende Sichtweisen zu verfeinern.

Schliesslich sichert der konzeptionelle Bezugsrahmen die Anschlussfähigkeit der empirischen Studie an die bestehende Literatur und reduziert die Gefahr eines naiven Empirismus (Perlitz et al., 1997; Mayring, 2011). Mayring (2011) weist explizit darauf hin, dass qualitative Forschung nur zum aktuellen Forschungsstand beitragen kann, wenn die bisherigen Erkenntnisse bekannt sind. Auch Eisenhardt (1989) bzw. Eisenhardt und Graebner (2007) fordern die Forschungsfragen aus Lücken der bestehenden Literatur abzuleiten und ex-ante Konstrukte für die empirische Studie zu definieren.

⁶¹ Insbesondere hinsichtlich normativer Anforderungen an die Unternehmensführung im Rahmen der Implementierung von Wertmanagement.

4.1. Implementierung von Wertmanagement

Um die Zielsetzung zu erfüllen, eine ganzheitlichere und vertiefte Untersuchung der Implementierung von Wertmanagement zu erreichen, werden auch verschiedene Teilaspekte von Wertmanagement definiert und empirisch untersucht. In Synthese unterschiedlicher Ansätze normativer sowie empirischer Literatur wird nachfolgend ein konzeptioneller Bezugsrahmen ausgearbeitet, welcher die Grundlage für die empirische Untersuchung dieser Studie darstellt, inwieweit Wertmanagement in grossen Familienunternehmen implementiert wird.⁶² Damit sollen schliesslich die relativ oberflächlichen Erkenntnisse bisheriger Fragebogenstudien ergänzt und vertieft werden. Letztendlich dienen die nachfolgend abgeleiteten Teilaspekte von Wertmanagement dazu, die Datenerhebung und -analyse zu leiten. Allerdings können in diesem konzeptionellen Bezugsrahmen nicht alle Anforderungen an die Unternehmensführung erfasst werden, die im Zusammenhang einer Implementierung von Wertmanagement gefordert werden.⁶³

Das *Framework* von Malmi und Ikäheimo (2003) dient als Ausgangspunkt des konzeptionellen Bezugsrahmens. Für die Auswahl dieses *Frameworks* spricht die relativ einfache Struktur und dementsprechende Eingänglichkeit, Berücksichtigung der zentralen Erfolgsfaktoren der Implementierung von Wertmanagement, Praxisnähe und Anwendung des *Frameworks* in einer historischen empirischen Studie.⁶⁴ Besonders an diesem *Framework* ist zudem die explizite Berücksichtigung der Managemententscheidungen, die durch die Einführung von Wertmanagement beeinflusst werden (sollen), die in anderen *Frameworks* keine explizite Berücksichtigung finden. Im

⁶² Die Entwicklung normativer Literatur zum Wertmanagement wird massgeblich getrieben durch diverse Beratungsgesellschaften, die sowohl konzeptionelle Überlegungen zum Wertmanagement angestellt haben als auch die Implementierungen in börsennotierten Grossunternehmen begleitet haben. So stellt die Kennzahl EVA[®], die durch die Beratungsgesellschaft Stern und Stewart entwickelt wurde, die am weitesten verbreiteten Kennzahlen zur wertorientierten Unternehmenssteuerung amerikanischer, börsennotierter Grossunternehmen dar (Kleiman, 1999).

⁶³ Copeland et al. (1996) weisen darauf hin, dass Wertmanagement bewirken soll: „(...) *the company's overall aspirations, analytical techniques, and management processes are all aligned to help the company maximize its value by focusing management decisions on the key drivers of value (...)*“ (S. 96). Insofern stellen der konzeptionelle Bezugsrahmen und die anschliessenden empirischen Resultate nur eine Indikation über den Stand der Implementierung dar.

⁶⁴ Die Auswahl dieses *Frameworks* unterstützt auch bei Abwägungen hinsichtlich der Tiefe und Breite des Wertmanagement-Konstrukts. Ebeling (2007) leitet aus einer sehr detaillierten Diskussion der Anforderungen an eine wertorientierte Unternehmensführung insgesamt 150 Fragen ab, die im Rahmen einer Fallstudie untersucht werden. Für die Zwecke dieser Studie wäre ein solches Vorgehen kaum umsetzbar oder zielführend.

Rahmen normativer Literatur wird an unterschiedlichen Stellen auf die zentrale Bedeutung der Ausrichtung strategischer Entscheidungen auf die Wertsteigerung hingewiesen, bspw. bei Unternehmenskäufen und -verkäufen (*Mergers and Acquisition* (M&A)) oder Portfoliomanagement (Rappaport, 1998; Volkart, 2002; Koller et al., 2010). In einer empirischen Studie weisen PA Consulting (2003) zudem nach, dass die Ausrichtung der Entscheidungen des Managements auf die Steigerung des Unternehmenswertes der zentrale Erfolgsfaktor von Wertmanagement ist. Vor diesem Hintergrund scheint es sinnvoll diesen Teilaspekt neben den bekannten Komponenten von *Management Control*-Systemen bzw. *Performance Management*-Systemen zu berücksichtigen.⁶⁵ Aufbauend auf der normativen Wertmanagement-Literatur sowie historischen empirischen Studien wird das *Framework* von Malmi und Ikäheimo (2003) aber im Hinblick auf die identifizierten Erfolgsfaktoren inhaltlich stärker verfeinert. Dies gilt insbesondere in Bezug auf zentrale finanzwirtschaftliche Instrumente von Wertmanagement.⁶⁶ Zudem werden Fragen vorhergegangener Fragebogenstudien berücksichtigt, um eine höhere Vergleichbarkeit mit bestehenden Studien zu erreichen (Alkaraan und Northcott, 2006).

Kritisch am ursprünglichen *Framework* von Malmi und Ikäheimo (2003) ist zu sehen, dass der alleinige Fokus auf der wertorientierten Spitzenkennzahl EVA[®] liegt, die nicht das einzige wertorientierte Steuerungskonzept darstellt, das zur wertorientierten Unternehmensführung eingesetzt werden kann.⁶⁷ Zur Beurteilung der Implementierung von Wertmanagement ist nicht erheblich, welche wertorientierte Spitzenkennzahl zur Anwendung kommt. Vielmehr ist relevant, inwieweit die zentralen finanziellen und nicht-finanziellen Werttreiber in die Entscheidungsfindung des Managements einbezogen werden (Copeland et al., 1996).⁶⁸ Letztlich soll durch den Einsatz dieser Kennzahlen der intrinsische Unternehmenswert maximiert werden, der sich aus den

⁶⁵ Eine Studie von PA Consulting (2003) bezieht die Entscheidungsorientierung explizit in ihren Fragebogen mit ein. Auch in einer aktuellen wissenschaftlichen Studie von Burkert und Lueg (2013) wird untersucht inwieweit die strategischen Entscheidungen des Managements auf die Steigerung des Unternehmenswertes ausgerichtet sind.

⁶⁶ Dazu werden auch Fragebögen historischer Studien im Bereich *Corporate Finance* sowie *Management Accounting* herangezogen, bspw. Graham und Harvey (2001), Pellens et al. (2000), Günther und Gonschorek (2008), Krol (2009) oder Tappe (2009).

⁶⁷ Gebhardt und Mansch (2005) führen unterschiedliche wertorientierte Steuerungskennzahlen auf, die sowohl zahlungsorientierte, d. h. auf Cashflow-Größen basierende Kennzahlen (z. B. CVA, *Cash Flow Return On Investment* (CFROI)) als auch erfolgsorientierte Kennzahlen, d. h. auf Ergebnisgrößen basierende Kennzahlen (z. B. EVA[®]) umfassen.

⁶⁸ Vor diesem Hintergrund ist auch sehr kritisch zu sehen, dass Khadjavi (2005) die Anwendung des CVA-Ansatzes für mittelständische Unternehmen so stark forciert.

zukünftigen diskontierten freien Cashflows des Unternehmens zusammensetzt. Deshalb muss auch das Controlling-Instrumentarium auf diese Zielsetzung ausgerichtet werden und somit die zentralen Parameter der Unternehmensbewertung berücksichtigen: Höhe, Zeitpunkt und Risiko der zukünftigen freien Cashflows (Günther, 1997; Pellens et al., 1998; Damodoran, 2006; Gonschorek, 2009).

Zusätzlich wird im *Framework* von Malmi und Ikäheimo (2003) die externe Kapitalmarktkommunikation nicht explizit berücksichtigt, welche in anderen Beiträgen als fester Bestandteil von Wertmanagement definiert wird. Im besonderen Kontext privat gehaltener Familienunternehmen hat die klassische Kapitalmarktkommunikation per Definition aber ohnehin eine eher untergeordnete Rolle. Einerseits sind Familienunternehmen häufig bewusst sehr verschwiegen, was Informationen im Internet oder Veröffentlichungen von Jahresabschlüssen angeht, z. B. sollen weder Wettbewerber noch Kunden Informationen zur Geschäftstätigkeit erhalten oder Transparenz über die Vermögen der entsprechenden Eigentümerfamilien geschaffen werden (Klein, 2009). Andererseits ist die Kernaufgabe externer Kapitalmarktkommunikation, die Reduktion der Abweichung zwischen intrinsischem Unternehmenswert und der tatsächlichen Marktkapitalisierung des Unternehmens, kaum relevant für privat gehaltene Unternehmen, da sie nicht börsennotiert sind.⁶⁹ Auch in Bankenpräsentationen oder Rating-Urteilen finden wertorientierte Kennzahlen per se keinen Eingang als vielmehr klassische Bilanz- und Erfolgskennzahlen (ergänzt um weitere qualitative Aspekte) (Fallstudie A, 2012; Experteninterview 2; Experteninterview 3; Experteninterview 4). Deshalb wird die externe Kapitalmarktkommunikation nicht als Teilaspekt von Wertmanagement im konzeptionellen Bezugsrahmen berücksichtigt.

4.1.1. Unternehmensziele und strategische Ausrichtung

Die Implementierung von Wertmanagement soll das Zielsystem eines Unternehmens auf die Steigerung des Unternehmenswertes ausrichten. Oberste Zielsetzung des Unternehmens soll die langfristige und nachhaltige Steigerung des intrinsischen Unternehmenswertes sein (Copeland et al., 1996; Coenenberg und Salfeld, 2007; Pape,

⁶⁹ Die Kapitalmarktkommunikation ist relevant für börsennotierte Unternehmen, um den intrinsischen Unternehmenswert und Marktwert anzugleichen und die Kapitalkosten für das Unternehmen zu senken (keine Risikozuschläge aufgrund von Informationsasymmetrien) (Volkart, 2002; Koller et al., 2010).

2009). Damit soll die Übereinstimmung der Ziele des Managements mit den finanzwirtschaftlichen Zielen der Eigentümer sichergestellt werden (Rappaport, 1998). Dementsprechend stellen die Eigentümer bei der Definition und Festlegung der finanzwirtschaftlichen Unternehmensziele die wichtigste Anspruchsgruppe des Unternehmens dar (Günther, 1997; Hirsch und Scherm, 2011). Weiter soll die Zielsetzung der Wertmaximierung anhand einer wertorientierten Spitzenkennzahl und/oder der finanziellen sowie nicht-finanziellen Werttreiber operationalisiert werden (Malmi und Ikäheimo, 2003). Diese wertorientierte Spitzenkennzahl soll dabei einen hohen Bezug zum Unternehmenswert aufweisen und somit einen Bezug zu den zentralen Bewertungsparametern Höhe, Zeitpunkt und Risiko der zukünftigen freien Cashflows aufweisen (Günther, 1997). Als wertorientierte Spitzenkennzahlen eignen sich die unterschiedlichen wertorientierten Steuerungskonzepte, die in Abschnitt 2.2.4. diskutiert wurden. Die unternehmensspezifischen finanziellen Werttreiber ergeben sich aus der Auswahl des jeweiligen Steuerungskonzeptes und der Industrie des Unternehmens.⁷⁰ Die Ausgestaltung der Werttreiber soll die Besonderheiten des Geschäftsmodells des jeweiligen Unternehmens berücksichtigen (Koller et al., 2010). Hinsichtlich der Verankerung in der Organisation soll die Zielsetzung der Steigerung des Unternehmenswertes nicht nur auf Ebene der Gruppe, sondern hierarchieübergreifend verankert werden (Stern und Shiley, 2001).

⁷⁰ Dies ändert aber nichts an den Kertreibern der DCF-Unternehmensbewertung. Durch mathematische Umformungen kann gezeigt werden, dass letztlich alle intrinsischen Bewertungsverfahren und wertorientierten Führungskonzepte zum selben Ergebnis kommen (Preinreich-Lücke-Theorem). Siehe Ballwieser (2014) für eine vertiefte Diskussion.

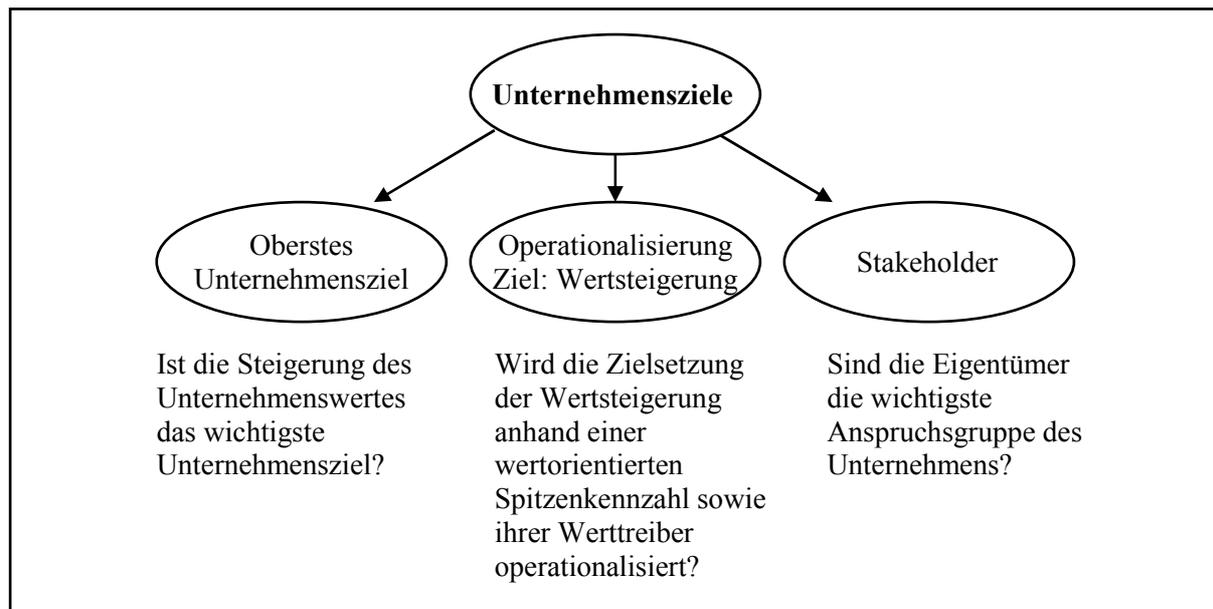


Abb. 9: Anforderungen an ein wertorientiertes Zielsystem.

4.1.2. Zielsetzung

Die Implementierung von Wertmanagement erfordert wertorientierte strategische und operative Zielvorgaben (Copeland et al., 1996; Rappaport, 1998; Malmi und Ikäheimo, 2003).⁷¹ Es sollen wertorientierte Spitzenkennzahlen und deren zentrale finanzielle sowie nicht-finanzielle Werttreiber geplant werden, da die Operationalisierung der freien Cashflows nur schwierig in die Planung und Kontrolle des Unternehmens integriert werden kann (Copeland et al., 1996; Coenenberg et al., 2002). Grundsätzlich soll die Planung dabei nicht auf Budgets des Unternehmens basieren, sondern auf die absolute Wertschaffung ausgerichtet werden (Stewart, 1991; Rappaport, 1998). In Unternehmen, die EVA[®] als Steuerungskennzahl einsetzen, basiert die Zielsetzungen bspw. auf Berechnungen des mindestens zu erreichenden EVA[®] und nicht auf Verhandlungen mit dem Management (Malmi und Ikäheimo, 2003). Damit Wert geschaffen wird, muss der Übergewinn einer Periode > 0 betragen (Volkart, 2002). Die durchschnittlichen Kapitalkosten sind dabei als Mindestverzinsungsanforderung anzusehen und nicht als eigene Zielgröße (Volkart, 2002). Voraussetzung für die Planung wertorientierter Spitzenkennzahlen sowie ihrer Werttreiber ist die Existenz einer vollständigen Finanzplanung, die Gewinn- und Verlust-Rechnung, Bilanz und Kapitalfluss-Rechnung umfasst (Volkart, 2002). Die Zielwerte für die wertorientierten

⁷¹ In vorliegender Studie ist damit das englisch-sprachige „Target Setting“ (S. 114) gemeint (Copeland et al. (1996)).

Spitzenkennzahlen sowie deren Werttreiber sollen auf einer integrierten Abstimmung intern und extern verfügbarer Informationen aufbauen (Rappaport, 1998). Sowohl Anforderungen des Kapitalmarktes (Kapitalkosten), Benchmarking mit Wettbewerbern als auch interne Pläne sowie Erwartungen des Managements sollen die Zielwerte determinieren (Rappaport, 1998).⁷² Auf diese Weise sollen realistische Wertsteigerungsziele ermittelt werden (Copeland et al., 1996). Der Zielbildungsprozess selber soll eher *top-down* d. h. durch Zielvorgaben der Unternehmensleitung erfolgen (Weber et al., 2004).

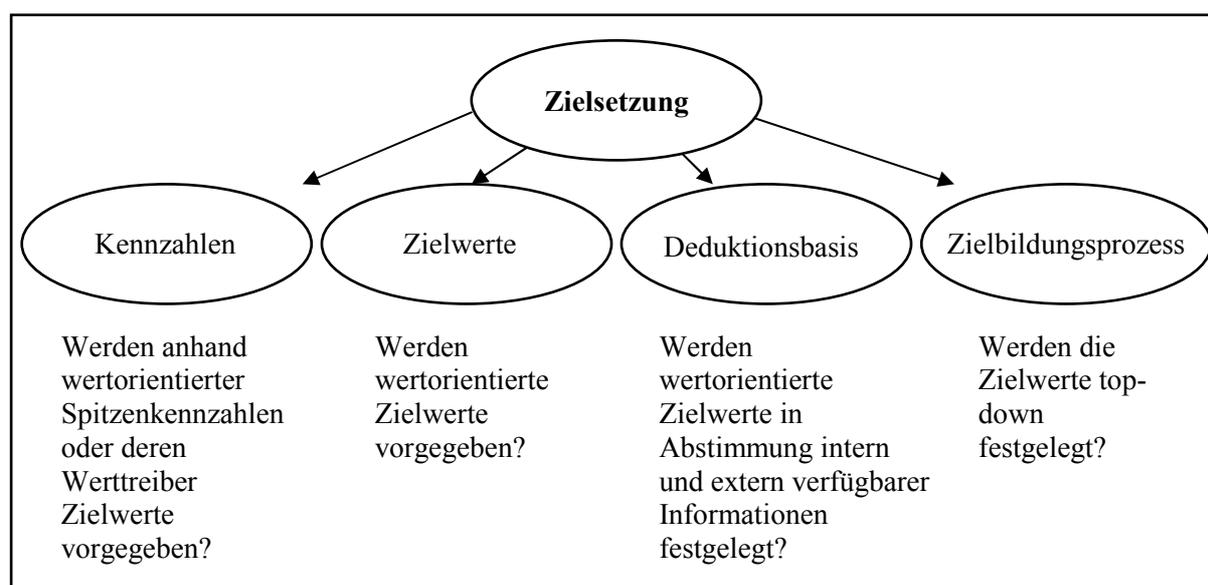


Abb. 10: Anforderungen an eine wertorientierte Zielsetzung.

4.1.3. Leistungsmessung

4.1.3.1. Kennzahlen zur Leistungsmessung

Masstab für die Beurteilung der Unternehmensleistung soll die finanzielle Wertschaffung sein (Stewart, 1990; Copeland et al., 1996). Abgeleitet aus der Kritik an traditionellen Steuerungsgrößen sollen ausschliesslich wertorientierte Spitzenkennzahlen und ihre Werttreiber zur Leistungsmessung eingesetzt werden, um einen hohen Bezug zur Zielgröße Unternehmenswert herzustellen (Ehrbar, 1998; Malmi und Ikäheimo, 2003), sowohl auf Ebene der Unternehmensgruppe als auch auf nachgelagerten Hierarchieebenen (Stern & Shiley, 2001). Die finanziellen als auch nicht-finanzielle Werttreiber sollen dabei an das jeweilige Geschäft angepasst werden

⁷² Weber et al. (2004) sprechen von der Deduktionsbasis für die Bestimmung der Zielwerte.

und sind nicht für alle Unternehmen gleich (Copeland et al., 1996). Die jeweilige Auswahl relevanter finanzieller und nicht-finanzieller Werttreiber ist einerseits zwangsläufig von der gewählten Spitzenkennzahl abhängig und soll andererseits durch die Eigenheiten des Unternehmens bzw. Branche determiniert werden (Koller et al., 2010).

4.1.3.2. Investitionsrechnung

Nur Investitionen, die einen positiven Kapitalwert aufweisen, tragen zur Steigerung des Unternehmenswertes bei (Coenenberg et al., 2002). Investiert werden soll, wenn die erwartete Rendite der Investition die durchschnittlichen Kapitalkosten übersteigt. Deshalb sind alle Investitionen hinsichtlich ihres Wertbeitrags anhand des Kapitalwertkriteriums zu überprüfen.

4.1.3.3. Balanced Scorecard

Zur Systematisierung der operativen und strategischen nicht-finanziellen Werttreiber wird die Balanced Scorecard vorgeschlagen (Kaplan und Norton, 1992; Kaplan und Norton, 1995). Innerhalb der vier Dimensionen einer Balanced Scorecard werden neben der finanziellen Perspektive eine Mitarbeiter-, Lieferanten und Kundenperspektive gemessen (Kaplan und Norton, 1992; Kaplan und Norton, 1995). Entlang dieser Perspektiven werden die nicht-finanziellen strategischen und operativen Treiber in Ursache-Wirkungs-Beziehungen zu den finanziellen Werttreibern gesetzt, um deren Einfluss auf die Wertsteigerung zu konkretisieren (Kaplan und Norton, 1992; Kaplan und Norton, 1995).

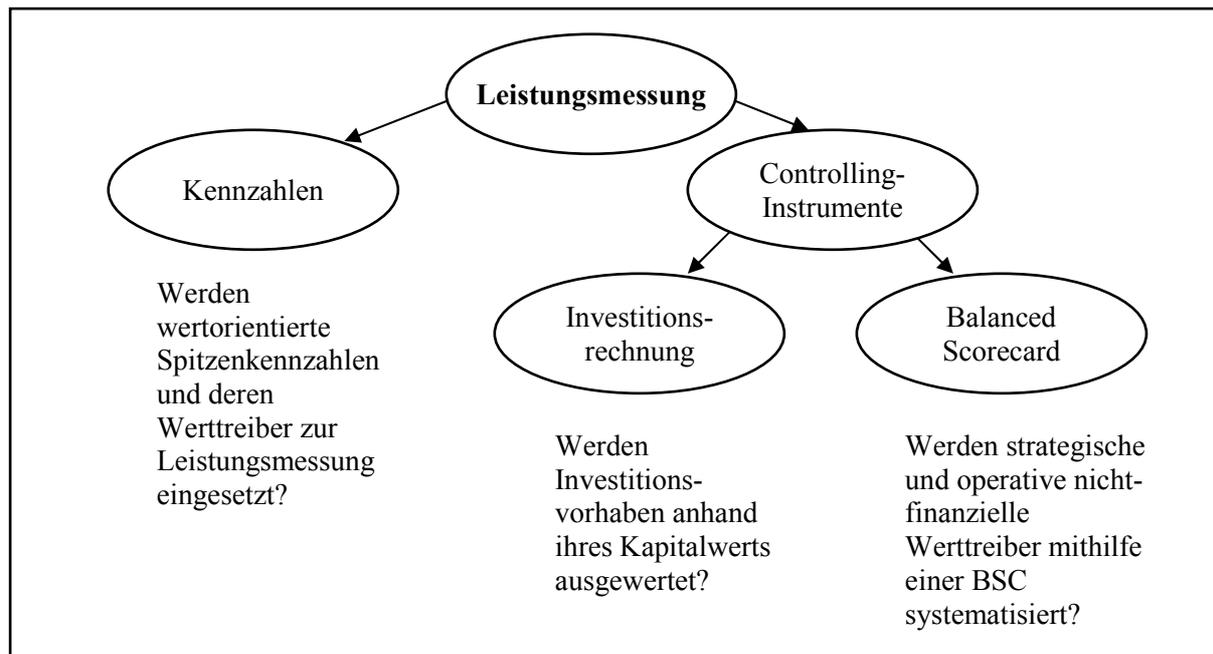


Abb. 11: Anforderungen an eine wertorientierte Leistungsmessung.

4.1.4. Vergütung

Schliesslich sollen auch die Anreiz- und Vergütungsstrukturen für das Management an die übergeordnete Zielsetzung der Steigerung des Unternehmenswertes angepasst werden. Die Vergütung des Managements stellt einen zentralen Bestandteil einer wertorientierten Unternehmensführung dar, da erst durch die Anwendung wertorientierter Anreiz- und Vergütungsstrukturen zielkonformes Handeln des Managements im Sinne der Eigentümer des Unternehmens sichergestellt wird (Martin und Petty, 2000; Gebhardt und Mansch, 2005; Koller et al., 2010). Young und O'Byrne (2001) konstatieren, dass die Wertorientierung nicht wirksam wird, solange sie nicht in den Entlohnungsstrukturen des Managements verankert ist. Schliesslich sollen auch hier wertorientierte Spitzenkennzahlen und deren Werttreiber als Bemessungsgrundlage der variablen Vergütung zur Anwendung kommen (Pellens et al., 1998; Koller et al., 2010). Leitgedanke wertorientierter Anreiz- und Vergütungsstrukturen ist das Management für die absolute Steigerung des Unternehmenswertes zu belohnen und nicht für die Erreichung von Budgetvorgaben (Rappaport, 1998). Im Zusammenhang wertorientierter Anreiz- und Vergütungsstrukturen werden ausserdem die Ausgabe von Unternehmensanteilen sowie die Einbehaltung variabler Gehaltsbestandteile diskutiert, um eine Ausrichtung des Managements an der

langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes sicherzustellen (Pellens et al., 1998; Martin und Petty, 2000; Young und O’Byrne, 2001).

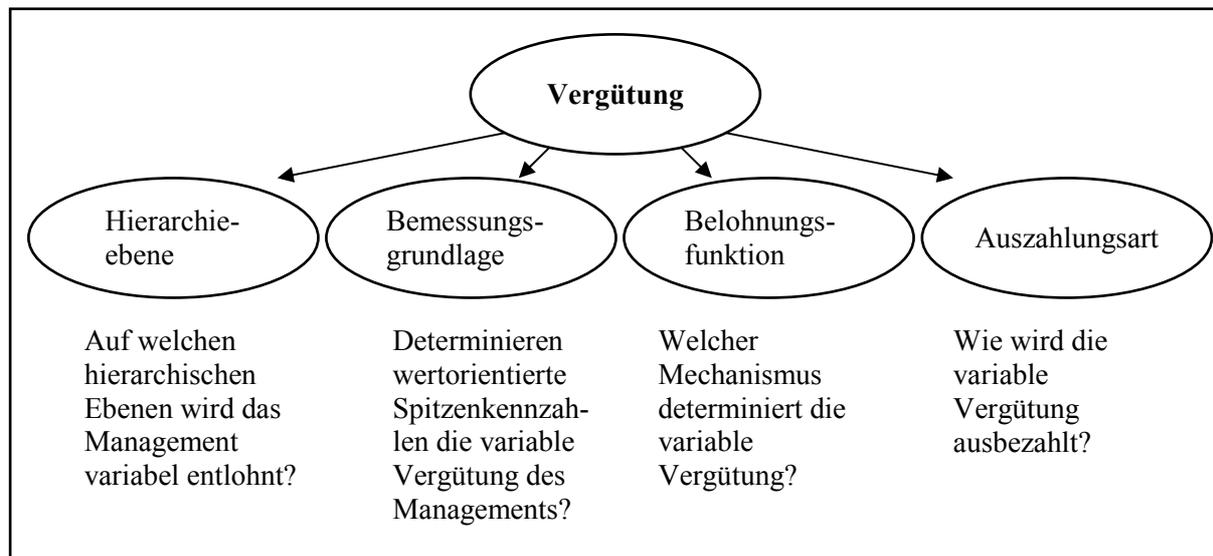


Abb. 12: Anforderungen an wertorientierte Anreiz- und Vergütungsstrukturen.

4.1.5. Entscheidungen des Managements

Sowohl aus strategischer als auch operativer Sicht sollen die Entscheidungen des Managements durch die Implementierung einer wertorientierten Unternehmensführung konsistent auf die Steigerung des Unternehmenswertes ausgerichtet werden (Copeland et al., 1996; Koller et al., 2010). Der Unternehmenswert als Zielgrösse ermöglicht dem Management dabei, die *Trade-Offs* zwischen Zeithorizonten (Koller et al., 2011), Anspruchsgruppen (Jensen, 2001; Jensen, 2010) sowie finanziellen und nicht-finanziellen Zielsetzungen zu wählen (Koller et al., 2010). Malmi und Ikäheimo (2003) kritisieren, dass die ausschliessliche Fokussierung auf die inhaltliche Ausgestaltung des MCS nicht ausreicht, um zu untersuchen, inwieweit ein Unternehmen tatsächlich eine wertorientierte Unternehmensführung implementiert. Deshalb sollen in die Untersuchung der Implementierung von Wertmanagement auch die Entscheidungen des Managements einbezogen werden (Malmi und Ikäheimo, 2003).

4.1.5.1. Strategische Entscheidungen

Offensichtlich können nicht alle strategischen Entscheidungen untersucht werden. Deshalb werden einige aus Sicht der wertorientierten Unternehmensführung zentralen Entscheidungen untersucht. Aus strategischer Sicht gehören dazu Entscheidungen über Akquisitionen und Unternehmensverkäufe, Investitionen, Unternehmenswachstum sowie Kapitalallokationen nach Geschäftsbereichen (Rappaport, 1998; Volkart, 2002; Malmi und Ikäheimo, 2003; Koller et al., 2010; Koller et al., 2011). Alle Entscheidungen sind so zu treffen, dass der Unternehmenswert nachhaltig maximiert wird.⁷³

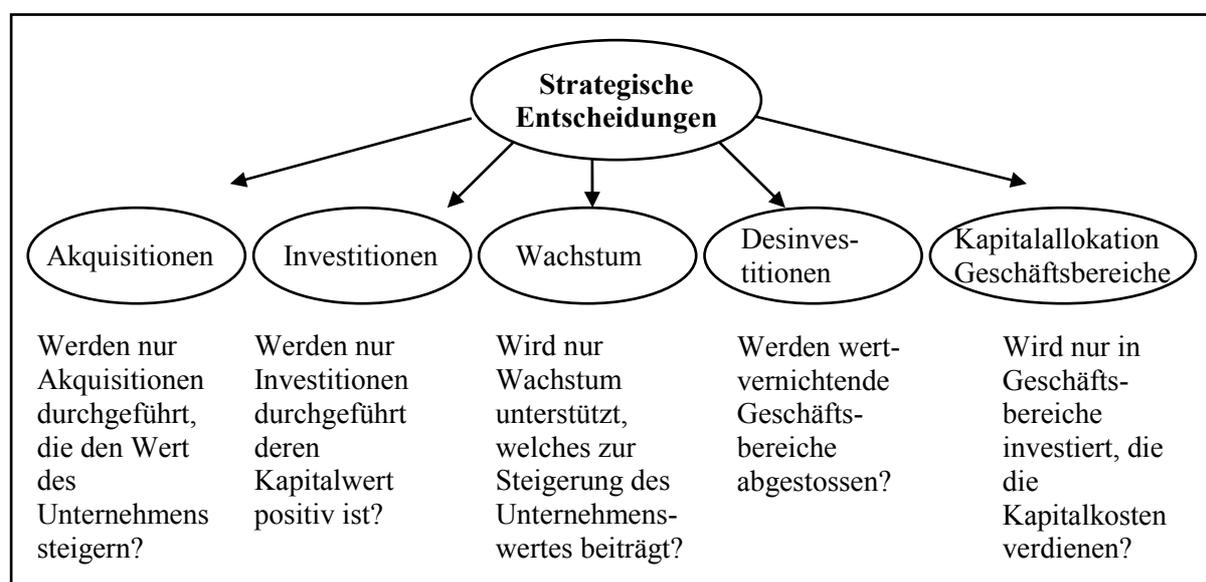


Abb. 13: Anforderungen an eine wertorientierte Ausrichtung strategischer Entscheidungen.

4.1.5.2. Operative Entscheidungen

Aus operativer Sicht soll die Implementierung einer wertorientierten Unternehmensführung zu einer stärkeren Berücksichtigung von sowohl Gewinn- und Verlust-Rechnung als auch Bilanz in der Entscheidungsfindung führen, was ein effizienteres Management des Nettoumlaufvermögens zur Folge hat (Malmi und Ikäheimo, 2003; Coenenberg und Salfeld, 2007).

⁷³ Für detaillierte Beschreibungen und Zahlenbeispiele, wie der Wertbeitrag strategischer Entscheidungen im Rahmen eines DCF-Modells ausgewertet werden kann, siehe Rappaport (1998).

In Abbildung 14 wird der konzeptionelle Bezugsrahmen zusammenfassend grafisch dargestellt. Die Teilaspekte der Implementierung von Wertmanagement, Unternehmensziele, Zielsetzung, Leistungsmessung und Vergütung, gehören im engeren Sinne zu *Management Control-Systemen* (MCS) bzw. *Performance Management-Systemen* (PMS). Durch ein wertorientiertes *Performance Management System* sollen schliesslich die Entscheidungen des Managements auf die Steigerung des Unternehmenswertes ausgerichtet werden.

Forschungsfrage 1: Inwieweit implementieren grosse Familienunternehmen in Deutschland tatsächlich Wertmanagement?

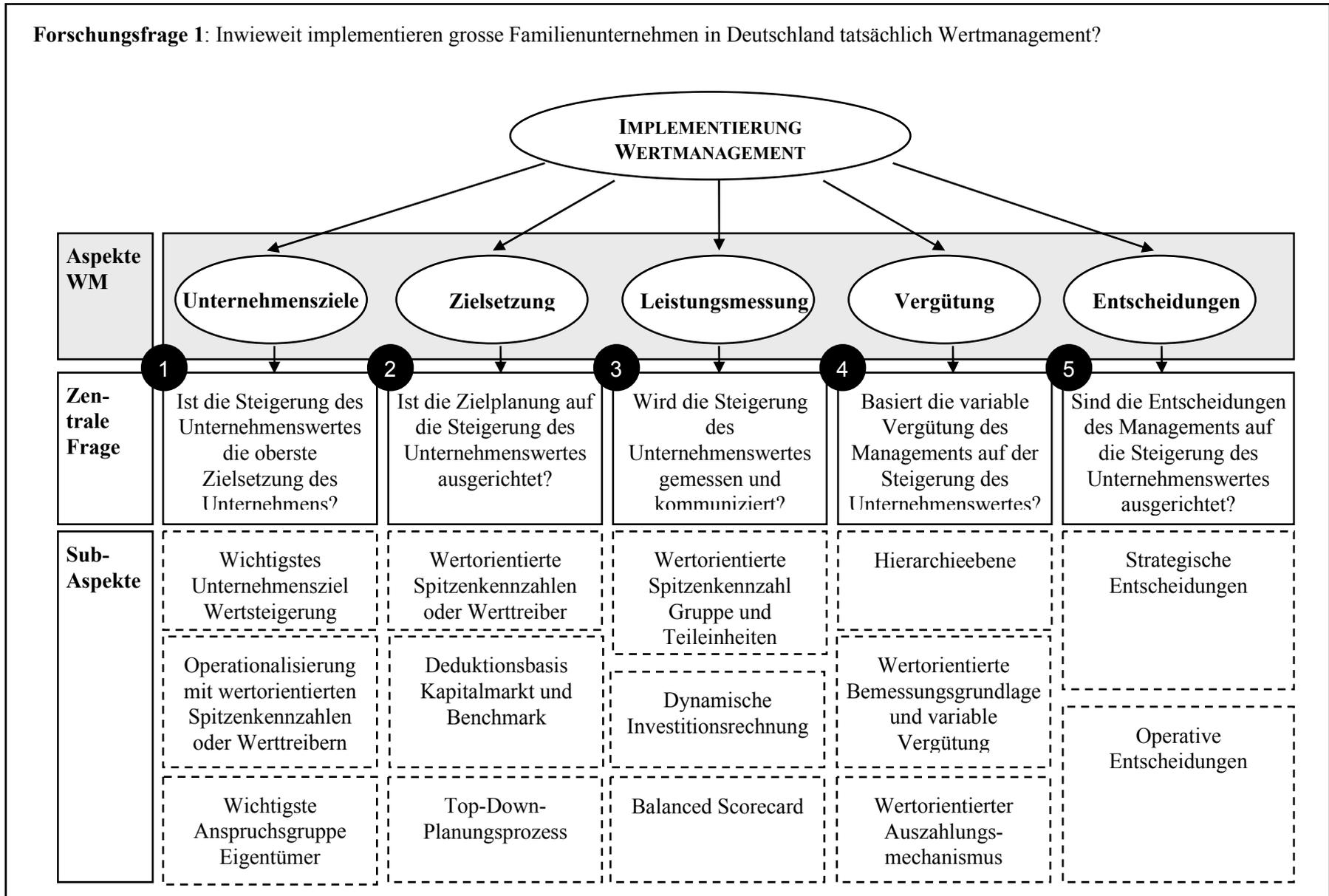


Abb. 14: Konzeptioneller Bezugsrahmen Implementierung Wertmanagement.

4.2. Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement

In diesem Abschnitt werden im konzeptionellen Bezugsrahmen Vermutungen festgehalten bzw. konkretisiert, welche Faktoren die Implementierung von Wertmanagement in grossen Familienunternehmen in Deutschland beeinflussen könnten. Die Kontingenztheorie dient dazu als übergeordneter theoretischer Bezugsrahmen. Deshalb werden interne und externe situative Faktoren unterschieden, die Unterschiede in der Implementierung von Wertmanagement bedingen können (Kieser und Walgenbach, 2003).

Allerdings ist bisher nur eine geringe Anzahl relevanter Studien zum Wertmanagement in Familienunternehmen entstanden, weshalb hinsichtlich der Einflussfaktoren auch auf Faktoren aus verwandten Studien zurückgegriffen wird, bspw. Anwendung der Balanced Scorecard in Familienunternehmen oder Professionalisierung finanzieller Führung generell (Filbeck und Lee, 2000; Payer-Langthaler et al., 2012).

Ausserdem werden klassische Kontextfaktoren ergänzt um Faktoren, die in der normativen Wertmanagement-Literatur diskutiert werden sowie Erkenntnisse aus der empirischen Forschung zu Familienunternehmen. Die Bezugnahme auf die normative Wertmanagement-Literatur ist zentral, da hier Aspekte diskutiert werden, die die Implementierung in historischen Implementierungsprojekten gefördert haben, z. B. Unterstützung durch das Top-Management oder Schulung der Mitarbeiter, um Wertmanagement in einer Organisation zu verankern (Young und O'Byrne, 2001; Martin und Petty, 2000; Knight, 1998; Rappaport, 1998). Diese Ausführungen beschränken sich aber implizit darauf, dass bereits bestehende Implementierungsprojekte bestehen.

Abschliessend werden die wichtigsten Faktoren übersichtsartig grafisch dargestellt. Vorab ist nicht feststellbar inwieweit die Familienunternehmen in Wertmanagement implementieren. Es gibt kaum empirische Studien zur Implementierung. Zudem gibt es keine öffentlich zugänglichen Informationen aus Geschäftsberichten, Pressemitteilungen oder Analystenberichten, wie dies im Fall grosser börsennotierter Unternehmen der Fall ist. Deshalb wird in der empirischen Studie letztendlich grosse Flexibilität im Hinblick auf mögliche Einflussfaktoren einer zunehmenden Wertorientierung beibehalten.

4.2.1. Interne Einflussfaktoren

4.2.1.1. Familieneinfluss und Unternehmensgrösse

Bestehende empirische Studien zeigen, dass abnehmender Familieneinfluss, zunehmende Beschäftigung externen Managements und Unternehmensgrösse verbunden sind mit dem Einsatz formellerer Managementinstrumente (Hiebl et al., 2013; Payer-Lanthaler et al., 2012; Speckbacher und Wentges, 2012; Gonschorek, 2009; Schachner et al., 2006). Mit zunehmender Unternehmensgrösse, steigender Komplexität und abnehmender direkter Kommunikation und Kontrolle innerhalb des Unternehmens steigt der Bedarf nach formelleren Managementinstrumenten (Payer-Langenthaler et al., 2012; Merchant, 1981). Spezifische Studien zum Mittelstand zeigen ausserdem, dass die Wertorientierung mit zunehmender Unternehmensgrösse steigt (Krol, 2009; Gonschorek, 2009). Der Zusammenhang zwischen zunehmender Unternehmensgrösse und höherer Implementierung technischer Instrumente von Wertmanagement wurde auch in anderen Studien von Nicht-Familienunternehmen gezeigt (Graham und Harvey, 2001; Trahan und Gitman, 1995). Lovata und Costigan (2002) stützen diese Sichtweise und beschreiben, dass durch zunehmende Unternehmensgrösse sowie niedrige Beteiligung des Managements am Eigenkapital die *Agency*-Problematiken verschärft würden, was zu einer höheren Implementierung wertorientierter Kontrollinstrumente führt. Hiebl et al. (2013) und Payer-Langenthaler et al. (2012) argumentieren in diesem Zusammenhang, dass mit abnehmendem Familieneinfluss der Bedarf nach stärkerer Angleichung der Interessen des Managements und der Eigentümer sowie Reduktion von Informationsasymmetrien eine höhere Implementierung operativer und strategischer Controlling-Instrumente fördert. Schachner et al. (2006) finden ausserdem, dass sich grosse Familienunternehmen im Hinblick auf die Nutzung formeller Managementinstrumente nicht von Nicht-Familienunternehmen unterscheiden. Speckbacher und Wentges (2012) betonen zudem, dass eine relativ informelle Implementierung von Strategien nur in kleineren Unternehmen effizient sei und sich deshalb grosse Familienunternehmen im Hinblick auf die Nutzung strategischer Managementinstrumente nicht von Nicht-Familienunternehmen unterscheiden. Allerdings wirft die Studie von Malmi und Ikäheimo (2003) ein sehr kritisches Licht auf die Aussage, dass zunehmende Unternehmensgrösse mit höherer Implementierung von Wertmanagement verbunden ist, da unterschiedliche Arten der Implementierung von Wertmanagement in grossen börsennotierten Unternehmen nachgewiesen werden. Darüber hinaus ist die Struktur

des Unternehmens relevant. So ist die Implementierung insbesondere in Unternehmen nützlich, die relative autonome divisionalen Strukturen aufweisen und in denen das Management starke Vermögensanreize hat den Unternehmenswert zu steigern (Young und O'Byrne, 2001; Martin und Petty, 2000).

4.2.1.2. Generation der Eigentümerfamilie

Hinsichtlich der Generation der Eigentümerfamilie und deren Einfluss auf die Unternehmensführung bestehen widersprüchliche Ansichten. Zwar herrscht die Sichtweise vor, dass die Unternehmensführung in späteren Generationen professioneller wird, da die Anzahl externer Führungskräfte zunimmt und ein geringerer paternalistischer Managementstil gelebt wird, was die Implementierung förderte (Payer-Langthaler et al., 2012; Duller et al., 2011; Filbeck und Lee, 2000). Payer-Langthaler et al. (2012) zeigen bspw., dass Familienunternehmen in jüngeren Generationen die Balanced Scorecard häufiger einsetzen, da sie eine offenere Einstellung hinsichtlich moderner Managementtechniken haben und Familienunternehmen in älteren Generationen den Kosten und Nutzen moderner Managementansätze kritisch gegenüberstehen.

4.2.1.3. Unterstützung durch das Top-Management

Unterstützung durch das Top-Management sowie dessen Eigenschaften werden sowohl in wissenschaftlicher als auch anwendungsorientierter Literatur als zentrale Treiber der Implementierung identifiziert (Young and O'Byrne, 2001; Knight, 1998; Fiss und Zajac, 2004; Gleadle und Cornelius, 2007; Burkert und Lueg, 2013; Volkart, 2002). Young und O'Byrne (2001) beschreiben zudem, dass das Top-Management teilweise (unbegründet) negative Effekte auf Investitionstätigkeit sowie mangelnde Berücksichtigung von Synergieeffekten zwischen Divisionen durch die Implementierung von Wertmanagement erwartetet und betonen, dass die inhaltliche Unterstützung der Implementierung durch das Top-Management zentral sei, um eine Implementierung zu ermöglichen. Malmi und Ikäheimo (2003) fügen hinzu, dass die Macht des Managers, der Wertmanagement implementiert („(...) *VBM Champion* (...)“ (S. 249)) entscheidend dafür sei, inwieweit eine wertorientierte Unternehmensführung in einem Unternehmen umgesetzt werde. Dazu betrachteten Führungskräfte in mittelständischen Familienunternehmen insbesondere das erwartete Kosten-Nutzen-

Verhältnis und insbesondere den Implementierungsaufwand, um zu entscheiden, ob Wertmanagement implementiert wird (Krol, 2009; Günther und Gonschorek, 2008). Günther und Schomaker (2006) heben zusätzlich hervor, dass inhaltliche Missverständnisse im Hinblick auf Wertmanagement ein Grund dafür sein können, dass die wertorientierte Unternehmensführung im deutschen Mittelstand noch nicht so stark verbreitet sei. Im besonderen Kontext von Familienunternehmen kommt auch dem externen *Chief Financial Officer* (CFO) eine zentrale Rolle zu. So zeigen empirische Studien, dass die Professionalität der finanziellen Führung durch die Beschäftigung eines externen CFO sowie Aufsichtsrats ansteigt (Filbeck und Lee, 2000; Di Giuli, A. et al., 2011).

4.2.1.4. Eigenschaften des Top-Managements

Zusätzlich wird darauf hingewiesen, dass Alter, Ausbildung sowie Beschäftigungsdauer des *Chief Executive Officer* (CEO) und des CFO des Unternehmens entscheidend für den Grad der Implementierung von Wertmanagement seien, da jüngere CEO bzw. CFO eine höhere Bereitschaft zu Wandel und Offenheit für Innovationen zeigten, die Konzepte von Wertmanagement aus der betriebswirtschaftlichen bzw. juristischen Forschung stammten und neue Managementinstrumente eher am Anfang der Beschäftigungsdauer implementiert werden (Burkert und Lueg, 2013; Gonschorek, 2009; Fiss und Zajac, 2004). Ausserdem zeigt Seal (2010), dass ein CEO-Wechsel die Implementierung von Wertmanagement beschleunigen kann. Es wird ausserdem explizit betont, dass Wertmanagement nicht nur eine Aufgabe der Finanzabteilung ist, da es sonst in einer Organisation nicht effektiv umgesetzt wird (Golsner, 2012; Koller et al., 2010; Young and O'Byrne, 2001) und dass deshalb Wertmanagement einfach gehalten werden sollte und die Führungskräfte im Falle der Implementierung geschult werden müssen (Stern und Shiley, 2001; Knight, 1998; Martin und Petty, 2000; Young und O'Byrne, 2001). Insbesondere in mittelständischen Familienunternehmen verfügen die Führungskräfte häufig über eine technische Ausbildung. Das Wissen über finanzwirtschaftliche Zusammenhänge kann fehlen, was die Implementierung erschwert (Volkart, 2002).

4.2.1.5. Unternehmenserfolg und Kapitalintensität

Zudem kann die Branche, in welcher ein Unternehmen angesiedelt ist, die Implementierung beeinflussen, da insbesondere kapitalintensive Branchen das investierte Kapital und somit auch die Kapitalkosten stärker in der Entscheidungsfindung berücksichtigen müssen und somit eher Wertmanagement implementieren (Copeland et al., 1996). Allerdings können auch Unternehmenskrisen oder mangelhafte finanzielle Leistung in der Vergangenheit die Implementierung von Wertmanagement fördern, um *Turnarounds* zu ermöglichen und die Aktivitäten des Unternehmens auf die Wertsteigerung hin zu koordinieren (Gleadle und Cornelius, 2007; Young and O'Byrne, 2001).

4.2.1.6. Stakeholder-Orientierung

Ausserdem wird die Ausrichtung der Unternehmensführung an der Zufriedenstellung aller Anspruchsgruppen im kontinentaleuropäischen Raum (*Stakeholder-Value*) als Hindernis für die Implementierung von Wertmanagement gesehen (Young and O'Byrne, 2001; PA Consulting, 2003). Die reine Ausrichtung der Unternehmensführung an den Interessen der Eigentümer ist einerseits vor allem verbreitet im angelsächsischen Raum, in welchem die Finanzierung über den Kapitalmarkt eine deutlich wichtigere Rolle einnimmt (Neale and McElroy, 2004; Brealey et al., 2008). Andererseits werden bspw. den Arbeitnehmern im deutschsprachigen Raum deutlich mehr Mitspracherechte in der Unternehmensführung gewährt (Copeland et al., 1996).

4.2.2. Externe Einflussfaktoren

4.2.2.1. Internationalität

Fiss und Zajac (2004) heben hervor, dass zunehmende internationale Geschäftstätigkeit zu einer höheren Implementierung von Wertmanagement führen kann, da international expandierende Unternehmen mit neuen *Governance*-Modellen konfrontiert werden, die allenfalls adaptiert werden. Darüber hinaus finden Fiss und Zajac (2004), dass Unternehmen, die mit Anwendern von Wertmanagement bzw. deren Erfahrungen in Kontakt kommen und somit den Nutzen der Wertorientierung weniger in Frage stellen, dieses Konzept eher implementieren. Gonschorek (2009) fügt

hinzu, dass im Rahmen der Internationalisierung Cashflows aus ausländischer Tätigkeit, die für das Überleben des Unternehmens notwendig sind, stärker in den Mittelpunkt von Entscheidungen gerückt werden, was die Implementierung einer wertorientierten Unternehmensführung weiter förderte.

4.2.2.2. Präferenzen Eigentümerfamilie

In späteren Generationen können Familieneigentümer weniger an einem langfristigen Fortbestand des Unternehmens in Familienhand als an einer Realisierung des finanziellen Wertes aus der Beteiligung interessiert sein und dementsprechend eine stärkere finanzielle Wertorientierung einfordern (Fiss und Zajac, 2004; Duller et al., 2011). Zudem könnten unterschiedliche Eigentümer innerhalb einer Familie verschiedene Interessen im Hinblick auf bspw. Dividendenausschüttung haben. Dabei ist die tatsächliche Implementierung aber auch abhängig von den Ressourcen, die zur Überwachung der Implementierung zur Verfügung stehen (Fiss und Zajac, 2004). Die Präferenzen der Eigentümerfamilie können sowohl als interne als auch als externe Einflussfaktoren betrachtet werden, da in Familienunternehmen häufig Leitung, Kontrolle und Eigentum zusammenfällt (Stewart und Hitt, 2011). Zudem zeigen Achleitner et al. (2008), dass die Beteiligung eines externen *Private Equity Investors*, d. h. Veränderungen in der Eigentümerstruktur, zu einer Verbesserung der Reporting- und Controlling-Strukturen und stärkerer Implementierung von Aspekten der Wertorientierung führen können.

4.2.2.3. Kapitalmarkt

Ein zentraler Einflussfaktor für die Implementierung einer wertorientierten Unternehmensführung in börsennotierten Grossunternehmen war in der Vergangenheit zunehmender Kapitalmarktdruck. Insbesondere der zunehmende Einfluss mächtiger Eigenkapitalinvestoren (Fiss und Zajac, 2004; Ulrich et al., 2002; Martin und Petty, 2000), Gefahr feindlicher Übernahmen (Martin und Petty, 2000) sowie zunehmend internationalere und kompetitivere Kapitalmärkte (Young und O'Byrne, 2001) haben in Unternehmen die Implementierung von Wertmanagement in Reaktion auf gestiegene Renditeanforderungen sowie Kontrollmöglichkeiten professioneller Investoren beeinflusst. Darüber hinaus haben auch die gestiegenen Anforderungen von Finanzanalysten diese Entwicklung verstärkt (Malmi und Ikäheimo, 2003). Allerdings

finden Horster und Knauer (2012), dass kleinere börsennotierte Unternehmen im Gegensatz zu grossen börsennotierten Unternehmen in Deutschland wertorientierte Kennzahlen in Leistungsmessung sowie Managementvergütung deutlich seltener implementieren, obwohl sie dem Kapitalmarktdruck gleichermassen ausgesetzt sind.

Forschungsfrage 2: Welche Faktoren beeinflussen die Implementierung von Wertmanagement in diesen Unternehmen?

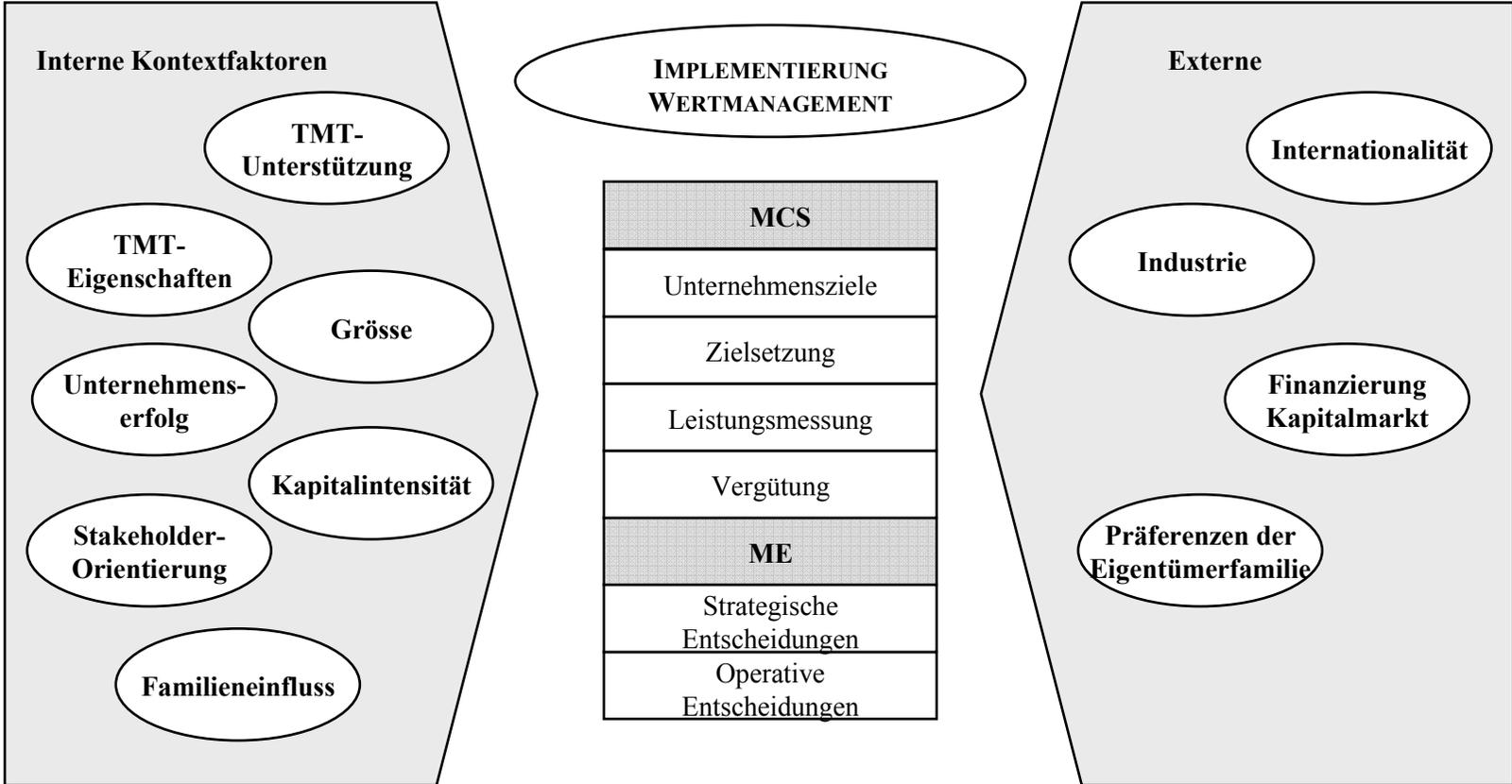


Abb. 15: Vermutungen zu den Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement.

5. Forschungsmethodik

5.1. Forschungsdesign

5.1.1. Begründung qualitativer Forschung

Aufgrund fragmentiertem bzw. nicht vorhandenem Wissen sowie oberflächlicher Ergebnisse bisheriger Studien wird ein qualitatives Forschungsdesign gewählt, um zu untersuchen, inwieweit grosse Familienunternehmen Wertmanagement implementieren und welche Faktoren die Implementierung beeinflussen. Diese Vorgehensweise ist in Übereinstimmung mit Anregungen von Eisenhardt (1989) und Punch (2005), die Fallstudienforschung vorschlagen, wenn über ein Thema wenig bekannt ist und das bestehende Wissen unvollständig oder überhaupt nicht vorhanden ist. Eine qualitative Forschungsmethode scheint überdies insbesondere im Kontext von Wertmanagement von besonderer Relevanz zu sein, da erst qualitative Untersuchungen ermöglicht haben, unterschiedliche Typen der Implementierung und somit die Komplexität von Wertmanagement zu erfassen (Martin und Petty, 2000; Malmi und Ikäheimo, 2003; Goutas und Lane, 2009), während grossangelegte empirische Studien häufig nur zwischen Anwendern und Nicht-Anwendern unterscheiden (Feldbauer-Durstmüller et al., 2007; Hiebl et al., 2013; Burkert und Lueg, 2013). Oberflächlichere Untersuchungen der Implementierung von Wertmanagement werden insbesondere vor dem Hintergrund kritisiert, dass Unternehmen Wertmanagement nur als „(...) *Lippenbekenntnis* (...)“ betrachten und die Unternehmensführung nicht wirklich auf die Steigerung des Unternehmenswertes ausgerichtet wird (Ballwieser, 2009, S. 99). Zielsetzung vorliegender Studie ist es vor allem, vertiefte Erkenntnisse zu Implementierung von Wertmanagement und Einflussfaktoren der Implementierung zu erlangen. Sowohl in Forschungsbemühungen zur Implementierung von Wertmanagement in börsennotierten Grossunternehmen als auch im Rahmen der Forschung mittelständischer Unternehmen finden diese Aspekte bislang kaum Berücksichtigung. Dies mag insbesondere im Kontext börsennotierter Grossunternehmen daran liegen, dass bislang kaum qualitative Forschungsmethoden zur Anwendung gekommen sind (Lueg und Schäffer, 2010).

Dazu bietet ein qualitatives Forschungsdesign die Möglichkeit stärker auf die Besonderheiten von Familienunternehmen einzugehen, die im Vergleich zu börsennotierten

Nicht-Familienunternehmen individuellere Ausgestaltungen ihrer Organisationen aufweisen und eine heterogene Gruppe von Unternehmen darstellen (Stewart und Hitt, 2011; Sharma et al., 1997). Letztlich scheint ein qualitatives Vorgehen geeignet, da ...

„It is difficult to imagine how research in an applied discipline such as managerial accounting could evolve without the benefit of detailed examination of actual practices.“ (Ittner und Larcker, 2002, S. 788).

Deshalb werden vor allem im englischsprachigen Raum seit geraumer Zeit qualitative Studien im Bereich *Management Accounting* gefordert (Kaplan, 1984; Scapens, 1990; Ittner und Larcker, 2002).

5.1.2. Ausgestaltung und Kategorisierung der Fallstudienforschung

Konkret wird ein multiples Fallstudiendesign gewählt, um die Forschungsfragen zu beantworten. Dieses Vorgehen folgt spezifischen Vorgaben zur Durchführung von Lillis und Mundy (2005).⁷⁴ Es handelt sich dabei nicht um ein klassisches multiples Fallstudiendesign, welches Replikationslogik sowie detaillierte Analyse jeder einzelnen Fallstudie impliziert, bevor eine vergleichende Fallstudienanalyse durchgeführt wird (Yin, 2009), sondern um eine Querschnittsanalyse der untersuchten Fallstudien (Ryan et al., 2002).⁷⁵ In diesen Fallstudien wird die Implementierung von Wertmanagement strukturiert anhand vorab ausgewählter Konstrukte aus der Theorie verglichen, d. h. das Analyseraster ist ex-ante weitestgehend⁷⁶ vorgegeben und alle Fallstudien werden übergreifend anhand dessen verglichen (Ryan et al., 2002; Malmi und Ikäheimo, 2003). Lillis und Mundy (2005) beschreiben dieses Design als Querschnittsfeldstudie („*Cross-sectional field studies (...)*“ (Lillis und Mundy, 2005, S. 132)), um diese Art der Fallstudienforschung von multiplen Fallstudien im eigentlichen Sinne abzugrenzen (Ryan et al., 2002; Scapens, 2004; Lillis und Mundy, 2005).⁷⁷ Diese Art der Fallstudienforschung wird favorisiert in einem ...

⁷⁴ Spezifisch wird dieses Vorgehen auch in Lillis (1999) sowie Lillis (2005) ausgeführt. Dieses Forschungsdesign orientiert sich an früheren empirischen Studien von Abernethy und Lillis (2005).

⁷⁵ Ryan et al. (2002) sprechen in dem Zusammenhang explizit von einer „(...) *cross-sectional analysis*“ (S. 152). Die jeweiligen Fallstudien werden auf Ebene des Einzelfalls untersucht, aber nicht einzeln dargestellt.

⁷⁶ Hinsichtlich der Einflussfaktoren der Implementierung wird eine gewisse Offenheit beibehalten.

⁷⁷ Scapens (2004) spricht auch von „(...) *mini case studies*“ (S. 263).

„(...) context where there is significant extant theory but doubt or disagreement about either the nature of the constructs on which the theory is built, the relations among these constructs, or their empirical interpretation (...)” (Lillis und Mundy, 2005, S. 2).

Die Querschnittsfeldstudie positioniert sich hinsichtlich Breite (Stichprobengröße) und Tiefe (Anzahl Interviews pro Fall) der empirischen Untersuchung zwischen den beiden Extremen der Einzelfallstudie und der Fragebogenuntersuchung (Lillis und Mundy, 2005). Im Vergleich zu multiplen Fallstudien weist die Querschnittsfeldstudie eine höhere Breite bei niedrigerer Eindringtiefe auf (Lillis und Mundy, 2005). Im Kontrast zur Längsschnittanalyse, die ein (oder mehrere) Unternehmen über einen bestimmten Zeitraum untersucht, wird in der Querschnittsanalyse ein Erhebungszeitpunkt für mehrere Fallunternehmen gewählt (Berry und Otley, 2004). Untenstehende Grafik verdeutlicht die Kategorisierung der Querschnittsfeldstudie (in Anlehnung an Lillis und Mundy (2005, S. 132)).

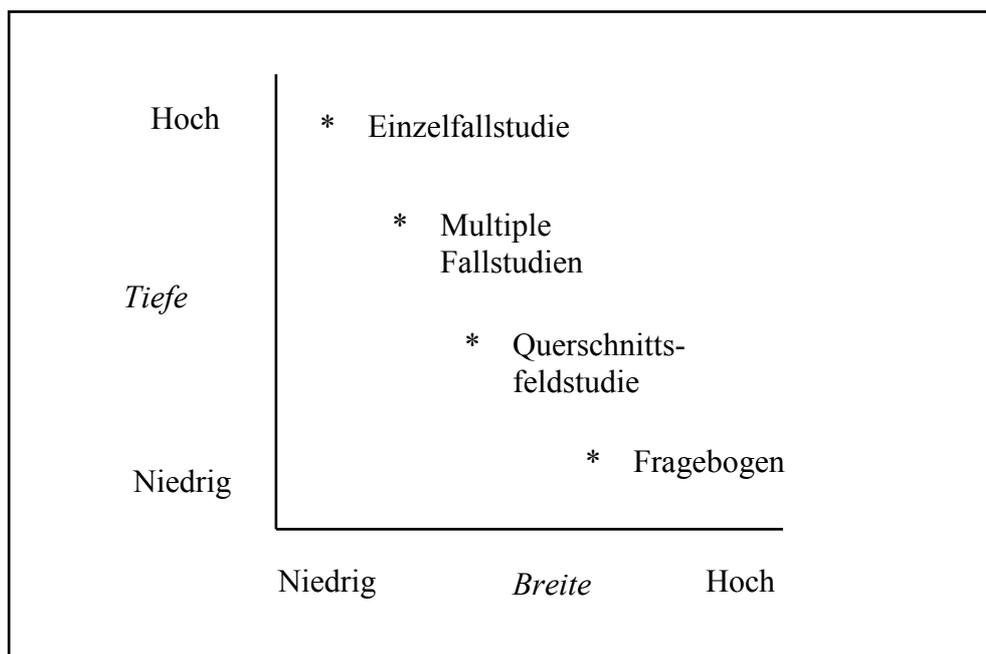


Abb. 16: Positionierung der Querschnittsfeldstudie.

Schliesslich ist diese Art der Fallstudienforschung auch einem bestimmten wissenschaftstheoretischen Hintergrund zuzuordnen. Dieses Forschungsdesign kann einem positivistischen Verständnis der Fallstudienforschung zugeordnet werden (Lillis und Mundy, 2005; Eisenhardt, 1989; Yin, 2009; Miles und Huberman, 1994). Die Forschungsmethodik kennzeichnet sich in diesem Zusammenhang durch einen vorab

formulierten konzeptionellen Bezugsrahmen (Miles und Huberman, 1994). Ausserdem sind die Forschungsfragen festgelegt sowie explizit aus der Literatur (Forschungslücke) abgeleitet und die Untersuchungseinheiten klar abgegrenzt (Yin, 2009). Nicht zuletzt ist auch die Datenerhebung und -analyse durch dieses Wissenschaftsverständnis determiniert (Creswell, 2009).

5.1.3. Zielsetzung der Feldstudie

Abgeleitet aus dem bisherigen Forschungsstand verfolgt die Querschnittsfeldstudie eine deskriptive bzw. illustrative Zielsetzung hinsichtlich der Implementierung von Wertmanagement in grossen Familienunternehmen. Zudem wird angestrebt, bestehende theoretische Sichtweisen zu den Einflussfaktoren von Unterschieden in der Implementierung von Wertmanagement zu verfeinern sowie durch neue Erkenntnisse zu erweitern (Keating, 1995; Lillis und Mundy, 2005). Unter Vertiefung bzw. Verfeinerung versteht Schulz (1977) ...

„(...) Überprüfung der Plausibilität interpretierter (statistisch gesicherter) Zusammenhänge, Ergänzung von zu kurz geratenen Informationen (...), Nachexploration und Erhärtung induktiv gefundener statistischer Zusammenhänge, Hilfe bei der Interpretation von Kausalität (...)“ (zit. in Mayring, 2011, S. 23).

Insofern wird auch eine explorative Zielsetzung hinsichtlich möglicher Einflussfaktoren des internen und externen Kontextes grosser Familienunternehmen verfolgt, die Unterschiede in der Implementierung von Wertmanagement bedingen. Im Gegensatz zu bisherigen empirischen Studien, deren Fokus vor allem auf der Untersuchung des Verbreitungsgrades bzw. der Nutzungsintensität ausgewählter strategischer und operativer Management- und Controlling-Instrumente im Kontext von Familienunternehmen, z. B. Balanced Scorecard,⁷⁸ lag, ist die Zielsetzung vorliegender Studie eine vertiefte bzw. verfeinernde Untersuchung der Implementierung von Wertmanagement und deren Einflussfaktoren zu erreichen. Dementsprechend handelt es sich nicht um eine breit angelegte empirische Studie, wie

⁷⁸ Siehe beispielsweise die Studien von Hiebl et al. (2013), Payer-Langthaler et al. (2012) oder Feldbauer-Durstmüller et al. (2007).

sie bspw. von Krol (2009) oder Gonschorek (2009) durchgeführt wurde. Scapens (1990) bemerkt, dass der Unterschied zwischen explorativen und explanativen, d. h. erklärenden Fallstudien, unklar sein kann, da explorative Fallstudien auch zur Generierung erster Ideen für spätere erklärende Studien genutzt werden können. Ausserdem schliessen quantitative empirische Studien regelmässig mit dem Hinweis, dass weitere Erkenntnisse aus Fallstudien benötigt werden, um nicht erklärbare Resultate besser zu verstehen (Lillis und Mundy, 2005). Dies erweitert die Rolle von Fallstudien im Rahmen einer positivistischen Forschungslogik über die reine Exploration hinaus zur Verfeinerung sowie Plausibilisierung vorheriger Erkenntnisse (Lamnek, 2005; Lillis und Mundy, 2005; Lamnek, 2010). Die Querschnittsfeldstudie geht aber über eine reine „(...) *Pilotstudie* (...)“ zur ersten Exploration oder Anschlussstudie einer quantitativen Studie hinaus (Mayring, 2011, S. 23) und will im Kern erreichen „(...) *enhance the credibility and generalizability of field-based theory refinement* (...)“ (Lillis und Mundy, 2005, S. 120). Lamnek (2010) stellt diese Art der Fallstudienforschung im Zusammenhang methodischer Triangulationen vor und bezeichnet diese Art des Forschungsdesign als verallgemeinernde Fallstudien.

5.2. Datenerhebung

5.2.1. Grosse Familienunternehmen in Deutschland

In Ergänzung bestehender Studien zum Wertmanagement im Mittelstand untersucht vorliegende Studie grosse Familienunternehmen. Der Fokus auf diese Gruppe von Unternehmen folgt der Überlegung, Unternehmen zu untersuchen, für die das Wertmanagement-Konzept besonders relevant ist. Konkret stellen die 500 grössten Familienunternehmen in Deutschland den Ausgangspunkt dieser Studie dar (Stiftung Familienunternehmen, 2011). Diese 500 Unternehmen stellen wiederum nur einen (kleinen) Teil der grossen Familienunternehmen (> EUR 50 Mio. Umsatzerlöse) in Deutschland dar. Spezifisch wird die Liste der Stiftung Familienunternehmen (2011) zugrunde gelegt. Diese Liste kann als Pendant zur Übersicht der DAX-Unternehmen in Deutschland gesehen werden. Allerdings wird diese Liste nicht in regelmässigen Abständen aktualisiert oder gepflegt.⁷⁹ Dennoch wurde die Übersicht der 500 grössten Familienunternehmen in Deutschland nach strengen wissenschaftlichen Kriterien erstellt, wie sie auch für andere Mittelstandsstudien gelten (Stiftung Familienunternehmen, 2011). So wurden sowohl Markus- als auch Hoppensted-Datenbanken konsultiert, um die relevanten Unternehmen zu ermitteln, sowie ergänzend dazu weitere händische Recherchen im Internet und Handelsregistern vorgenommen, um die Liste zu vervollständigen (Stiftung Familienunternehmen, 2011). Ergänzend wurden durch den Autor weitere öffentlich zugängliche Listen der grössten Familienunternehmen in Deutschland zur Plausibilisierung herangezogen.⁸⁰

Basierend auf der Liste der 500 grössten Familienunternehmen in Deutschland wurden weitere Eingrenzungen hinsichtlich Unternehmensgrösse, Börsennotierung, Industrie- und Unternehmensstruktur vorgenommen. Es wurden ausgeschlossen Unternehmen mit Umsatzerlösen < EUR 1 Mrd., Tätigkeit in der Finanzindustrie, z. B. Banken und Versicherungen, sowie reine Holdinggesellschaften ohne operatives Geschäft oder Unternehmen, die sich in Besitz einer Stiftung befinden. Unternehmen mit

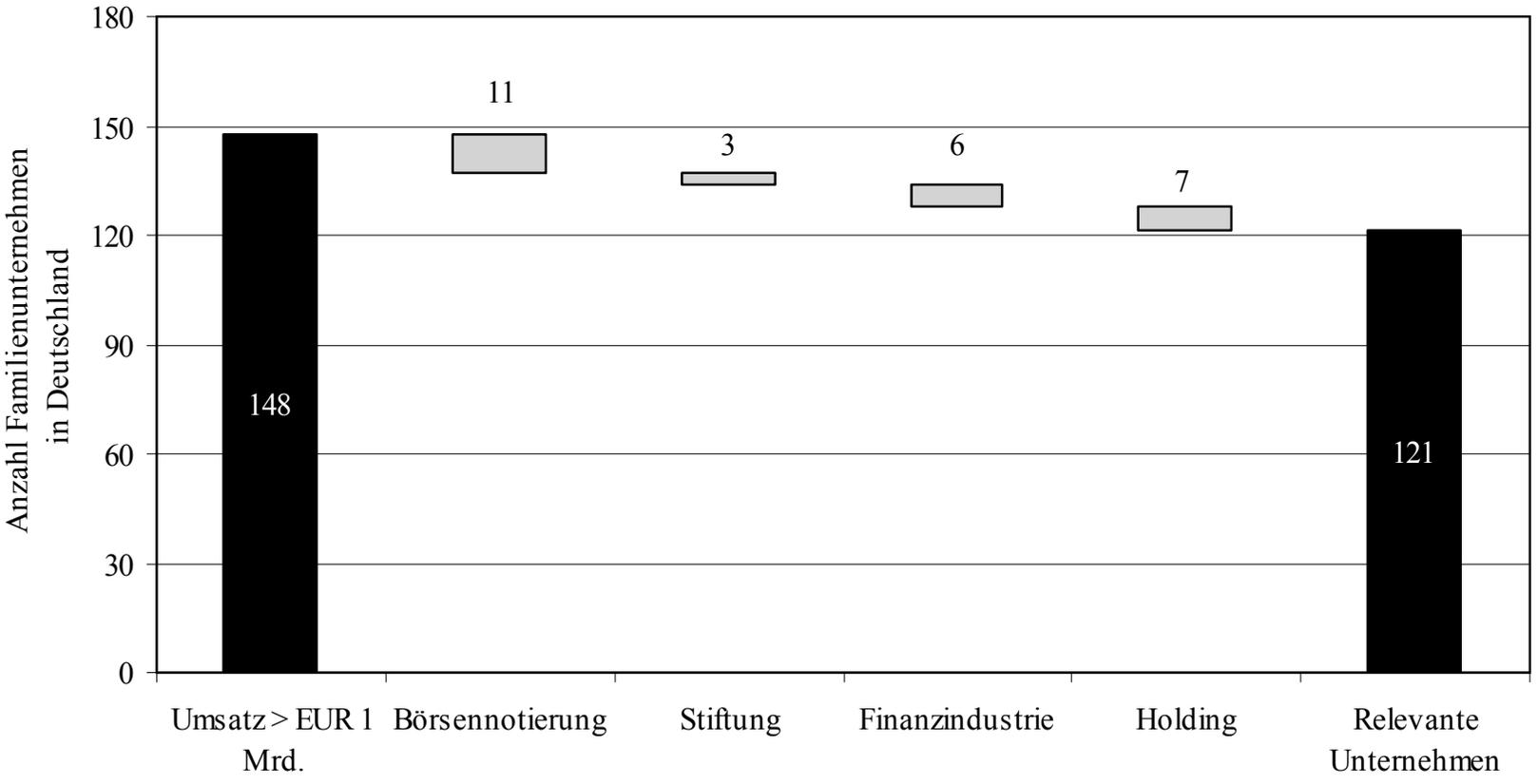
⁷⁹ Zum Zeitpunkt dieser Studie stellte sich diese Version auch nach Anfrage beim Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) sowie Institut für Mittelstandsforschung (IfM) als aktuellste Liste heraus.

⁸⁰ Dazu gehören die Listen der 500 respektive 100 grössten Familienunternehmen in Deutschland des Wirtschaftsblatts (Kranz und Sander, 2013) sowie der Frankfurter Allgemeinen Zeitung (Giersberg, 2010).

Umsatzerlösen > EUR 1 Mrd. wurden gewählt, um Familienunternehmen in die Untersuchung einzubeziehen, die bislang in der empirischen Forschung zum Wertmanagement im Mittelstand nicht berücksichtigt worden sind. Zudem wurden nur privat gehaltene Familienunternehmen, d. h. nicht börsennotierte, Familienunternehmen gewählt, um weiter der SFI-Definition zu entsprechen. Unternehmen der Finanzindustrie wurden aufgrund ihres besonderen Geschäftsmodells, d. h. geringerer Vergleichbarkeit mit klassischen Handels- und Produktionsunternehmen, ausgeschlossen. Schliesslich wurden Holdinggesellschaften sowie Unternehmen, die von Stiftungen gehalten werden, von der Untersuchung ausgeschlossen. Innerhalb der reinen Holdinggesellschaften kann davon ausgegangen werden, dass stärker finanzielles Beteiligungscontrolling als operatives Wertmanagement betrieben wird. Es kann vermutet werden, dass hier eine geringere Ausrichtung der Leistungsmessung an den operativen Aufgaben innerhalb des Konzerns stattfindet (Schedler, 2005). Stiftungsunternehmen wurden aus der Untersuchung ausgeklammert, da die Unternehmensführung bestimmten Regelungen unterworfen ist und die Eigentümerfamilie somit kaum Einfluss auf selbige nehmen kann. Von den 500 grössten Familienunternehmen blieben nach dieser Abgrenzung noch 121 Unternehmen übrig.⁸¹ In Abbildung 17 ist diese Überleitung zur Gruppe der grössten Familienunternehmen grafisch dargestellt, die die Basis für die Fallauswahl darstellt.

⁸¹ Auch diese Zahl ist vergleichsweise zu hoch, da hier noch Unternehmen enthalten sind, die einen SFI < 1 aufweisen. Nach dieser Definition handelt es sich um ein Familienunternehmen, sofern „(...) *mindestens 50 Prozent des stimmberechtigten Unternehmenskapitals in den Händen von maximal drei natürlichen Personen liegt (...)*“ (Stiftung Familienunternehmen, 2011, S. 31). Dementsprechend sind nicht alle der aufgeführten Unternehmen relevant für diese Studie, in welcher mindestens ein SFI von 1 gefordert wird, damit es sich um ein Familienunternehmen handelt. Allerdings sind diese Unternehmen auf Basis der Liste der 500 grössten Familienunternehmen nicht zu identifizieren. Eine Ergänzung des SFI-Kriteriums für alle Unternehmen konnte auf Grund fehlender Informationen nicht vorgenommen werden. Auf Anfrage beim ZEW sowie IfM, welche die Aufbereitung der Liste durchgeführt haben, waren auch keine weitergehenden Informationen zu erhalten. Schätzungsweise sind es ca. 100 Familienunternehmen, die ebenfalls das SFI-Kriterium erfüllen.

Abb. 17: Überleitung zu den relevanten Familienunternehmen dieser Studie.



5.2.2. Auswahl theoretisch relevanter Fallstudien

Lillis und Mundy (2005) beschreiben die Fallauswahl im Rahmen von Querschnittsfeldstudien als problematischsten Schritt dieser Methodik, da sich dieser fundamental von Fragebogenstudien als auch purer Fallstudienforschung unterscheidet: Es werden sowohl theoretische Überlegungen (Arnold, 1970) als auch Beispiele aus vorhergegangenen Studien zum *Management Accounting* angeführt (Merchant und Manzoni, 1989; Bruns und McKinnon, 1993; Abernethy und Lillis, 1995), um unterschiedliche Optionen aufzuzeigen, die Fallauswahl vorzunehmen. Arnold (1970) schlägt vor zunächst die relevante Grundgesamtheit abzugrenzen. Danach sollen die wichtigsten Unterschiede definiert werden, anhand welcher sich die Mitglieder dieser Grundgesamtheit unterscheiden, um darauf aufbauend eine Typologie zu entwickeln, die genutzt werden kann, um die relevanten Fälle auszuwählen (Arnold, 1970). In vorhergegangenen Studien wurden deshalb Fälle ausgewählt, um die Varianz zwischen den Unternehmen im Hinblick auf ausgewählte Variablen, die aus Sicht des Forschers von Interesse sind, zu maximieren (Lillis und Mundy, 2005). Allerdings haben die Fallauswahl auch pragmatischere Überlegungen wie die Zugänglichkeit, persönliche Kontakt und erwarteter Unterstützung durch die relevanten Unternehmen bestimmt (Bruns und McKinnon, 1993). Die Fallauswahl kann in diesen Fällen durchaus als opportunistisch betrachtet werden.

In vorliegender Studie dominieren theoretische Vorüberlegungen die Fallauswahl, was im Gegensatz zu einer statistisch signifikanten Stichprobe bei quantitativen Forschungsmethoden steht (Yin, 2009; Creswell, 2009; Kromrey, 2002; Stake, 1995; Eisenhardt, 1989). Insbesondere die Ausprägung der Variable Unternehmensgrösse ist relevant. Die Fallauswahl dieser Studie beschränkt sich ausschliesslich auf grosse Familienunternehmen. In vorliegender Studie erfolgt ein Fokus auf grosse und nicht börsennotierte Familienunternehmen aus drei Gründen. Erstens, um Unternehmen in die Untersuchung mit einzubeziehen, die aufgrund quantitativer Grössenabgrenzungen in bisherigen Studien zum Wertmanagement im Mittelstand nicht berücksichtigt worden sind.⁸² Zweitens, um zu untersuchen, ob zunehmende Unternehmensgrösse mit

⁸² Siehe bspw. Tappe (2009), Krol (2009), Günther und Gonschorek (2006; 2008), Khadjavi (2005) oder Schachner und Speckbacher (2004).

stärkerer Implementierung von Wertmanagement einhergeht.⁸³ Drittens, um praxisrelevante Einblicke zur Implementierung von Wertmanagement in grossen Familienunternehmen zu erhalten, von denen die teilnehmenden Unternehmen im Rahmen eines *Benchmark*-Berichts besonders profitieren können.

Im Hinblick auf die Unternehmensgrösse können die ausgewählten Unternehmen im Kontext der Forschung zum Wertmanagement in mittelständischen Unternehmen als Extremfälle betrachtet werden. Extremfälle zeichnen sich dadurch aus, dass die Variable(n) von Interesse eine besonders starke oder schwache Ausprägung aufweisen (Gläser und Laudel, 2010; Scapens, 2004). Es handelt sich bei der Fallauswahl nicht um typische Fälle deutscher Familienunternehmen, da der Grossteil der Familienunternehmen in Deutschland < EUR 50 Mio. Umsatzerlöse erzielt und nach quantitativen Abgrenzungskriterien zu den kleinen und mittleren Unternehmen gehört (Stiftung Familienunternehmen, 2011). Über die Untersuchung des reinen Grösseneffekts hinaus sollen die ausgewählten Fälle zusätzlich Varianz im Hinblick auf Industrie, Unternehmensgrösse (innerhalb der ausgewählten Fallstudienunternehmen), Generation der Unternehmerfamilie, Familieneinfluss (SFI-Skala), Präsenz eines Kontrollgremiums sowie Präsenz eines externen CFO aufweisen. Diese Variablen stellen in bisherigen Studien zentrale Variablen dar, um zu erklären, inwieweit Familienunternehmen formellere bzw. wertorientierte Managementinstrumente implementieren. Die Fallauswahl unterscheidet sich somit von der Replikationslogik multipler Fallstudien, die eine Analogie mit multiplen Experimenten aufweist und vorsieht, dass Erkenntnisse eines Experiments in weiteren Experimenten (Fallstudien) repliziert werden (Yin, 2009; Eisenhardt, 1989).

Allerdings kann die Fallauswahl durch Bereitschaft der Fallunternehmen, sich untersuchen zu lassen, d. h. Zugang zum Forschungsfeld sowie zeitlicher Verfügbarkeit der Gesprächspartner, (ungewollt) modifiziert werden (Gläser und Laudel, 2010). Dieser Hinweis ist insbesondere im Kontext von Familienunternehmen von Bedeutung, da diese Unternehmen häufig verschwiegen sind und nicht die Öffentlichkeit suchen. Insbesondere im Hinblick auf die relativ heikle Fragestellung könnte die Fallauswahl durch den Zugang zum Forschungsfeld modifiziert werden. Sofern der Zugang zum

⁸³ Bisherige empirische Studien zeigen, dass zunehmende Unternehmensgrösse mit höherer Implementierung formeller Managementinstrumente sowie Wertorientierung einhergeht (Hiebl et al., 2013; Payer-Langthaler et al., 2012; Krol, 2009; Günther und Gonschorek, 2006; Schachner, Speckbacher und Wentges, 2006; Filbeck und Lee, 2000).

Forschungsfeld massiv eingeschränkt ist, kann die Fallauswahl gemäss Gläser und Laudel (2010) auch zufällig erfolgen.

5.2.3. Festlegung der Anzahl zu untersuchender Familienunternehmen

Bezüglich der Anzahl zu untersuchender Fallstudien besteht in der Methodenliteratur bislang kein Konsens. Grundsätzlich wird eine höhere Fallzahl favorisiert (Yin, 2009). Im Zusammenhang mit Querschnittsfeldstudien sind aber Hinweise in bestehender Literatur zu multiplen Fallstudien, Interviewstudien sowie historischen Querschnittsfeldstudien zu finden. Es handelt sich zwar um multiple Fallstudien, die aber geringere (Eindring-)Tiefe aufweisen als klassische multiple Fallstudien. Eisenhardt (1989) schlägt bspw. vor, vier bis zehn Fallstudien zu untersuchen, um ein ausreichendes empirisches Fundament zu erreichen und die Komplexität des Forschungsvorhabens beherrschbar zu halten. Dieses Vorgehen ist aber verbunden mit einer höheren Anzahl von Interviews pro Fallstudie (typischerweise zwei bis fünf).

Helfferrich (2005) schlägt für Interviewstudien hingegen Stichprobengrößen zwischen sechs und 120 vor. Kvale (2007) beschreibt, dass sich eine gewöhnliche Anzahl von Interviews zwischen 15+/-10 Stück bewege. Die genaue Anzahl werde aber schliesslich durch die Ressourcen bestimmt, die dem Forscher zur Verfügung stehen, sowie dem Grenznutzen weiterer Interviews (Helfferrich, 2005; Kvale, 2007; Gläser und Laudel, 2010). Zusätzlich ist relevant, welche Zielsetzung die Studie hinsichtlich Generalisierbarkeit der Erkenntnisse und Intensität der Datenauswertung verfolge (Helfferrich, 2005; Kvale, 2007). Gläser und Laudel (2010) fügen hinzu, dass die Anzahl geeigneter Kandidaten sowie die Anzahl und die Abweichung wichtiger Variablen entscheidend für die Fallauswahl sind. So kann es sein, dass überhaupt nur eine kleine Anzahl zu untersuchender Einheiten existiert.⁸⁴ In vergleichbaren empirischen Studien bewegen sich die Stichprobengrößen zwischen zwölf und 42 Unternehmen (Lillis, 1999; Lillis und Mundy, 2005). Zielsetzung vorliegender Studie ist es 20 Unternehmen zu untersuchen, was sich im Vergleich zu historischen

⁸⁴ Die Anzahl grosser Familienunternehmen in Deutschland, die > EUR 1 Mrd. Umsatz erzielen, beläuft sich auf 148, die > EUR 1.5 Mrd. Umsatz erzielen, beläuft sich auf 99, die > EUR 2 Mrd. Umsatz erzielen, beläuft sich auf 73, die > EUR 2.5 Mrd. Umsatz erzielen, beläuft sich auf 54, die > EUR 3 Mrd. Umsatz erzielen, beläuft sich auf 48 (Stiftung Familienunternehmen, 2011).

Querschnittsfeldstudien im unteren Drittel bewegt, aber die Problematik des Zugangs zum Forschungsfelds spiegelt.

5.2.4. Auswahl der Gesprächspartner

Im Rahmen vorliegender Studie sind die bevorzugten Ansprechpartner die CFO der jeweiligen Familienunternehmen. Die CFO sind als Experten anzusehen, da sie „(...) *ihr besonderes Wissen über soziale Kontexte für deren Untersuchung zur Verfügung stellen können.*“ (Gläser und Laudel, 2010, S. 12). Auch Eisenhardt und Graebner (2007) wählen „(...) *Informants (...)*“ (S. 28) als Interviewpartner, die im Hinblick auf die Forschungsfrage sehr sachkundig sind. Im Fall der empirischen Wertmanagement-Forschung werden CFO-Interviews auch bevorzugt (Cooper und Crowther, 2008; Malmi und Ikäheimo, 2003).

Für die Auswahl von CFO spricht, dass die CFO-Rolle in der jüngeren Vergangenheit durch die Verbreitung von Wertmanagement eine deutliche Aufwertung erhalten hat (Volkart, 2002; Hiebl, 2012), CFO wesentlichen Einfluss auf die Gestaltung von Wertmanagement haben können (Burkert und Lueg, 2013) und CFO in der Regel eine tragende Rolle bei der Implementierung zukommt (Rappaport, 1998). Zudem soll die Auswahl von CFO als Gesprächspartner die Vergleichbarkeit der Erkenntnisse aus den unterschiedlichen Fallstudien ermöglichen. Darüber hinaus werden die CFO als Gesprächspartner gewählt, um sicherzustellen, dass die Thematik Wertmanagement mit einer gewissen Neutralität behandelt wird. Bei Eigentümern von Familienunternehmen ist Wertmanagement teilweise durchaus mit negativen Konnotationen bspw. kurzfristiger Ausrichtung auf Gewinnmaximierung, Abbau von Arbeitsplätzen, Unternehmensverkäufen oder häufig wechselnden CEO verbunden.⁸⁵ Deshalb wird auf eine Befragung von CEO sowie Eigentümervetretern verzichtet, auch wenn dies interessant wäre, um eine ganzheitlichere Perspektive auf die Implementierung von Wertmanagement zu erhalten.⁸⁶ In der Forschungspraxis zeigt sich zudem, dass es schwierig umsetzbar ist mehrere Mitglieder der Geschäftsleitung eines Familienunternehmens zu befragen (Hiebl, 2012). Sofern ein CFO nicht für ein Gespräch zur

⁸⁵ Gemäss Schomaker und Günther (2006) sind auch Missverständnisse Grund für eine ablehnende Haltung gegenüber dem Wertmanagementkonzept im deutschen Mittelstand, da dieser Ansatz in der Praxis gedanklich mit einer einseitigen Orientierung an den Interessen kurzfristig denkender Aktionäre verbunden sei, ähnlich auch Hostettler und Stern (2007).

⁸⁶ Koller et al. (2011) betonen, dass Wertmanagement nicht nur eine Aufgabe des Finanzbereichs sei, sondern dem Management generell eine zentrale Rolle bei der Umsetzung zukäme.

Verfügung steht, kann auf Interviewpartner ausgewichen werden, die über ähnliches Wissen wie der CFO verfügen (Gläser und Laudel, 2010).⁸⁷ Zusätzlich zu den Interviews werden – sofern möglich – schriftliche Dokumente wie Jahresberichte, Pressemitteilungen oder der Internetauftritte der Unternehmen untersucht (Yin, 2009). Diese Informationsquellen sind aber insgesamt weniger reichhaltig, da solche Dokumente kaum zugänglich sind bzw. selten veröffentlicht werden.

5.2.5. Bestimmung des Interviewtyps

„Interviews were considered to be the most appropriate method of data collection due to the exploratory nature of the research. It was felt that only through a detailed discussion could a true understanding of motivations be fully appreciated.” (Cooper und Crowther, 2008, S. 153)

Ein zentrales Instrument zur Datenerhebung im Rahmen von Fallstudien stellen neben Beobachtungen Interviews dar (Yin, 2009). Interviews können dabei sowohl in einer quantitativen als auch qualitativen Forschungslogik verwendet werden (Lamnek, 2010). Im Gegensatz zu der Befragung mittels Fragebogen handelt es sich bei qualitativen Interviews um eine mündliche und persönliche „(...) *Befragung von Menschen, die an den uns interessierenden Prozessen beteiligt sind (...)*“ (Gläser und Laudel, 2010, S. 39). Allerdings hat sich eine Vielzahl unterschiedlicher Ausprägungen qualitativer Interviews entwickelt, die es erschwert die Begrifflichkeit des Interviews klar zuzuordnen (Lamnek, 2010). Lamnek (2010) unterscheidet eine Vielzahl verschiedener Typen qualitativer Interviews anhand eines umfassenden Katalogs unterschiedlicher Merkmale, doch Gläser und Laudel (2010) meinen, dass die Methodenforschung nicht fortgeschritten genug sei, um eine umfassende Klassifizierung vorzunehmen. Auf eine ausführliche Vorstellung unterschiedlicher Interviewtypen wird deshalb an dieser Stelle verzichtet und auf den pragmatischen Ansatz von Gläser und Laudel (2010) zurückgegriffen, Interviews anhand der Merkmale „(...) *Zweck des Interviews (...)*“ (S. 40) sowie „(...) *Technik der Datenerhebung (...)*“ (S. 41) zu unterscheiden.

⁸⁷ Zu denken wäre bspw. an die Leiter des Gruppen-Controllings oder Leiter des Finanz- und Rechnungswesens.

Die Technik der Datenerhebung wird von Gläser und Laudel (2010) als wichtigstes Merkmal zur Klassifizierung von Interviews genannt und umfasst den Grad der Standardisierung des Interviews sowie die Form der Kommunikation. Der Grad der Standardisierung bewegt sich dabei zwischen standardisierten, halb-standardisierten und nicht-standardisierten Interviews (Gläser und Laudel, 2010; Lamnek, 2010). Die Form der Kommunikation kann dabei das Versenden eines schriftlichen Fragebogens, eine telefonische oder eine persönliche Befragung darstellen (Gläser und Laudel, 2010; Lamnek, 2010). Die Standardisierung des Interviews bezieht sich auf die Vorgabe von Fragen sowie Antwortmöglichkeiten: Während im standardisierten Interview sowohl Fragen als auch Antwortmöglichkeiten vorgegeben sind, sind die Antwortmöglichkeiten in halbstandardisierten Interviews nicht vorgegeben und in nichtstandardisierten Interviews sind sowohl Fragen als auch Antwortmöglichkeiten offen (Gläser und Laudel, 2010).

Der Zweck des Interviews orientiert sich an der Zielsetzung der Untersuchung und kann gemäss Lamnek (2010) in Abhängigkeit des Informationsflusses in vermittelnde und ermittelnde Interviews unterteilt werden. Ermittlende Interviews betrachten dabei den Befragten als Träger forschungsrelevanter Informationen, während der Befragte im vermittelnden Interview als „(...) *Ziel einer informatorischen oder beeinflussenden Kommunikation* (...)“ begriffen wird (Lamnek, 2010, S. 304). Die ermittelnden Interviews können jedoch weiter aufgeteilt werden in informatorische, analytische und diagnostische Interviews (Lamnek, 2010). In informatorischen Interviews richtet sich das Interesse des Forschers auf das Wissen der Befragten, die als Wissenslieferanten verstanden werden (Lamnek, 2010; Gläser und Laudel, 2010). In analytischen Interviews werden die Äusserungen der Befragten aufgrund theoretischer Vorüberlegungen sowie Konzepte im Sinne einer Hypothesenprüfung analysiert, während das diagnostische Interview vor allem zur Vorbereitung vermittelnder Interviews dient (Lamnek, 2010).

Im Rahmen vorliegender Studie werden im Rahmen einer persönlichen Befragung halbstandardisierte Interviews geführt. Falls dies nicht realisierbar ist, kann auf eine telefonische Befragung ausgewichen werden (Gläser und Laudel, 2010). Im Gegensatz zu Leitfadeninterviews, die zu den unstandardisierten Interviews gezählt werden, ist sowohl die Frageformulierung als auch die Reihenfolge der Frage in halbstandardisierten Interviews verbindlich (Gläser und Haudel, 2010). Im Rahmen einer

strukturierten sowie theoriegeleiteten empirischen Untersuchung wurde diese Art der Interviewführung zur Datenerhebung favorisiert (Lillis, 1999; Lillis und Mundy, 2005). Die Interviews können als ermittelnde und analytische Interviews klassifiziert werden, da sie einerseits auf die Erhebung von Wissen der Befragten ausgerichtet sind und andererseits auf theoretischen Vorüberlegungen betreffend die Implementierung von Wertmanagement sowie möglichen Einflussfaktoren basieren. Dieses Vorgehen soll ausserdem die Vergleichbarkeit zwischen den ausgewählten Fallunternehmen sicherstellen. Dennoch wird in den Interviews eine gewisse Offenheit beibehalten, um neue Erkenntnisse im Sinne eines explorativen Vorgehens zu erhalten.

5.2.6. Gestaltung des Interviewleitfadens

Die Gestaltung des Leitfadens ist abgeleitet aus dem konzeptionellen Bezugsrahmen (Kapitel 4) und bezieht sich einerseits auf die Implementierung von Wertmanagement und andererseits auf die Einflussfaktoren der Implementierung. Die Gestaltung des Leitfadens wird aber auch durch forschungspragmatische Gründe beeinflusst. Die zeitliche Verfügbarkeit der Gesprächspartner ist sehr beschränkt. Insofern ist auch die Anzahl möglicher Fragen reduziert. Gläser und Laudel (2010) gehen je nach Intensität des Erzählstimulus von acht bis 15 Frage pro Stunde aus. Der Leitfaden vorliegender Studie enthält fünf Leitfragen zum Wertmanagement sowie zwei Fragen zu den Einflussfaktoren der Implementierung. Die sieben Leitfragen werden ergänzt um zwei einführende Fragen zu der Erfahrung des Unternehmens bzw. der Erfahrung des CFO mit Wertmanagement sowie beruflichem Werdegang des CFO. Ausserdem werden diese neun Fragen ergänzt um eine Fragestellung, ob die Einführung einer wertorientierten Unternehmensführung zu einer Steigerung des Unternehmenswertes beigetragen hat. Insgesamt werden somit zehn leitende Fragen gestellt, die um Teilfragen sowie allfällige spontane Nachfragen ergänzt werden (können). Unter Berücksichtigung der vorgesehenen Teilfragen werden in der Summe 46 Fragen gestellt. Insofern scheint die Anzahl Fragen angemessen.

5.3. Datenanalyse

Trotz ihrer zentralen Bedeutung stellt die Datenanalyse innerhalb der qualitativen Forschung den bislang am wenigsten standardisierten Teil der Forschungsmethodik dar. Insbesondere im Zusammenhang der Fallstudienforschung ist häufig unklar, wie die erhobenen Daten sinnvoll ausgewertet werden sollen (Yin, 2009; Lamnek, 2010). Selbst in der Literatur zur Fallstudienforschung bleiben Hinweise zur Datenanalyse eher vage und abstrakt. Yin (2009) schlägt bspw. vor, sich bei der Datenanalyse an den Forschungsfragen sowie den zentralen Thesen zu orientieren, die zur Auswahl der Fallstudien geführt haben. Konkretere Hinweise zur Auswertung qualitativer Daten aus Interviews, die in vorliegender Studie den Kernbestandteil der Datenerhebung darstellen und spezifische Techniken der Datenanalyse erforderlich machen, bleiben allerdings aus. Dieser Umstand ist problematisch, da besonders qualitative Studien häufig aufgrund mangelnder Nachvollziehbarkeit der Datenanalyse kritisiert werden (Eisenhardt, 1989; Miles und Huberman, 1994; Lillis, 1999).

„We do not really see how a researcher got from 3600 pages of field notes to the final conclusions, as sprinkled with vivid illustrations as they may be.”
(Miles und Huberman, 1994, S.2)

Deshalb gewinnt ein strukturierter und nachvollziehbarer Analyseprozess der erhobenen Daten zentrale Bedeutung. Zielsetzung eines festgelegten Analyseprozesses innerhalb der Datenanalyse ist die Reduktion der Subjektivität des Forschers durch eine nachvollziehbare Verbindung zwischen Datenmaterial und Schlussfolgerungen⁸⁸ sowie Sicherstellung, dass alle Fallstudien in der Analyse berücksichtigt werden (Lillis, 1999; Yin, 2009; Mayring, 2011). Die übergeordnete Strategie zur Analyse der Fallstudien leitet sich in vorliegender Studie ab aus den Forschungsfragen, die überhaupt zur Durchführung des Forschungsprojekts geführt haben, sowie des konzeptionellen Bezugsrahmens zur Strukturierung der Datenerhebung (Yin, 2009). In Übereinstimmung dieser übergeordneten Analysestrategie ist der Analysetechnik auch eine vergleichende Logik, „*Cross-Case Synthesis*“ (Yin, 2009, S. 156) zur Entdeckung von Mustern im Fallvergleich, inhärent. Die Analyse von Dynamiken auf Ebene des

⁸⁸ In der englischsprachigen Literatur wird auch von einem „(...) *Audit Trail* (...)“ gesprochen (Lillis, 1999, S. 87).

Einzelfalls bzw. der Einzelfälle tritt somit in den Hintergrund (Lillis, 2002; Yin, 2009). In Abbildung 18 ist der übergeordnete Analyseprozess vorliegender Studie dargestellt. Zunächst orientiert sich die Analyse auf die Ebene jeder Fallstudie an dem konzeptionellen Bezugsrahmen, der definiert wurde. Ausserdem ist die vergleichende Logik zu erkennen, die die Entdeckung von Mustern in den Daten unterstützen soll.

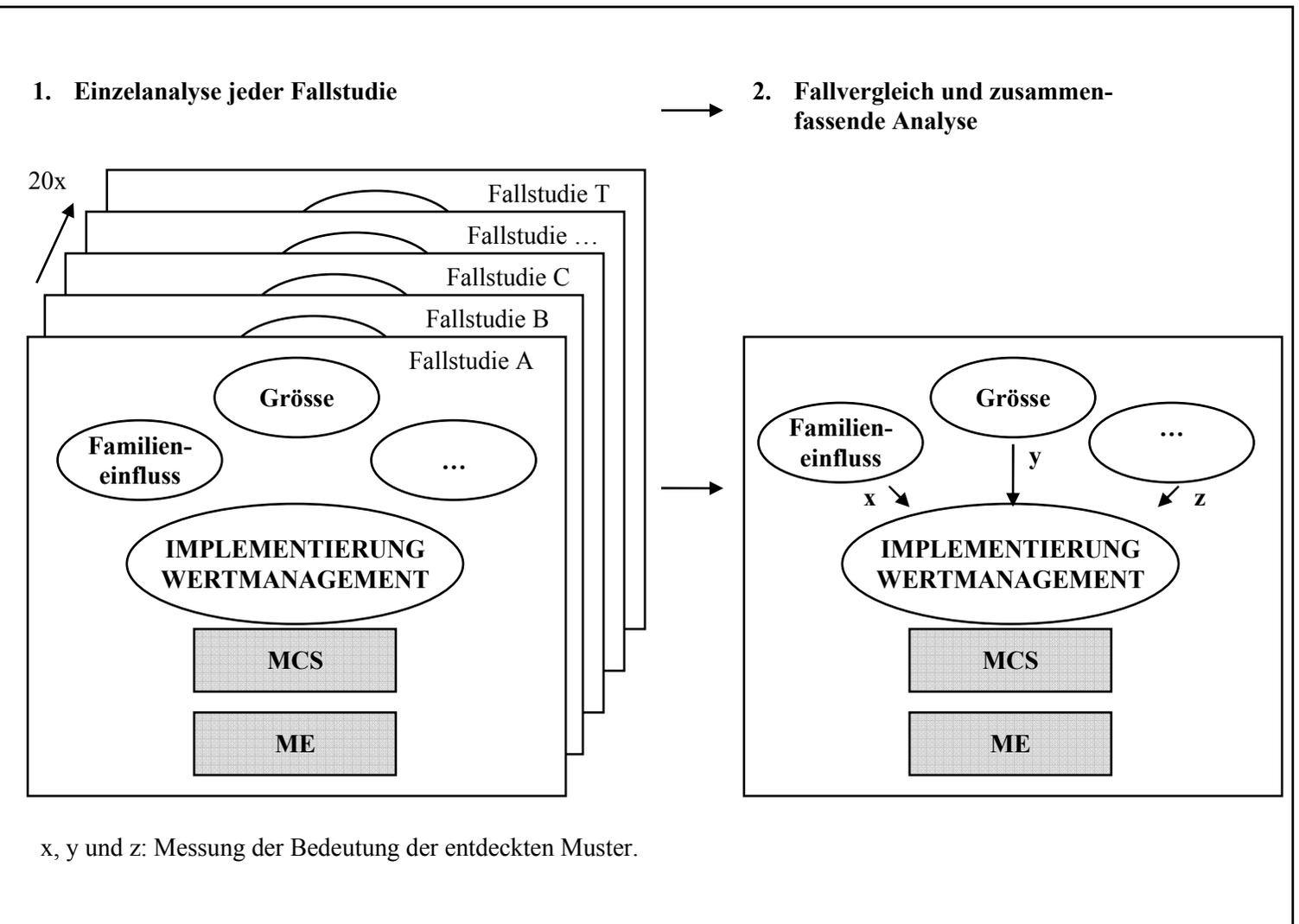


Abb. 18: Prozess der Datenanalyse.

Spezifischer stützt sich die Analyse in vorliegender Studie auf die Empfehlungen von Miles und Huberman (1994) zur Analyse qualitativer Daten sowie den Anforderungen zur Auswertung qualitativer Interviews (Gläser und Laudel, 2010; Lamnek, 2010; Mayring, 2011). Die Empfehlungen zur Analyse qualitativer Daten von Miles und Huberman (1994) werden von Lillis und Mundy (2005) im Zusammenhang von Querschnittsfeldstudien vorgeschlagen, da sie besonders geeignet sind, um Muster in den Daten zu erkennen. Gemäss Miles und Huberman (1994) vollzieht sich die Analyse qualitativer Daten in drei Schritten, die sich überschneiden und iterativ wiederholen: „(...) *data reduction, data display, and conclusion drawing/verification* (...)“ (S. 10). Die reduktive Analyse von Interviews sieht ausserdem vor die bestehenden Texte zunächst auf Ebene eines Falls auf die wesentlichen Aussagen zu kürzen, bevor sie im Fallvergleich in einer generalisierenden Analyse verglichen werden (Lamnek, 2010). Dieses Vorgehen steht im Kontrast zu explikativen und stärker interpretativen Auswertungen von Interviews, in welchen im Text nur Anhaltspunkte zu finden sind, die weiter interpretiert werden (Lamnek, 2010). Ein weiteres wesentliches Element, welches aus der Methodik von Miles und Huberman (1994) in vorliegender Studie verwendet wird, ist die Darstellung von (Zwischen-) Resultaten der Analyse anhand von Matrix-Tabellen sowie Netzwerkgrafiken. Diese Matrix-Tabellen werden wiederum gespeist durch die reduktive Auswertung der Texte bzw. durch Kodierung (Lillis und Mundy, 2005).

5.3.1. Reduktion des Datenmaterials

Die Reduktion der Daten umfasst die Vereinfachung, Strukturierung und Fokussierung der erhobenen qualitativen Daten in Form von Interviewtranskripten oder Beobachtungsnotizen (Miles und Huberman, 1994). In vorliegender Studie werden den Transkripten, Beobachtungsnotizen und weiteren relevanten Dokumenten entlang des konzeptionellen Bezugsrahmens jeweils selektiv Textstellen entnommen bzw. kodiert (Mayring, 2011). Diese Textstellen werden nach Fallstudie und Aspekt des konzeptionellen Bezugsrahmens sortiert. Im Anschluss daran werden diese Textstellen in Tabellen, deren Spalten/Zeilen wiederum durch den konzeptionellen Bezugsrahmen bestimmt werden, verkürzt dargestellt. Aufbauend auf diesen Tabellen werden dann die Schlussfolgerungen hinsichtlich der Forschungsfragen formuliert. Dennoch wird Offenheit für neue Erkenntnisse beibehalten, um nicht relevante Textinhalte zu

verpassen (Gläser und Laudel, 2010). Dieses Vorgehen weist Ähnlichkeit mit einem Verfahren der qualitativen Inhaltsanalyse auf, das durch Gläser und Laudel (2010) entwickelt wurde, in welchem den Texten anhand eines vorab festgelegten Analyserasters selektiv Informationen entnommen werden. Dieses Vorgehen wird von Mayring (2011) als strukturierende Interpretation anhand deduktiver Kategorienanwendung beschrieben. Ausserdem werden mehrere Iterationen in der Datenanalyse vorgenommen, um die verfügbaren Daten aller Fallstudien angemessen zu berücksichtigen und sicherzustellen, dass keine relevanten Aspekte ausgelassen werden.

Vor allem bei der Analyse der ersten Forschungsfrage ist das Analyseraster weitestgehend festgelegt, da ex-ante definiert wird, anhand welcher Kategorien die Implementierung von Wertmanagement untersucht wird. Dagegen wird bei der zweiten Forschungsfrage deutlich mehr Offenheit bei der Analyse von Einflussfaktoren auf die Implementierung beibehalten. Zwar ist ein Teil der Kategorien durch literaturbasierte Vermutungen gegeben, jedoch sollen im Rahmen der explorativen Zielsetzung der Studie neue Erkenntnisse gewonnen werden. In Anhang D ist ein beispielhafter Prozess der Reduktion dargestellt. Die Fallstudienanalyse im Zusammenhang der zweiten Forschungsfrage wird durch die Kontingenztheorie als theoretischen Bezugsrahmen sowie eine Auswahl relevanter Variablen aus bestehenden Studien geleitet.

5.3.2. Darstellung der Resultate und Ableitung von Schlussfolgerungen

Die Darstellung der Forschungsergebnisse, die selber ein Teil der Analyse ist, beschränkt sich ausschliesslich auf den Fallvergleich, um Muster und Zusammenhänge in den Daten zu entdecken: „(...) *once past 15 or so cases, serious gaps in understanding local dynamics begin appearing (...)*” (Miles und Huberman, 1994, S. 206). Gemeinsamkeiten und Unterschiede innerhalb der befragten Familienunternehmen werden dabei deskriptiv erläutert und durch illustrative bzw. explikative Zitate aus den transkribierten Gesprächen ergänzt.⁸⁹ Tabellen stellen dabei ein

⁸⁹ Dieses Vorgehen ist auch in anderen empirischen Feldstudien üblich. Vgl. bspw. Malmi und Ikäheimo (2003), Carr und Tomkins (1996) oder Eisenhardt (1989a).

wichtiges Hilfsmittel der Darstellung und Komplexitätsreduktion dar (Miles und Huberman, 1994).

Um die Analyse sowie Entwicklung von Schlussfolgerungen von sowohl Implementierung von Wertmanagement als auch der Einflussfaktoren der Implementierung nachvollziehbar und objektiv zu halten, wird die Analyse durch quantitative Elemente ergänzt. Aufgrund der relativ hohen Anzahl von Fallstudienunternehmen und der Zielsetzung Muster in den Daten zu erkennen scheint dieses Vorgehen besonders sinnvoll.⁹⁰ Mayring (2011) weist darauf hin, dass auch qualitative Analysen quantitative Elemente wie „(...) *Häufigkeiten der Ausprägung, typische Konfigurationen, Cluster, bei nominalskalierten Variablen untersuchen (...)*“ (S. 18).⁹¹ Diese Art der Darstellung entspringt in vorliegender Studie aber im Kern der vergleichenden Fallstudienanalyse und ist nicht zu verwechseln mit einer statistisch signifikanten Analyse (Yin, 2009). Lamnek (2010) hält zum Einsatz quantitativer Elemente in der Auswertung qualitativer Daten fest:

„Statistische Masszahlen stellen in den Augen qualitativer Sozialforscher eine Verkürzung konkreter Lebenssachverhalte dar, doch sind quantifizierende Aussagen nicht a priori ausgeschlossen. Dies gilt insbesondere dann, wenn es sich um sehr einfache Verfahren, wie Prozentuierung oder Typenbildung, handelt.“ (S. 4)

Dieser Verkürzung wird durch detaillierte Beschreibungen der Erkenntnisse sowie regelmässige Darstellung wörtlicher Zitate der Gesprächspartner entgegengewirkt. In Anbetracht der hohen Fallzahl erscheint eine Verkürzung bzw. Reduktion der Daten notwendig, um die Erkenntnisse nachvollziehbar aufzubereiten. Auch in bekannten qualitativen Studien sind quantitative Auswertungen ein wesentlicher Bestandteil der Datenanalyse (bspw. Carr und Tomkins (1996), Lillis (2002) oder Malmi und Ikäheimo (2003)). Insgesamt strebt die Darstellung der Resultate somit einen Kompromiss zwischen Übersichtlichkeit und Präsentation reichhaltiger Daten („(...) *thick descriptions (...)*“ (Creswell, 2009, S. 191)) an (Miles und Huberman, 1994; Lillis, 2002).

⁹⁰ Eisenhardt (1989) tut dies nicht. Allerdings beschränkt sich die Anzahl Fallstudien bei Eisenhardt (1989) typischerweise auf vier bis zehn Stück.

⁹¹ Zur Nominalskala hält Mayring (2011) weiter fest: „*Die Ausprägungen (der Variablen) schliessen sich nur logisch aus. Das Kriterium ist Gleichheit – Verschiedenheit. Beispiel: Ja – Nein, (...)*“ (S.18).

Alle Informationen aus den Interviews werden anonymisiert. Dies wurde den Interviewpartnern vor der Vereinbarung des Interviews zugesagt. Jedes Unternehmen wurde deshalb mit einem Buchstaben (A–T) gekennzeichnet. Nähere quantitative Angaben zu Grösse, Industrie und Familieneinfluss werden nur in Bandbreiten dargestellt, um keine Rückschlüsse auf die teilnehmenden Unternehmen dieser Studie zu ermöglichen. Die Kennzeichnung der Fallstudienunternehmen wird aber in der Darstellung der Ergebnisse durchgehend beibehalten, um die Nachvollziehbarkeit des Analyseprozesses und der erreichten Schlussfolgerungen durch den Leser zu ermöglichen.

5.4. Gütekriterien und Limitationen

Zu den traditionellen Gütekriterien quantitativer Forschung gehören Reliabilität, Validität und Objektivität (Flick, 2011). Die Anwendung dieser Gütekriterien zur Beurteilung qualitativer Forschung wird jedoch durchaus kritisch gesehen, da sie „(...) *often miss the specific features of qualitative research and data (...)*“ (Flick, 2009, S. 398). Weiter bemerkt Flick (2009): „*The problem of how to assess qualitative research has not yet been solved.*“ (S. 384) Ein alternativer Ansatz zur Beurteilung qualitativer Forschung stammt von Lincoln und Guba (1985), der Zuverlässigkeit, Glaubwürdigkeit (interne Validität), Verlässlichkeit (Reliabilität), Übertragbarkeit (externe Validität), und Nachvollziehbarkeit (Objektivität) umfasst. Allerdings merkt Hoepfl (1997) an, dass diese Kriterien traditionellen Gütekriterien entsprechen und nur in naturalistischer Art ausgedrückt wurden. Nicht überraschend schliesst deshalb Flick (2009), dass weder traditionelle noch alternative Kriterien bislang eine befriedigende Antwort betreffend Gütekriterien qualitativer Forschung gegeben hätten. In einem positivistischen Verständnis von Fallstudienforschung werden allerdings klare Anforderungen gestellt sowie Wege aufgezeigt interne, externe und Konstruktvalidität sowie Reliabilität zu erreichen (Eisenhardt, 1989; Gibbert et al., 2008; Yin, 2009). Lillis und Mundy (2005) weisen darauf hin, dass diese Gütekriterien insbesondere in Querschnittsfeldstudien besser zu erfüllen seien als in Einzelfallstudien.

In vorliegender Studie sollten interne und Konstruktvalidität durch die Festlegung von Forschungsfragen am Anfang des Projekts sowie der Formulierung eines konzeptionellen Bezugsrahmens hoch sein (Miles und Huberman, 1994). Zudem sollte die Reliabilität der Erkenntnisse durch die Erstellung von Fallstudienbanken, die Transkribierung der Interviews, die Festlegung eines stringenten Analyseprotokolls sowie der Quantifizierung in der Darstellung der Forschungsergebnisse hoch sein. Jedoch ist die externe Validität bzw. Generalisierbarkeit der Erkenntnisse aufgrund der geringen Fallzahl vergleichsweise stärker eingeschränkt. Yin (2009) weist spezifisch auf die Gefahr hin, dass Fallstudienforschung mit positivistischem Wissenschaftsverständnis versucht eine repräsentative Fallauswahl zu treffen, deren Erkenntnisse auf eine grössere Grundgesamtheit ausgeweitet werden sollen. Scapens (2004) kritisiert, dass in solchen Fällen unklar sei was diese Fälle repräsentieren sollen

und dass die Frage der Repräsentativität überhaupt erst am Ende des Forschungsvorhabens geklärt werden könne.

Allerdings sieht sich nicht nur die Fallstudienforschung diesem Vorwurf gegenüber, sondern auch quantitative Fragebogenstudien. Obwohl quantitative Forschungsmethoden an sich repräsentative Stichproben erheben können, die die Grundgesamtheit annähernd abbilden, belaufen sich deren Rücklaufquoten häufig auf deutlich unter 100 Prozent, weshalb die Repräsentativität dieser Stichproben sowie die Generalisierung auf Basis dieser Erkenntnisse stark in Frage gestellt wird (Lamnek, 2010; Van der Stede et al., 2005). „*Insoweit stehen sich qualitative und quantitative Sozialforschung hinsichtlich der Repräsentativitätsproblematik in nichts nach.*“ (Lamnek, 2010, S. 352) Schliesslich spielt die Generalisierbarkeit der Erkenntnisse generell in anwendungsorientierter Forschung eine vergleichsweise geringere Rolle, da die Nützlichkeit der Forschung für die Anwender von gesteigerter Bedeutung ist (Swanborn, 2010). Dennoch wird der Forscher deshalb nicht von der Pflicht entbunden die traditionellen Gütekriterien so weit wie möglich einzuhalten (Swanborn, 2010). Angesichts der relativ hohen Fallzahl und der überschaubaren Anzahl grosser Familienunternehmen in Deutschland scheint eine gewisse Repräsentativität jedoch durchaus gegeben zu sein: nicht für den deutschen Mittelstand insgesamt, sondern im Hinblick auf grosse Familienunternehmen in Deutschland gemäss Definition und spezifischer Eingrenzung vorliegender Studie.

6. Empirische Studie zum Wertmanagement in grossen Familienunternehmen

6.1. Beschreibung der Studiendurchführung

6.1.1. Kontaktaufnahme mit Familienunternehmen und Fallauswahl

Der Zugang zu drei Familienunternehmen (A, B und U) war durch persönliche Kontakte und Weiterempfehlungen gegeben. Fallstudie A wurde im Rahmen einer einjährigen Einzelfallstudie untersucht. Der Kontakt zu Fallstudie U wurde durch den CFO von Fallstudie A ermöglicht. Der Zugang zu Fallstudie B konnte durch einen persönlichen Kontakt hergestellt werden.⁹² Die restlichen 17 Fallstudien wurden aus der abgegrenzten Grundgesamtheit der grössten 153 (121) Familienunternehmen in Deutschland rekrutiert.⁹³ In der Summe wurden 74 Unternehmen angesprochen. Davon haben 17 Unternehmen zugesagt an der Studie teilzunehmen. Dies entspricht einer Rücklaufquote von 23 Prozent. 57 Familienunternehmen haben folglich abgesagt. Gründe für eine Absage waren in der Regel keine zeitliche Verfügbarkeit oder grundsätzlich keine Teilnahme an wissenschaftlichen Studien.

Innerhalb dieser Gruppe von Familienunternehmen wurden theoretisch relevante Fälle entlang der Variablen (Grösse, Familieneinfluss, Industrie, Generation etc.) ausgewählt, bevor sie persönlich angesprochen wurden. Diese Ansprache erfolgte zunächst telefonisch, um genaue Adressen, grundsätzliches Interesse sowie terminliche Verfügbarkeit der CFO zu sondieren. Sofern die angesprochenen Unternehmen grundsätzliches Interesse an der Studie zeigten, wurde ein persönliches Anschreiben an den CFO gesendet.⁹⁴ Sofern dann Bereitschaft bestand an der Studie teilzunehmen,

⁹² Der Kontakt wurde durch einen Bekannten von CFO B hergestellt. Somit war der Autor vor dem Interview nicht bekannt mit CFO B. Insofern ergibt sich aus Sicht des Autors keine Gefahr einer Beeinträchtigung der Inhalte des Interviews durch persönliche Beziehungen (Gläser und Laudel, 2010).

⁹³ Zusätzlich zu den 121 identifizierten Unternehmen wurden weitere (kleinere) Familienunternehmen angefragt, da innerhalb der anfänglichen 121 keine Familienunternehmen mehr angesprochen werden konnten, die nicht indirekt in einem Wettbewerbsverhältnis standen (siehe Abschnitt 5.2.1.). So erhöhte sich die Grundgesamtheit von 121 auf 153. Folglich wurden 74 der grössten 153 Familienunternehmen in Deutschland angesprochen (gegeben Einschränkungen dieser Studie). Somit wurden 48,4 % der relevanten Familienunternehmen für diese Studie angesprochen.

⁹⁴ Siehe Anhang C.

wurde ein Interviewtermin vereinbart. Zur Vorbereitung des Interviews erhielten die CFO vorab eine Übersicht des Projekts und des Interviewleitfadens. Die Kontaktaufnahme und Terminvereinbarung stellte sich als sehr herausfordernd dar. Es waren teilweise mehrere Folgeanrufe notwendig, um einen Interviewtermin zu vereinbaren.⁹⁵ Mit der Zeit wurden deshalb die strengen Anforderungen an Abweichung der Fallstudienunternehmen hinsichtlich der Variablen von Interessen (teilweise) reduziert, um überhaupt eine adäquate Anzahl an Familienunternehmen für diese Studie zu gewinnen. Insofern erfolgte die Ansprache und Auswahl der Familienunternehmen letztendlich eher opportunistisch. Dennoch zeigt die Übersicht der teilnehmenden Familienunternehmen in Abschnitt 6.1.3., dass die Anforderungen an theoretisch relevante Fälle weitestgehend erreicht wurden.

6.1.2. Angaben zu Gesprächspartnern und Datenerhebung

Die empirische Studie basiert auf Interviews mit leitenden Mitarbeitern des Finanzbereichs von 20 grossen Familienunternehmen in Deutschland. Darunter befinden sich 18 CFO, ein Leiter des Konzerncontrollings sowie ein Leiter des externen Rechnungswesens, der gleichzeitig in diesem Unternehmen verantwortlich für die Implementierung von Wertmanagement war und ist. Bis auf eine Person können alle CFO zum externen Management gezählt werden. Nur ein CFO ist auch gleichzeitig Gesellschafter und Mitglied der Eigentümerfamilie. In einer der 20 Fallstudien konnten im Rahmen einer einjährigen Tiefenfallstudie ausserdem Interviews mit dem CEO bzw. persönlich haftendem Gesellschafter sowie leitenden Mitarbeitern des internen und externen Rechnungswesens geführt werden, d. h. Leitung Controlling-Gruppe sowie Geschäftsbereiche und Leitung externes Rechnungswesen (A). Von den 20 Interviews⁹⁶ wurden 14 persönlich vor Ort am Hauptsitz des Unternehmens geführt, sechs Interviews wurden auf Grund Terminverfügbarkeit und Logistik telefonisch durchgeführt. In einem Fall wurde ergänzend zum persönlichen Gespräch vor Ort ein telefonischer Anschlusstermin vereinbart (T). 17 der 20 Interviews wurden mit Zustimmung der Gesprächspartner auf Tonband aufgezeichnet. Von den restlichen Interviews wurden im Anschluss an das jeweilige Interview detaillierte Gesprächsnotizen angefertigt. Die Interviews dauerten

⁹⁵ Ähnlich berichtet auch Hiebl (2012).

⁹⁶ Ausser in Fallstudie A wurde pro Unternehmen ein Interview geführt. Der besseren Verständlichkeit halber wird die Datenerhebung in Fallstudie A als ein Interview gezählt.

zwischen 41 und 97 Minuten.⁹⁷ Sowohl die transkribierten Interviews als auch die Gesprächsnotizen wurden den Gesprächspartnern im Anschluss zur Autorisierung zugesandt. In der Summe liegen ca. 600 Seiten transkribierte Interviews sowie 500 Seiten Gesprächsnotizen und Beobachtungsnotizen aus Fallstudie A zur Auswertung vor. In einigen Fällen stellten die Gesprächspartner zusätzlich interne Dokumente zur Verfügung, bspw. Unternehmenspräsentationen, Organisationsdiagramme, Controlling-Berichte oder interne Präsentationen, die die wertorientierte Steuerung erklären.

6.1.3. Übersicht der teilnehmenden Familienunternehmen

Im Jahre 2011 erwirtschafteten diese 20 Unternehmen aggregiert Umsatzerlöse von > EUR 50 Mrd. und beschäftigten in der Summe > 250.000 Mitarbeiter.⁹⁸ Die kleineren Familienunternehmen in dieser Studie erwirtschafteten zwischen EUR 1 und EUR 1,5 Mrd. Umsatzerlöse und beschäftigen 750–9.000 Mitarbeiter. Die grösseren Familienunternehmen erzielen Umsätze bis EUR 6 Mrd. und beschäftigen > 40.000 Mitarbeiter. Durchschnittlich erwirtschaftete ein Familienunternehmen in dieser Studie EUR 2,6 Mrd. Umsatzerlöse und beschäftigte 13.000 Mitarbeiter. Die teilnehmenden Unternehmen sind durchschnittlich in drei Geschäftsbereichen aktiv und erwirtschaften im Mittel 68 Prozent der Umsatzerlöse im Ausland. Die teilnehmenden Unternehmen stammen aus dem verarbeitenden Gewerbe (16), Handel (3), Grundstücks- und Wohnungswesen/Unternehmensdienstleistungen (2), Verkehr und Nachrichtenübermittlung (1) und sonstige Dienstleistungen (1).⁹⁹ Um die Vertraulichkeit der Fallunternehmen sicherzustellen, wird auch an dieser Stelle auf eine detailliertere Darstellung verzichtet. Hinsichtlich der Rechtsformen firmieren acht Familienunternehmen als Kapitalgesellschaft (GmbH, AG oder KGaA). Der restliche

⁹⁷ Anhang B.1. zeigt eine Übersicht der Gesprächspartner und der jeweiligen Interviewdauer. Typischerweise dauerte das gesamte Interview aufgrund von Gesprächen vor und nach Einschalten des Tonbands ca. 5–10 Minuten länger.

⁹⁸ Es liegen nicht für alle Familienunternehmen aktuellere Umsatzangaben vor. Deshalb wird aus Gründen der Vergleichbarkeit das Jahr 2011 gewählt. Aus Gründen der Vertraulichkeit werden auch keine exakten Angaben zu Unternehmenszahlen gemacht, sondern nur gerundete Werte angegeben.

⁹⁹ Klassifikation gemäss Übersicht der 500 grössten Familienunternehmen in Deutschland (Stiftung Familienunternehmen, 2011). In einigen Fällen scheint die Klassifizierung unpräzise. Sie wurde aber beibehalten, um die Konsistenz dieser Studie mit der Liste der 500 grössten Familienunternehmen beizubehalten. Einige Familienunternehmen können auch mehreren Wirtschaftszweigen zugeordnet werden.

Teil der Familienunternehmen firmiert als Personengesellschaft (KG und GmbH & Co. KG). Das durchschnittliche Alter der teilnehmenden Familienunternehmen beträgt 97 Jahre. Das jüngste Unternehmen wurde in den 1980er-Jahren gegründet, das älteste Unternehmen in den 1850er-Jahren. Somit befinden sich auch die am Unternehmen beteiligten Familien in der ersten bis fünften Generation. Es kann kein Durchschnitt ermittelt werden, da teilweise mehrere Generationen an einem Unternehmen beteiligt sind. Der durchschnittliche Familieneinfluss beträgt 1,4 (SFI-Skala). Innerhalb der teilnehmenden Familienunternehmen variiert diese Zahl zwischen 1,1 und 2,1. Folglich unterscheiden sich die Unternehmen auch im Hinblick auf die Intensität des Familieneinflusses sehr stark. Allerdings erfüllen alle Unternehmen das Kriterium $SFI > 1$, sind nicht börsennotiert und rechtlich sowie wirtschaftlich selbstständig. In nachfolgender Tabelle sind die Eckdaten der teilnehmenden Familienunternehmen übersichtartig dargestellt.

Fall-studie	Gründung	SFI ¹⁰⁰	Generation	Umsatz (EUR Mrd.)	Mitarbeiter (Tsd.)	Bilanzsumme (EUR Mrd.)	Divisionen	Umsatzanteil Ausland %
A	1900–1950	2,1	4/5	1,0–1,5	6,0–8,0	0,5–1,0	4	75–100
B	1900–1950	1,4	4/5	0,5–1,0	4,0–6,0	1,0–1,5	3	75–100
C	1850–1900	1,1	4/5	3,0–3,5	10,0–12,0	4,5–5,0	3	k. A.
D	1900–1950	1,4	2/3	3,0–3,5	8,0–10,0	1,5–2,0	4	50–75
E	1900–1950	1,3	2/3	3,0–3,5	8,0–10,0	2,0–2,5	1	75–100
F	1850–1900	1,1	4	6,0–6,5	24,0–26,0	3,5–4,0	3	50–75
G	1900–1950	1,4	4	1,5–2,0	12,0–14,0	k. A.	4	50–75
H	1850–1950	1,3	5	2,0–2,5	6,0–8,0	3,0–3,5	5	50–75
I	1900–1950	1,2	4	1,0–1,5	6,0–8,0	0,5–1,0	6	75–100
K	1950–2000	1,8	2	2,0–2,5	38,0–40,0	1,0–1,5	3	50–75
L	1950–2000	1,7	1	1,0–1,5	8,0–10,0	0,5–1,0	1	50–75
M	1950–2000	2,1	1/3	0,5–1,0	0–2,0	k. A.	1	50–75
N	1950–2000	1,7	1	1,0–1,5	0–2,0	0,5–1,0	3	k. A.
O	1850–1900	1,9	4/5	4,5–5,0	20,0–22,0	k. A.	3	25–50
P	1850–1900	1,1	3	4,5–5,0	28,0–30,0	3,0–3,5	4	75–100
Q	1900–1950	1,6	1/2	2,0–2,5	8,0–10,0	2,0–2,5	2	50–75
R	1850–1900	1,5	4/5	2,5–3,0	6,0–8,0	1,0–1,5	3	50–75
S	1800–1850	1,2	7	5,0–6,5	36,0–38,0	5,5–6,0	4	75–100
T	1950–2000	1,5	1/2	2,0–2,5	4,0–6,0	1,0–1,5	4	k. A.
U	1900–1950	1,8	¾	1,5–2,0	8,0–10,0	1,0–1,5	7	50–75
Ø	1916	1,4	-	2,6	12,9	2,0	3	67,5

Tab. 1: Übersicht der teilnehmenden Familienunternehmen.

¹⁰⁰ Sum of Family Influence (SFI), siehe Abschnitt 3.1.3. Sofern kein Kontrollgremium vorhanden ist, z. B., Beirat, Aufsichtsrat, Multiplikation des SFI mit 1,5 (Hiebl, 2012).

6.2. Relevanz der Thematik für die Studienteilnehmer

6.2.1. Kenntnis der konzeptionellen Grundlagen

Mit der Methodik der Unternehmensbewertung nach dem DCF-Verfahren sind alle CFO vertraut. In Kontakt kommen sie mit Unternehmensbewertungen zum Zeitpunkt der Studie aber weniger im Zusammenhang mit der Unternehmensführung, sondern häufiger im Kontext von Fragestellungen der Beurteilung der Werthaltigkeit von erworbenen Unternehmensanteilen oder erbschafts- bzw. schenkungsrechtlichen Fragestellungen (16). *„Wir haben jetzt ganz aktuell Fälle gehabt, wo wir für Schenkungs- und Erbschaftssteuerfälle (...) dann mit Beratern Bewertungen machen mussten.“* (C) Ausserdem sind Fragen der Unternehmensbewertung in einigen Familienunternehmen mit zunehmender M&A-Aktivität relevanter geworden (C, R, H). Deshalb sind die Grundlagen der Wertermittlung und der inhärenten Gestaltungsspielräume sowie unterschiedlichen Wertansätze bekannt. Allerdings ist häufig unklar, wie diese Wertorientierung in das strategische und operative Controlling integriert werden kann und welche Veränderungen sich bei der Implementierung einer wertorientierten Unternehmensführung im Vergleich zum bestehenden Controlling-Instrumentarium ergeben würden bzw. sollten (A, G, H, M, N, O). In diesem Zusammenhang wird auch erwähnt, dass Konzepte zur Steuerung der Wertsteigerung, die von Beratungsunternehmen entwickelt wurden, kaum bekannt seien. *„Von der theoretischen Seite eher jetzt weniger.“* (L) Nicht selten begannen die Interviews deshalb mit einer Definition von Wertmanagement durch den Forscher und einer Abstimmung über den tatsächlichen Inhalt der Studie bzw. des Interviews.

6.2.2. Überblick des Implementierungsstands

Im Hauptteil der empirischen Studie wird der Grad der Implementierung im Detail untersucht. Einleitend wurden die CFO aber gefragt, inwieweit die Unternehmensführung bereits heute auf die Steigerung des Unternehmenswertes ausgerichtet sei. Grob kann dabei zwischen drei verschiedenen Typen der Implementierung unterschieden werden. Es gibt Familienunternehmen, die zum Zeitpunkt der Studie ein umfassendes wertorientiertes *Performance Management System* implementiert haben (E, F, K, R). *„Es ist implementiert im Sinne von*

Wahrnehmung unter den Führungskräften in den Gesellschaften und auch in der Zentrale ist die Wahrnehmung sehr hoch.“ (E) „Komplettes Unternehmenssteuerungssystem, das streng am so genannten XVA, X Value Added, ausgerichtet ist, was in ziemlicher Reinkultur das EVA[®]-Konzept von Stern Stewart ist.“¹⁰¹ (F) Diese Unternehmen unterscheiden sich aber hinsichtlich des Zeitpunkts der Implementierung. In Fallstudien E und R ist die wertorientierte Unternehmensführung bereits seit längerer Zeit eingeführt. In Fallstudien F und K ist Wertmanagement erst in wenigen Jahren implementiert. Die Zeitpunkte der Implementierung zeigen bereits die (zunehmende) Aktualität und Relevanz der Thematik für die Unternehmensführung grosser Familienunternehmen in Deutschland. In den letzten fünf Jahren haben zwei Familienunternehmen eine wertorientierte Unternehmensführung eingeführt. In den zehn Jahren zuvor war es nur ein Familienunternehmen.

Fallstudie	Jahr der Implementierung
E	1998
R	2002
F	2009/2010
K	2010/2011

Tab. 2: Vergleich der Zeitpunkte der Einführung von Wertmanagement.

In den restlichen Familienunternehmen wird heute gemäss Selbsteinschätzung der befragten CFO kein systematisches Wertmanagement betrieben (16). Allerdings unterscheiden sich diese Unternehmen im Hinblick auf die Absicht, zukünftig eine wertorientierte Unternehmensführung einzuführen und ob heute bereits Teilaspekte von Wertmanagement im Unternehmen verankert sind. Der grösste Teil der befragten Familienunternehmen implementiert zum Zeitpunkt der Studie teilweise aber nicht systematisch Bestandteile einer wertorientierten Unternehmensführung (12).

„Ich bin ziemlich sicher, dass wir die einzelnen Bestandteile immer praktiziert haben und sie auch hier im Haus praktiziert werden, aber bei uns gibt es nicht den Begriff Wertmanagement.“ (G)

¹⁰¹ Name des Unternehmens durch „X“ ersetzt, um die Anonymität des Familienunternehmens sicherzustellen.

„Wir sind hier sicherlich noch [in einem] etwas konservativeren Stadium der wertorientierten Führung.“ (D)

Ein wesentlicher Teil dieser Familienunternehmen plant zum Zeitpunkt der Studie auch Teilaspekte einer wertorientierten Unternehmensführung zukünftig stärker zu implementieren (9): *„Wir sind gerade in der Diskussion, ob wir unser Steuerungskonzept anpassen sollen.“ (Q)* In einem kleinen Teil der befragten Familienunternehmen wird Wertmanagement heute *„(...) praktisch gar nicht (...)“ (M)* praktiziert noch ist in Planung zukünftig eine stärkere Wertorientierung im Unternehmen zu etablieren (H, L, M). In einem Fall wird heute zwar auch keine wertorientierte Unternehmensführung angewendet, aber es sei in Planung diese zukünftig einzuführen (T). In einem Fall konnte die Frage nicht beantwortet werden, da nicht ausreichend Wissen über Wertmanagement vorhanden sei (I).

6.2.3. Beschäftigung mit wertorientierter Unternehmensführung

Zum Zeitpunkt der Studie befasst sich ein wesentlicher Teil der befragten Familienunternehmen mit einer Weiterentwicklung von Teilaspekten wertorientierter Unternehmensführung (9). Dazu gehören die Weiterentwicklung der Anreiz- und Vergütungsstrukturen des obersten Managements (C, O, R, L) oder eine generelle Überarbeitung der Steuerungskennzahlen und Controlling-Instrumente des Unternehmens (A, P, Q, S, T). Im Zusammenhang der Anreiz- und Vergütungsstrukturen ist die Intention der Familienunternehmen, die Anreiz- und Vergütungsstrukturen stärker an der Steigerung des Unternehmenswertes auszurichten: *„[Die Anreiz- und Vergütungsstruktur des obersten Managements] ist im Moment noch nicht an diese nachhaltige Unternehmenswertsteigerung geknüpft. Aber das ist in der Planung, dass wir das einführen.“ (C)* In den anderen Fallstudien ist geplant, bspw. im Gespräch auf Gruppenebene eine neue Steuerungskennzahl einzuführen (P, Q) oder bestehende Steuerungssysteme zu verändern (S). *„Seit 2012 ist Wertmanagement im Rahmen von Portfoliomanagement stärker im Fokus. (...) In diesem Zusammenhang diskutieren wir eine Einführung der Kennzahl ROIC, um die Kapitalbindung besser zu berücksichtigen.“ (P)* In einigen dieser Fälle war dies auch ein Grund für die Teilnahme an dieser Studie. In einem weiteren Teil der befragten Familien-

unternehmen war ausschlaggebend für die Teilnahme an der Studie, einen Anhaltspunkt darüber zu erhalten, inwieweit andere grosse Familienunternehmen Wertmanagement implementieren, da in ihren Unternehmen bereits Teilaspekte einer wertorientierten Unternehmensführung eingesetzt werden.

6.3. Implementierung von Wertmanagement

6.3.1. Unternehmensziele und strategische Ausrichtung

6.3.1.1. Wichtigste Unternehmensziele

Die Steigerung des Unternehmenswertes stellt für den Grossteil der Familienunternehmen nicht das wichtigste Unternehmensziel dar. *„Nicht unbedingt.“* (D) *„Das ist nicht die oberste Zielsetzung des Unternehmens.“* (E) Der Grossteil der befragten Familienunternehmen nennt die Beibehaltung der finanziellen Unabhängigkeit (9) sowie die Sicherung der Unternehmensexistenz bzw. Erhalt des Unternehmens für die nächste Generation als wichtigstes Unternehmensziel (7). Teilweise werden diese Ziele von den CFO aber als gleichwertig erachtet und deshalb im gleichen Satz genannt.

„Oberstes Ziel ist ein unabhängiges, ein finanziell unabhängiges, Familienunternehmen zu sein. Das heisst, das Ziel ist nicht in erster Linie Profit oder ein EVA® von z.B. 10 Prozent [...], sondern das Ziel ist ein unabhängiges Familienunternehmen zu sein und zu bleiben und daraus leiten sich natürlich auch quantitative Ziele ab.“ (U)

„Es geht eher um die Absicherung und das nachhaltige Überleben. Das steht an erster Stelle.“ (C)

In wenigen Unternehmen wird explizit die Unternehmenswertsteigerung als oberste Zielsetzung genannt (2). *„Ja, absolut. Also das ist das oberste Ziel, den Wert des Unternehmens zu steigern.“* (N) *„(...) mit Abstand das wichtigste Ziel ist im Endeffekt die Steigerung des Unternehmenswertes (...)“* (O). In diesen Fällen unterscheidet sich aber die Auffassung über die Ermittlung des Unternehmenswertes anhand der diskontierten zukünftigen freien Cashflows. So ist damit in einem Fall eher das generelle Fortkommen des Unternehmens hinsichtlich Wachstum des Buchwertes des Eigenkapitals oder der Umsatzerlöse gemeint (N). In einem anderen Fall wird damit die Erzielung einer nachhaltigen Ergebnisentwicklung verstanden (O). *„(...) wenn wir dann in der Lage sind nachhaltig unseren EBIT, unseren EBITDA zu steigern, dann wird das dazu führen, dass der Unternehmenswert sich auch entsprechend steigert (...)“* (O). In den restlichen beiden Familienunternehmen ist die Erzielung eines

profitablen Wachstums das oberste Unternehmensziel. „(...) alles unserem obersten Ziel unterworfen und das ist nun mal Profitabilität (...)“ (L), „(...) Ergebnisziele, die sich einmal natürlich am Gesamtergebnis jeder Einzelgesellschaft orientieren (...)“ (D).

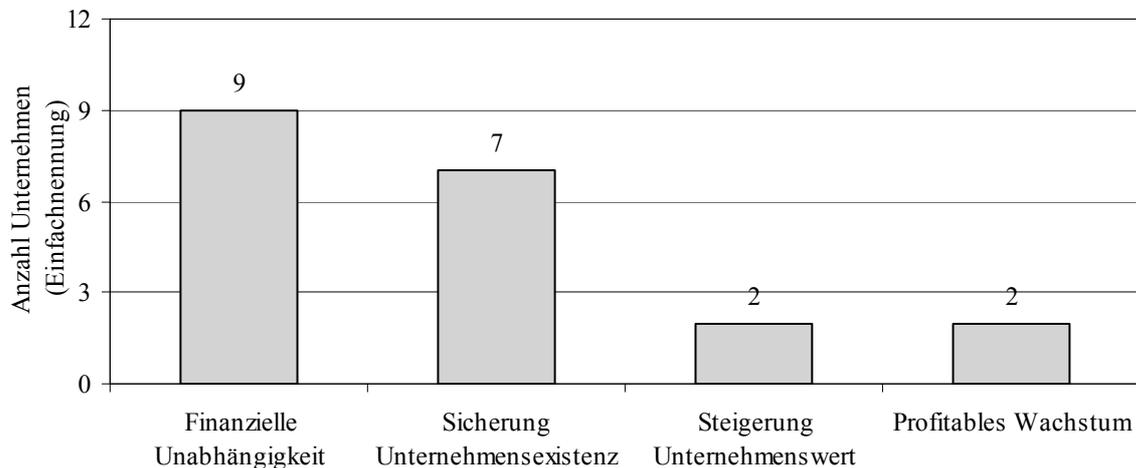


Abb. 19: Übersicht des wichtigsten Unternehmensziels.

Dabei verfolgen alle Familienunternehmen eine sehr langfristige Perspektive (20).

„Quartalsabschlüsse und Werte im Quartal spielen eigentlich keine Rolle. (...) Also die Werte, die man schaffen will, werden weniger in Quartalen oder in Jahren, sondern in grösseren Abschnitten gemessen.“ (U)

Konkreter beschreibt CFO S den Zeithorizont, der mit dem Ziel der Existenzsicherung verbunden ist:

„Zielsetzung ist das Unternehmen als Familienunternehmen an die nächste Generation erfolgreich weiterzugeben. Und dazu müssen natürlich auch mal Investitionen getätigt werden, die langfristig ausgelegt sind, weil wir wollen auch in 20, 30, 50 Jahren noch erfolgreiche Geschäfte haben.“

6.3.1.1.1. Finanzielle Unternehmensziele

Abgeleitet aus der übergeordneten Zielsetzung der Beibehaltung der finanziellen Unabhängigkeit und des nachhaltigen Fortbestands nennen die befragten Familienunternehmen aber konkretere finanzielle Unternehmensziele, die notwendig sind, um diese übergeordneten Ziele zu erreichen (16). In diesen finanziellen Zielen drückt sich der Bezug zur Sicherung der Existenzsicherung bzw. Sicherung der finanziellen Unabhängigkeit des Unternehmens aus: *„Die Unabhängigkeit [oberstes Unternehmensziel], die aber nicht ohne diese finanziellen Ziele, die dahinter stehen, natürlich möglich sind.“* (E) Prägnanter formuliert CFO G: *„Bei uns ist oberstes Ziel Unabhängigkeit, das heisst, daraus ergibt sich ja auch eine finanzielle Performance, die es erlaubt unabhängig zu bleiben.“* (G) Innerhalb dieser finanziellen Ziele kommt der Steigerung des Unternehmenswertes aber eine vergleichsweise geringe Bedeutung zu. An dieser Stelle zeigen sich ausserdem die teilweise umfassenderen (im Verhältnis zur alleinigen Fokussierung auf die Steigerung des Unternehmenswertes) finanziellen Zielsetzungen der Familienunternehmen. Die zentralen finanziellen Ziele der befragten Familienunternehmen sind Ergebnis- (20), Wachstums- (14), Sicherheits- (7),¹⁰² oder Cashflow-Ziele (4). Selten wird die Steigerung des Unternehmenswertes als explizite Zielsetzung erwähnt (3). *„Umsatzwachstum bei einer Zielrendite [Ergebnis] und Wachstum aus eigener Kraft, das heisst also Free Cashflow muss grösser gleich null sein.“* (G) Die finanziellen Ziele des Unternehmens schildert CFO M wie folgt: *„Wachstum. Gerne auch profitables Wachstum, wie immer man das auch definiert.“* (M) Sofern die Steigerung des Unternehmenswertes überhaupt als finanzielle Zielsetzung erwähnt wird,¹⁰³ dann klar als abgeleitetes Ziel, um die Unabhängigkeit des Unternehmens zu sichern.

„Ich denke mal die Unabhängigkeit des Unternehmens steht an erster Stelle und da ist die beständige Wertsteigerung ein Mittel dazu, aber Priorität hätte die Unabhängigkeit.“ (F)

¹⁰² Unter dem Begriff der Sicherheit werden hier Zielsetzungen wie eine hohe Eigenkapitalquote, ein hoher Bestand flüssiger Mittel, eine hohe Thesaurierung erzielter Gewinne oder eine niedrige Verschuldung zusammengefasst.

¹⁰³ Abgesehen von den beiden Fallstudien, die die Steigerung des Unternehmenswertes als oberste Zielsetzung des Unternehmens bezeichnen (O, N) sowie den beiden Unternehmen, die ein profitables Wachstum anstreben (D, L).

Darüber hinaus bedeutet das abgeleitet, dass auch negative Veränderungen der Wertentwicklung des Unternehmens in Kauf genommen werden, um die Zielsetzung der langfristigen und nachhaltigen Existenzsicherung sicherzustellen wie CFO C hervorhebt:

„Auch gerade wir bewegen uns in zyklischen Märkten und kennen es, dass temporär auch der Wert runter geht, sodass über diesem Ziel des Wachstums, natürlich nachhaltig muss es wachsen, da sagen wir gleichbleiben ist gleich Rückschritt, das ist auch ein oberstes Ziel, ohne Wachsen geht es nicht, aber dieser Nachhaltigkeitsgedanke und damit die Sicherung des Familienunternehmens, die steht, würde ich mal sagen, an oberster Stelle.“

Im Hinblick auf die Beziehung zwischen den Zielen Unabhängigkeit und Steigerung des Unternehmenswertes führt CFO F aus: *„Wenn ich zur Wertsteigerung einen externen Investor brauche, definitiv nicht.“* Ähnlich beschreibt CFO I das Verhältnis zwischen Wertsteigerung und Existenzsicherung des Unternehmens: *„Man würde niemals die Existenz des Unternehmens aufs Spiel setzen, um schneller oder mehr Wertsteigerung zu bekommen.“* Obwohl die Steigerung des Unternehmenswertes selten als explizite Zielsetzung des Unternehmens festgehalten ist, *„(...) aber bei uns ist nirgendwo geschrieben, ein Ziel ist die Steigerung des Unternehmenswertes. Das existiert nicht (...)“* (G), weisen einige CFO darauf hin, dass die (finanzielle) Unternehmensführung durch die finanziellen Ziele des Unternehmens implizit auf eine Wertsteigerung ausgerichtet ist (3).

„Jetzt muss man aber dazu sagen, erstens mal tut man's natürlich indirekt, über die Strategie, weil wir uns, ich sage mal mit der Frage des langfristigen Wachstums, der internen Rentabilität, der selbsterzeugten Cashflows beschäftigen und das hat ja letztlich einen Effekt auf die Unabhängigkeit oder auf den Unternehmenswert.“ (B)

Zwei weitere CFO weisen darauf hin, dass die Zielsetzung der Wertsteigerung zwar nicht explizit festgehalten werde, sich aber implizit durch die Orientierung an abgeleiteten Grössen der Wertsteigerung wie Umsatzrenditen und langfristigem Wachstum ergebe:

„Wir haben Wachstumsziele, wir haben Renditeziele, wir haben Wachstum aus eigener Kraft gleich Free Cashflow-Ziele null. Das sind alles Elemente, die natürlich automatisch dann hinter[her] dazu führen, dass der Unternehmenswert sich steigern wird.“ (G)

Alternativ dazu verdeutlicht dies die Aussage von CFO I, anhand derer anschaulich wird, dass die zentralen Werttreiber zumindest teilweise in den Unternehmenszielen berücksichtigt werden, die Wertsteigerung explizit aber nicht als Zielsetzung genannt wird:

„Nicht explizit, aber implizit steckt es drin über das Wachstum, Ergebnissteigerung, Nachhaltigkeit, wenn man das alles berücksichtigt, dann kommt da auch eine Wertsteigerung bei raus.“

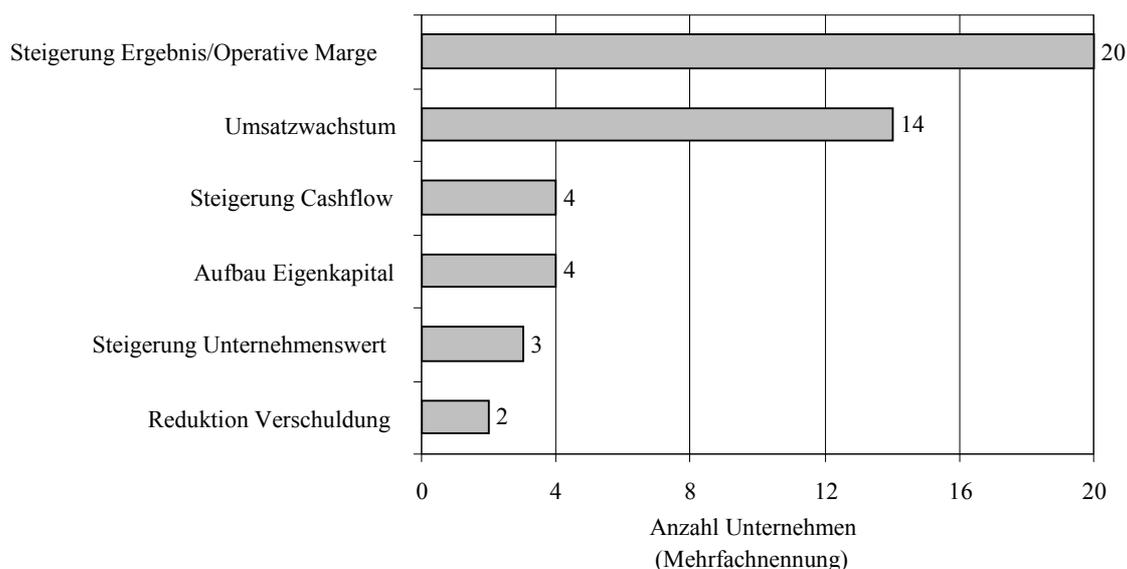


Abb. 20: Wichtigste finanzielle Unternehmensziele.

6.3.1.1.2. Nicht-finanzielle Unternehmensziele

Neben den finanziellen Zielen nehmen aber auch nicht-finanzielle Ziele eine zentrale Rolle ein. Zu den besonders relevanten Zielen gehören dabei der Aufbau eines hohen Marktanteils bzw. Marktführerschaft (9), Technologie- und Innovationsführerschaft (8), Mitarbeiter- (5) und Kundenzufriedenheit (4). Auffällig ist, dass die befragten Familienunternehmen in ihren Märkten eine dominante Stellung aufbauen wollen im

Hinblick auf Innovationsführerschaft als auch Marktposition (17). „*Ein Ziel ist z. B. zu den Top 3 in Europa in unserem Bereich zu gehören. Wir gehören heute zu den Top 3, wollen dies aber auch bleiben.*“ (U) Mitarbeiter- und Kundenzufriedenheit wurden in den Interviews zudem seltener als explizite Unternehmensziele genannt (9). Obwohl Kunden- als auch Mitarbeiterzufriedenheit als Unternehmensziele möglicherweise generisch anmuten, sind sie in den Fällen, in welchen sie als Zielsetzung genannt werden, sehr authentisch und relevant für das Unternehmen. Hinsichtlich der Kundenzufriedenheit schildert CFO C:

„Wenn der Kunde zu uns kommt, kauft eine Anlage für x Millionen, das ist für unsere Kunden auch immer riskant solch eine Investition zu tätigen, ist das Commitment des Familienunternehmens da (...): ‚Du kriegst von uns das Sorglospaket und du kannst sicher sein, wir erfüllen diese Aufgabe.‘“

Auch CFO P beschreibt die zentrale Bedeutung der Kundenzufriedenheit für das Unternehmen.

„Kunden schätzen die Langfristigkeit des Familienunternehmens. (...) nicht wie von einem Finanzinvestor gehalten. Zusagen und Verpflichtung gegenüber dem Kunden werden eingehalten. Keine Reduktion des Angebots aus ausschliesslicher Profitmaximierung.“ (P)

Angesichts der Mitarbeiterzufriedenheit berichtet CFO D über die hohe Bindung der Mitarbeiter an das Unternehmen:

„Also es gibt in der Firmengeschichte ganz wenige Situationen, in denen man gezwungen war Mitarbeiter betriebsbedingt zu kündigen. Die Mitarbeiter werden – und zwar bis runter in der Organisation bis zum Pförtner und zur Putzfrau – auch am Erfolg, am Unternehmenserfolg, beteiligt. Und ja, ein sehr hohes Mass an Verantwortung, geprägt auch schon von den Gesellschaftern für die Belegschaft.“

Im Gegensatz zu den finanziellen Zielen ist die Beziehung der nicht-finanziellen Unternehmensziele zum übergeordneten Ziel der finanziellen Unabhängigkeit sowie Existenzsicherung selten so klar dargestellt wie in Fallstudie B:

„(...) nur wenn ich in R&D wirklich erfolgreich bin, werde ich auch ganz nachhaltig überleben, das heisst aber auch, ich darf meine finanziellen Zahlen nicht so konstruieren, dass ich eigentlich Profit mache, aber nur zu Lasten einer reduzierten Forschung und Entwicklung. Ich muss da das richtige Verhältnis finden (...)“ (B).

Im Hinblick auf die Beziehung innerhalb der Unternehmensziele bestehen wesentliche Unterschiede zwischen den befragten Familienunternehmen. Während ein Teil der CFO die nicht-finanziellen Ziele als kausal beschreibt, um den Unternehmenswert zu steigern, weist ein anderer Teil der CFO darauf hin, dass die nicht-finanzielle Ziele einen höheren Stellenwert einnehmen als die finanziellen Ziele. Dieser Unterschied wird in der Gegenüberstellung nachfolgender Zitate deutlich. *„(...) Marktanteils-gewinnung am Ende ja doch wieder das Ziel hat, dass man auch den Unternehmenswert steigern kann (...)“ (O).* Dagegen sieht CFO G die Kundenzufriedenheit als oberstes nicht-finanzielles Ziel, dass es unter finanziellen Nebenbedingungen zu maximieren gilt. *„Das oberste Ziel ist einen zufriedenen Kunden zu haben. Natürlich mit den Nebenbedingungen, die ich eben erwähnt habe [Umsatzwachstum, Umsatzrendite, Free Cashflow].“ (G)*

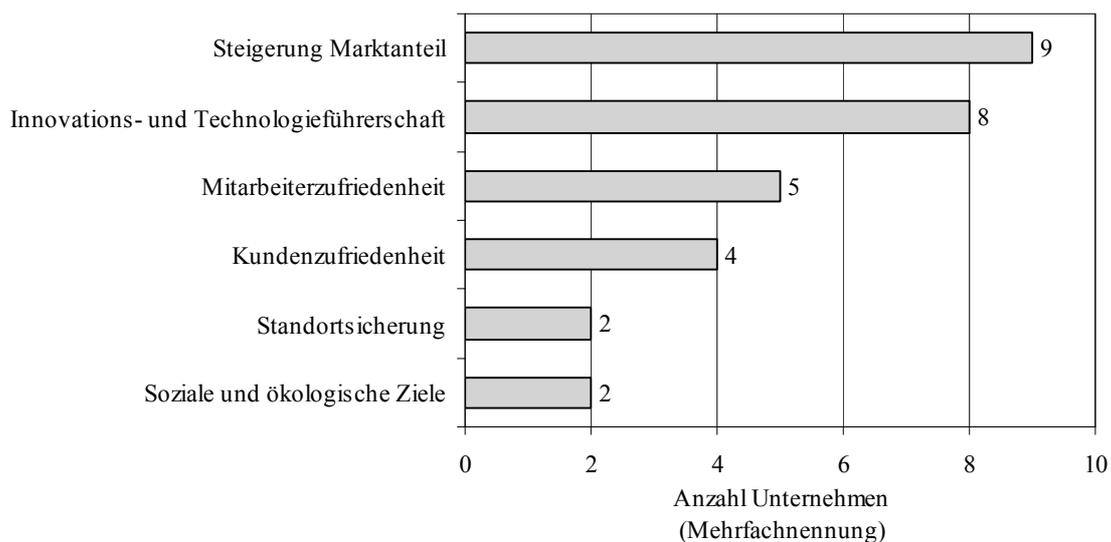


Abb. 21: Wichtigste nicht-finanzielle Unternehmensziele.

6.3.1.2. Operationalisierung der Unternehmensziele

Angesichts der wichtigsten Unternehmensziele ist es nicht überraschend, dass die Zielsetzung der Wertsteigerung selten anhand wertorientierter Spitzenkennzahlen operationalisiert wird. Zwar geben sieben Familienunternehmen an, die Steigerung des Unternehmenswertes implizit oder explizit als Zielsetzung zu verfolgen. Jedoch wird diese Zielsetzung nur in vier Fällen anhand einer wertorientierten Spitzenkennzahl operationalisiert. Der Unternehmenswert ist den meisten CFO zwar überschlägig bekannt, tritt aber weniger im Zusammenhang mit der Zielsetzung des Unternehmens auf. Vielmehr ist die Unternehmensbewertung relevant hinsichtlich Fragestellungen der Erbschafts- und Schenkungssteuer oder M&A-Transaktionen.

„Wenn Sie heute einen Unternehmenswert berechnen nach steuerlichen Gesichtspunkten, das ist dann schon mal eher ein Thema, wo ab und zu Unternehmensbewertungen stattfinden, aber die sind dann sehr hart an diesen steuerlichen Dingen dran. (...) Das ist mit Sicherheit nicht der betriebswirtschaftliche Unternehmenswert.“ (L)

Im Hinblick auf M&A-Transaktionen ist sowohl die Bewertung von Teileinheiten des Unternehmens, die zur Veräusserung stehen, als auch die Bewertung zukünftiger Akquisitionen von Bedeutung. *„B hat zum Beispiel letztes Jahr das X-geschäft veräussert und dann hat man natürlich auch eine klassische Unternehmensbewertung [durchgeführt].“ (B)* Zudem deckt sich das Wertverständnis nur selten mit der Definition im Rahmen dieser Arbeit.¹⁰⁴ So stehen anstatt des intrinsischen Unternehmenswertes Unternehmenswerte im Vordergrund, die sich aus Multiplikatoren oder dem Buchwert des Eigenkapitals ableiten (O, N). Zudem stehen anstatt wertorientierter Kennzahlen bei den Familienunternehmen vorwiegend traditionelle Kennzahlen zur Operationalisierung der finanziellen Unternehmensziele im Vordergrund. Zentral sind dabei im Wesentlichen Kennzahlen, die sich auf das Ergebnis des Unternehmens (14) oder die Umsatzerlöse beziehen (10). Kennzahlen, die einen stärkeren Bezug zum Unternehmenswert bzw. der periodischen Wertschaffung aufweisen wie bspw. EVA[®] (4), Kapitalrendite (3),¹⁰⁵ freier Cashflow

¹⁰⁴ Siehe Abschnitt 2.1.

¹⁰⁵ CFO J erwähnt hier den ROCE. In den beiden anderen Fällen Q und L erwähnen die CFO „klassische“ Kapitalrenditen, die als Jahresergebnis im Verhältnis zur Bilanzsumme berechnet werden.

(2) oder CVA (1), kommen insgesamt eine sehr geringe Bedeutung zu. Es ergeben sich zudem in Abhängigkeit der Rechtsform Unterschiede im Hinblick auf die Berechnungsart der Ergebnisgrösse (Steuern) als auch die Bezugsgrösse (absolutes Ergebnis oder relativ Ergebnis relativ zu den Umsatzerlösen).¹⁰⁶ CFO D berichtet stellvertretend dafür:

„Ja gut, das ist einmal die Eigenkapitalquote in Verbindung mit dem Jahresüberschuss. Bei uns ist die Besonderheit, die zu beachten ist, eben in der Rechtsform der Personengesellschaft, unser Jahresüberschuss ist ein Ergebnis nach Gewerbesteuern, aber vor den persönlichen Ertragssteuern. Denn das Ergebnis des Unternehmens wird den Gesellschaftern zugerechnet, als natürlichen Personen. Also insofern sind wir auch schwer vergleichbar mit Kapitalgesellschaften. Die zwei Ergebnisse zeigen ein Ergebnis vor Ertragssteuern und ein Ergebnis nach Ertragssteuern und unseres ist irgendwo dazwischen.“

6.3.1.3. Anspruchsgruppen des Unternehmens

Die Eigentümerfamilien sind in der Regel die wichtigste Anspruchsgruppe des Unternehmens (11) (N=12). Nur in einem Fall wird die Bedeutung der Eigentümer als sehr gering beschrieben: *„Dann muss ich erst mal überlegen: ‚Ist das für den Eigentümer gut? Das passiert nicht.“* (G) In diesem Fall sind die Kunden die wichtigste Anspruchsgruppe des Unternehmens (G). Einigen CFO fiel ausserdem a schwer, eine klare Priorisierung der Anspruchsgruppen vorzunehmen: *„Also wir haben nicht eine formelle Priorisierung zwischen Stakeholder-Gruppen, muss man sehr klar sagen.“* (B) *„Es fällt mir jetzt schwer zu sagen: das ist Nummer 2 oder Nummer 3.“* (L) Vor diesem Hintergrund erscheint dieser Teilaspekt der Unternehmensführung zusätzlich wenig formalisiert. Die Ziele der Eigentümer werden in der Unternehmensführung zwar explizit und bevorzugt berücksichtigt, was den Anforderungen von Wertmanagement entspricht. Allerdings erheben die Eigentümer keinen Anspruch auf die Steigerung des Unternehmenswertes oder die Veräusserbarkeit ihrer Unternehmensanteile als vielmehr auf die Orientierung der Geschäftsführung an der Zufriedenstellung der Kunden sowie einer

¹⁰⁶ Genannt werden bspw. EBIT, EBIT-Marge, Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit.

Unternehmensführung im Einklang mit den anderen Anspruchsgruppen des Unternehmens (11).

„Er [Eigentümer-CEO] hat uns alle, das Top-Management wie auch die ganze Mannschaft an sich, so erzogen, dass im Mittelpunkt unseres ganzen Handelns der Kunde steht. (...) wir arbeiten alle am Markt, am Kunden. Denn beim Kunden verdienen wir unser Geld, darauf sind wir sehr stark ausgerichtet.“ (C)

Jedoch stellt die Orientierung an den Interessen der Kunden durch Innovations- sowie Technologieführerschaft in der überwiegenden Anzahl der Fälle keinen Selbstzweck dar (11). Vielmehr verfolgen die befragten Familienunternehmen damit die Zielsetzung, den langfristigen Fortbestand des Unternehmens sicherzustellen, für den auch eine ausreichende finanzielle Leistungsfähigkeit notwendig ist. Besonders anschaulich wird dies durch die Aussagen des CFO von Fallunternehmen A: *„Wir könnten auch 100-Euro-Scheine für 90 Euro verkaufen. Dann wären unsere Kunden wahrscheinlich am glücklichsten.“ (A)* Ergänzend bzw. vertiefend dazu sind die Aussagen des Leiters des Controllings von Fallunternehmen A zu sehen:

„Die Kundenzufriedenheit ist sehr wichtig. Aber sie hört auf bei Preisdruck. Beim Geld hört die Freundschaft auf. Die Kunden wären sehr zufrieden, wenn wir die Preise halbieren würden. Ich würde es als magisches Viereck beschreiben. Am Ende muss es eine Win-Win-Win-Win-Situation für alle beteiligten Parteien [Kunden, Mitarbeiter, Lieferanten, Eigentümer] geben. Keine Sieger und keine Verlierer.“ (A)

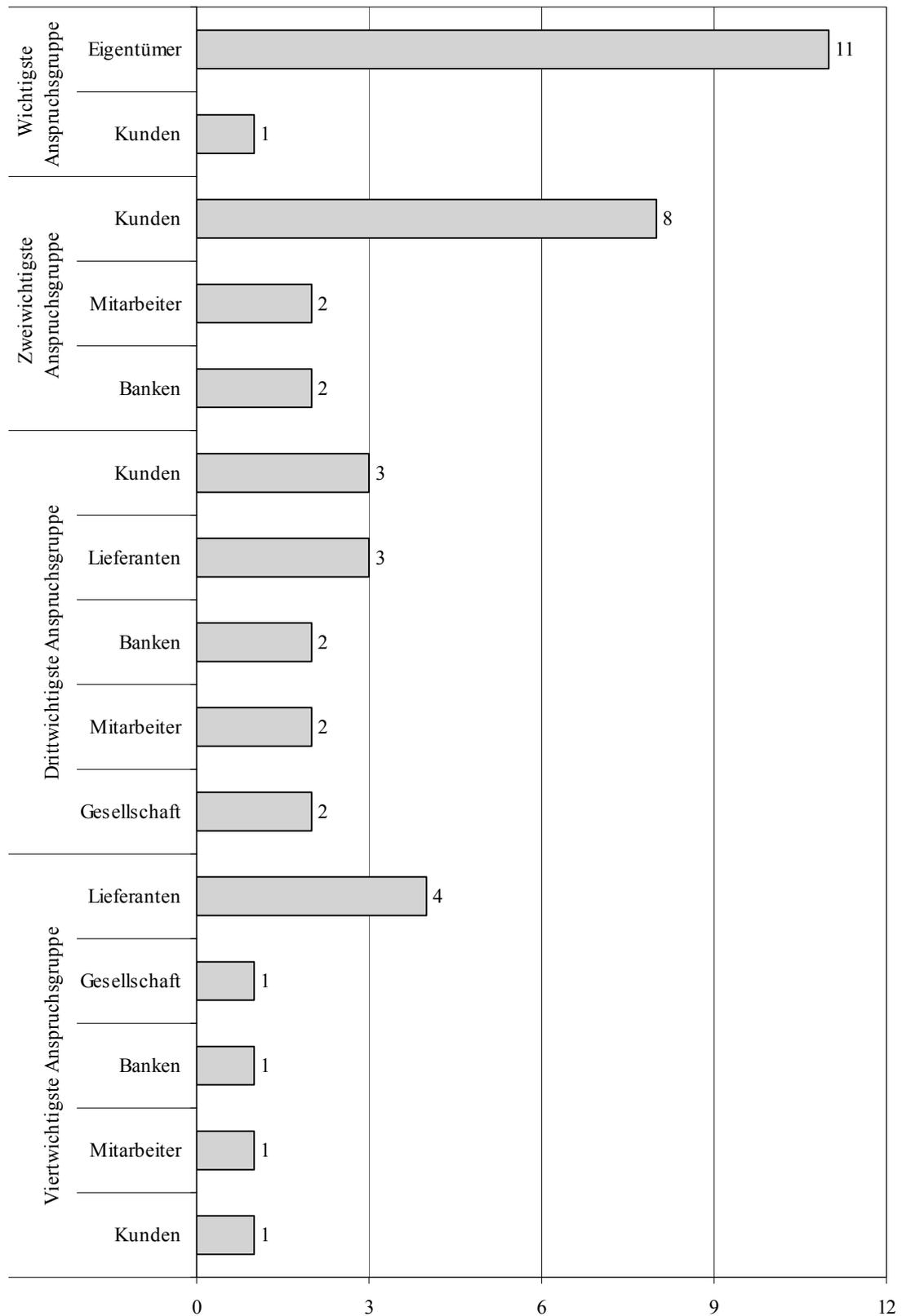


Abb. 22: Übersicht der wichtigsten Anspruchsgruppen.

6.3.2. Zielsetzung

6.3.2.1. Zieldimension

6.3.2.1.1. Finanzielle Kennzahlen

Auch bei der Vorgabe konkreter Zielvorgaben stehen traditionelle Kennzahlen im Vordergrund. Nur vier Unternehmen geben explizit Zielwerte für wertorientierte Spitzenkennzahlen vor. „(...) vor allem Ergebnis vor Steuern und Economic Value Added (...)“ (F). In diesen Fallstudien werden auch die finanziellen Werttreiber der jeweiligen Spitzenkennzahl operationalisiert, bspw. durch das (relative) Ergebnis nach Steuern im Verhältnis zum eingesetzten Kapital oder zu den Umsatzerlösen. In den restlichen 16 Unternehmen kommen vorwiegend traditionelle Kennzahlen zur Anwendung, um Zielwerte festzulegen. Folglich werden in diesen Fällen nur für einen Teil der finanziellen Werttreiber konkrete Zielwerte vorgegeben. Neun dieser Unternehmen geben ausschliesslich Zielwerte für Umsatz oder Ergebnis vor. In diesen Fällen werden das investierte Kapital oder die Kosten des eingesetzten Kapitals in der Vorgabe der Zielwerte vollständig ausgeschlossen. „Umsatzgrössen (...) und von da aus beschäftigen wir uns mit der Frage der Zielrendite von einzelnen Einheiten.“ (B) In den restlichen acht Unternehmen werden neben Umsatzerlösen und Ergebnis noch teilweise Zielwerte für ausgewählte Werttreiber wie Cashflow (6), Nettoumlaufvermögen (5) oder Kapitalrendite (4) vorgegeben.

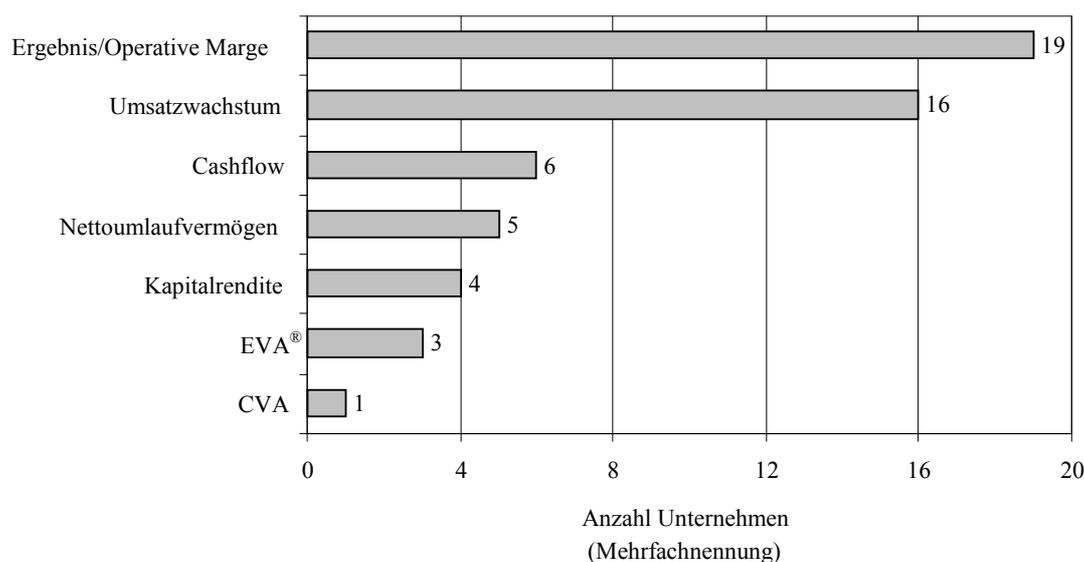


Abb. 23: Finanzielle Kennzahlen zur Zielvorgabe.

Die Eigenkapitalrendite ist als Kennzahl zur Zielvorgabe in keinem der Familienunternehmen von Bedeutung. Explizit formuliert dies CFO B:

„Nein, gibt es nicht. Aber es hört sich vielleicht kommoder an als es ist. Es gibt nicht eine Zahl. Es ist auch nicht Teil der Diskussion. Wir denken mehr wirklich im Sinne von Wachstum und sustainability. Also nachhaltiges Wachstum und was [das] eben bedeutet profitables Wachstum. Auch das kann man dann über Umsatzrenditen oder eben über absolute Ergebniswerte definieren und das geschieht auch. Und da gibt es durchaus auch Vorstellungen, in welche Richtung das gehen muss, geht aber nicht über eine Eigenkapitalrendite.“

Ausserdem werden Massnahmen zur Optimierung der Eigenkapitalrendite abgelehnt, um ein solides Finanzierungsverhältnis und eine niedrige Netto-Verschuldung beizubehalten.

„Das Unternehmerinteresse und meistens das Managementinteresse ist natürlich auch möglichst viel Eigenkapital eher zu haben. Man würde vorsätzlich sicher nicht das Eigenkapital runtersetzen. Damit bleibt dieser ganze Teil der Renditeoptimierung aussen vor.“ (B)

6.3.2.1.2. Nicht-finanzielle Kennzahlen

Analog zu den Beobachtungen im Zusammenhang der finanziellen Unternehmensziele nehmen die nicht-finanziellen Ziele in der Bestimmung von Zielvorgaben eine zentrale Rolle ein (N=15). In Abhängigkeit des jeweiligen Geschäftsmodells kommen an dieser Stelle geschäftsspezifische nicht-finanzielle Zielwerte zum Tragen. Dazu gehören bspw. Vertriebs- und Absatzziele (8), Produktivitätsziele (6), Marktanteilsziele (5) oder Innovationsziele (4).¹⁰⁷ Exemplarisch dafür kann Fallstudie A gesehen werden, welche zu den nicht-finanziellen Zielsetzungen gehört *„(...) die erste oder zweite Marktposition in jedem [für das Unternehmen] relevanten Markt zu erreichen, niedrige Ausschussquoten zu erzielen, die Produktivität der Mitarbeiter zu steigern und dem Wettbewerb technisch einen Schritt voraus zu sein (...)“*. In einigen Fällen

¹⁰⁷ Auf eine explizite Darstellung der nicht-finanziellen Zielwerte wird verzichtet, da diese sehr individuell sind und im Zusammenhang der Fragestellung nach dem Grad der Implementierung von Wertmanagement kaum zusätzliche Erkenntnisse erlauben.

haben diese Zielwerte sogar eine höhere Bedeutung als die finanziellen Zielwerte. CFO C betont bspw., dass die Planung von Zielwerten „(...) *weniger ein werteorientierter Planungsprozess im betriebswirtschaftlichen Sinne, sondern eine strategische Zielplanung von Massnahmen und Aktionen und von nicht-monetären Werten (...)*“ sei. Im Hinblick auf die Bedeutung der finanziellen Zielwerte führt CFO C weiter aus:

„Ich würde mal sagen, der betriebswirtschaftliche Teil, das EBIT und die G&V und die Bilanz und das alles, was wir in Kennziffern und was wir auch hinterher [an] Incentives dann vergüten, das ist eher das Abfallprodukt. Würde ich so sehen. Selbst ich als Kaufmann sage das. Im Fokus steht die Marktführerschaft, die Technologieführerschaft.“

Ausserdem gab ein wesentlicher Teil der CFO an, dass die Auswahl der Zielwerte stark durch das jeweilige gesamtwirtschaftliche Umfeld und die Situation des Unternehmens geprägt werde.

„Das wird eben abgestimmt: was ist notwendig, was ist möglich. Also eine stumpfe Vorgabe wie bei einem Finanzinvestor würde genau dem widersprechen, nämlich die langfristige Erhaltung des Unternehmens in dieser Struktur.“ (E)

6.3.2.1.3. Zielwerte pro Kennzahl

Obwohl die Zielvorgaben grösstenteils für traditionelle Kennzahlen gemacht werden, ergibt sich aus der Vorgabe der Zielwerte für das Ergebnis und die Kapitalrendite in allen Unternehmen ein positiver Wertbeitrag. Die Zielwerte für das Ergebnis bzw. die operative Marge (EBIT) liegen zwischen sechs und 15 Prozent.¹⁰⁸

„(...) die EBIT-Zielsetzung ist zehn Prozent. Zehn Prozent für die grossen Einheiten in Summe, also für die beiden Unternehmensbereiche, die beiden Flaggschiffe, zehn Prozent über alles (...)“ (C).

¹⁰⁸ Aus Gründen der Vertraulichkeit wird nicht näher auf spezifische Branchen oder Fallstudienunternehmen eingegangen. Diese Angaben waren zudem nicht in allen Fällen verfügbar. In einer separaten Auswertung wurden die Wertbeiträge anhand des EVA[®] überschlägig ermittelt.

Die Zielwerte für ROCE oder Brutto-Kapitalrendite liegen zwischen 15 und 30 Prozent. Im Vergleich mit industriespezifischen Kapitalkosten sowie nach Bereinigung der EBIT-Zielvorgaben um einen pauschalen Steuersatz von 25 Prozent weisen die Zielvorgaben der befragten Unternehmen alle eine positive Spanne zwischen NOPAT und absoluten Kapitalkosten bzw. ROCE und relativen Kapitalkosten auf. Ausserdem geben die befragten Familienunternehmen ambitionierte Wachstumsziele für den Umsatz zwischen fünf bis zehn Prozent vor. In der Regel soll das Wachstum organisch erzielt werden und nicht durch externes Wachstum (Akquisitionen) erreicht werden.

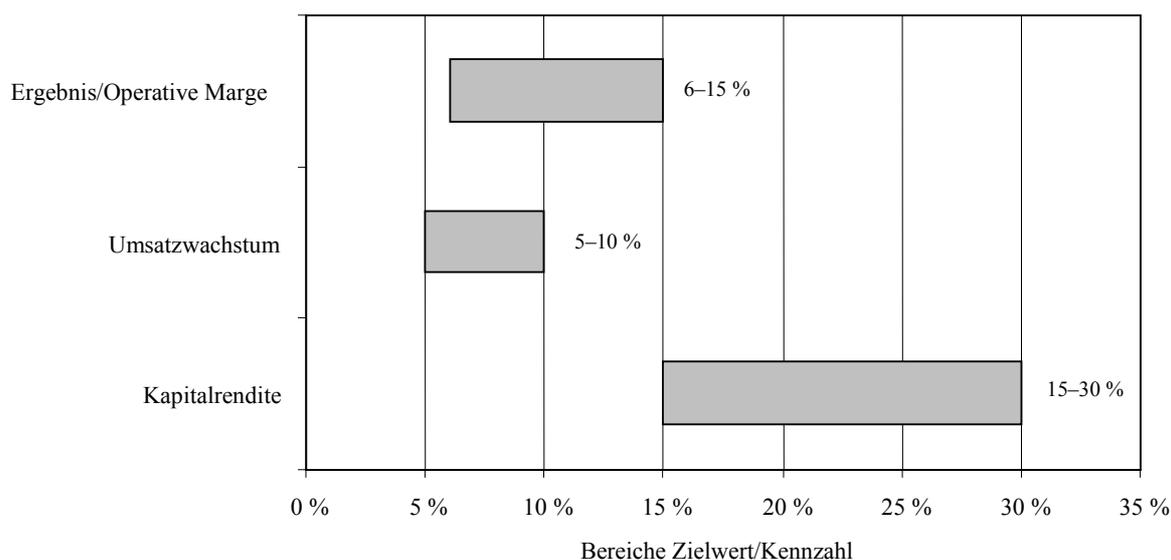


Abb. 24: Zielwerte für finanzielle Kennzahlen.

6.3.2.1.4. Zeitperspektive zur Zielerreichung

Im Hinblick auf die Zeitperspektive geben die Unternehmen an die Kennzahlen auf eine Perspektive von drei bis fünf Jahren zu planen. Selten werden längerfristige Planungen im Bereich zehn bis 20 Jahre vorgenommen. „[Planung] Einmal über den Zeitraum des nächsten Jahres als Budget für das Folgejahr plus vier weitere Jahre.“ (K) Diese Erkenntnis ist überraschend gegeben der sehr langfristigen Ausrichtung der Unternehmensführung der befragten Familienunternehmen. Man würde erwarten, dass auch die Planungen der Familienunternehmen längerer Zeithorizonte abdecken. Insofern entsprechen die Zeiträume, welche tatsächlich bei der Vorgabe von Zielwerten geplant werden, überwiegend nicht den sehr langfristigen Zielsetzungen der Familienunternehmen.

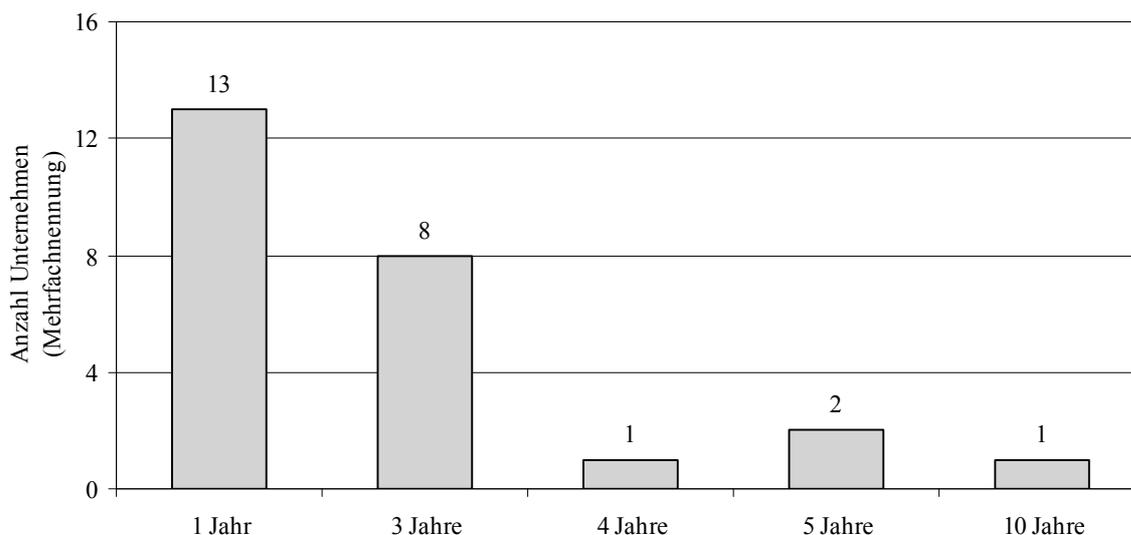


Abb. 25: Zeithorizont der Zielplanung.

6.3.2.2. Deduktionsbasis

Der Kapitalmarkt ist bei der Ableitung von Zielvorgaben wenig bedeutend. Vier Unternehmen verwenden durchschnittliche Kapitalkosten (*Weighted Average Cost of Capital*) als Anforderung an die Mindestverzinsung des eingesetzten Kapitals auf Gruppenebene. In diesen Unternehmen ist auch eine wertorientierte Kennzahl als Spitzenkennzahl implementiert. Ein weiteres Unternehmen setzt durchschnittliche Kapitalkosten lediglich als Mindestverzinsung des eingesetzten Kapitals auf Ebene der Geschäftsbereiche ein, aber misst nicht explizit den Wertbeitrag dieser Ebene wie CFO S beschreibt:

„Also auf der einen Seite haben wir für die Teilkonzerne eine Kapitalkostenrechnung, also eine Weighted Average Cost of Capital-Rechnung, und natürlich ist erst einmal die Mindestanforderung, wenigstens einmal die Kapitalkosten des Teilkonzerns zu verdienen. Aber natürlich liegt die Zielvorstellung in der Regel darüber und die ist dann teilweise auch von Teilkonzern zu Teilkonzern unterschiedlich (...).“

In den restlichen Fallstudien sind durchschnittliche Kapitalkosten weder auf Gruppenebene noch auf Ebene der Geschäftsbereiche als Mindestverzinsungsanforderung des eingesetzten Kapitals Teil der Zielsetzung (15). *„Nein, bei uns ist das keine Steuerungsgrösse gegenüber den Ebenen, die unter der*

Gruppengeschäftsführung sind, sondern ist ganz klar gesteuert [nach] Umsatzrendite (...).“ (G)

Deutlich bedeutender sind bei der Vorgabe von Zielwerten die historische Entwicklung des Unternehmens (14) sowie die spezifischen Vorstellungen der Eigentümerfamilie (11).

„Das ist historisch gewachsen, dass das Unternehmen aus seiner Historie heraus eigentlich eine schöne Entwicklung genommen hat und man über Jahre ein qualitativ gutes Ergebnis schreiben konnte und an das gewöhnt man sich natürlich dann und verinnerlicht das dann, aus Sicht der Eigentümer jetzt und schreibt da vor: ‚Irgendwo auf dem Level waren wir und da wollen wir eigentlich auch bleiben.‘“ (L)

In den seltensten Fällen sind Benchmark-Vergleiche (3) oder Zielwerte des Kapitalmarktes (1) Grundlage für die Zielvorgabe. Wie diese Gliederung zeigt, werden von den Unternehmen typischerweise mehrere Referenzpunkte gewählt, um die zukünftigen Zielvorgaben abzuleiten. *„Langfristziele werden aus Benchmarks im Wesentlichen abgeleitet. Also Branchen-Benchmarks. Kurzfristziele im Machbaren zwischen Ist-Situation und Zielsituation.“ (F)* Die geringe Bedeutung von Benchmark-Vergleichen ist oft darin begründet, dass kaum Informationen zur Geschäftsentwicklung vergleichbarer Unternehmen verfügbar sind.

„Es gibt leider sehr wenige Wettbewerber, von denen wir aktuelle Zahlen haben. (...) Früher waren diese zum Teil börsennotiert. Da war es einfach an Vergleichsdaten zu gelangen.“ (U)

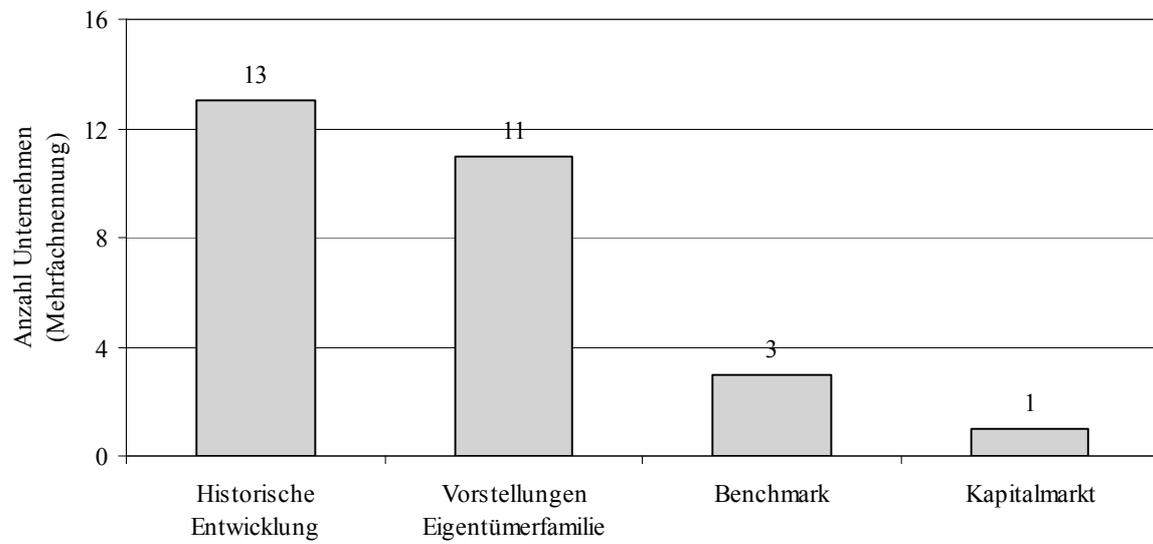


Abb. 26: Deduktionsbasis für die finanziellen Zielvorgaben.

6.3.2.3. Zielbildungsprozess

In 13 Unternehmen erfolgt der Zielbildungsprozess im Gegenstromverfahren. Die Zielvorgaben der Unternehmensleitung oder der Eigentümer werden dabei in Abstimmung mit niedrigeren Hierarchieebenen gebildet. „(...) *Das ist schon ein Top-Down-Prozess, aber es kommen eben auch von unten Zahlen und das da werden auch Schleifen gezogen, ja.*“ (C) In sieben Unternehmen werden Zielvorgaben durch die Unternehmensleitung oder die Eigentümer fest vorgegeben (*Top-Down*). „*Auf Ebene der Segmente wird das Folgejahr komplett durchgeplant und für den mehrjährigen Zeitraum in einem Top-Down-Approach (...).*“ (K)

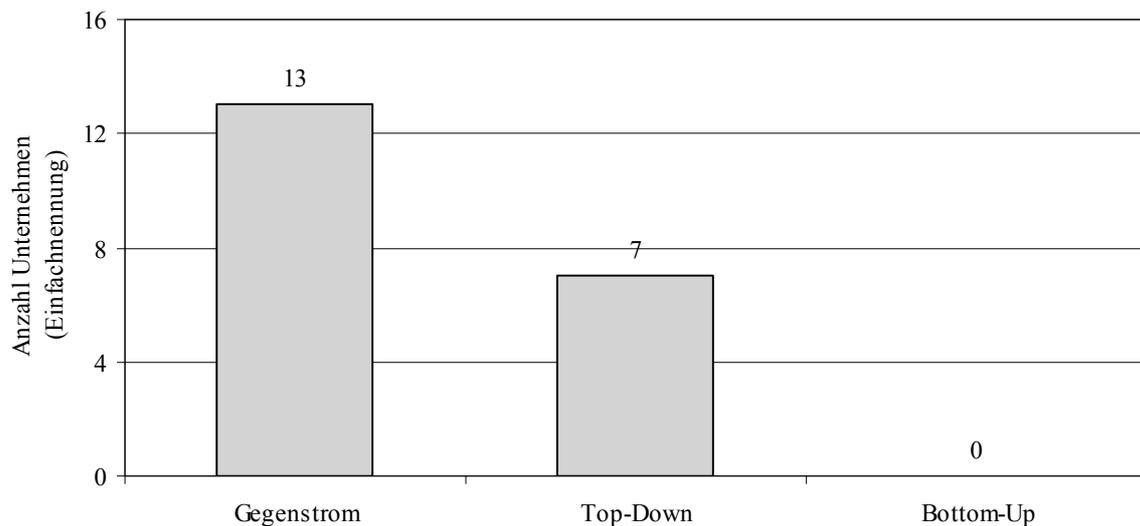


Abb. 27: Prozess der Zielbildung.

6.3.3. Leistungsmessung

6.3.3.1. Kennzahlen zur Leistungsmessung

6.3.3.1.1. Ebene Unternehmensgruppe

Sowohl auf Ebene der Unternehmensgruppe als auch auf Ebene der Teileinheiten der untersuchten Familienunternehmen werden selten explizit wertorientierte Spitzenkennzahlen zur Unternehmenssteuerung eingesetzt. Nur vier Familienunternehmen setzen wertorientierte Spitzenkennzahlen konsequent zur Leistungsmessung ein. Zu den verwendeten Kennzahlen gehören in drei Unternehmen EVA[®] (F, K, R) und in einem Fall CFROI bzw. CVA (E). In diesen Unternehmen sind auch die Anreiz- und Vergütungsstrukturen des Managements (zumindest teilweise) an die jeweilige wertorientierte Spitzenkennzahl geknüpft.¹⁰⁹

„Wertmanagement wird mit dem Thema CFROI verbunden. Das ist unsere Spitzenkennzahl und auch im Reporting finden wir eine absolute Grösse im Sinne von CVA. (...) Das ist sehr bekannt, weil über den Konzern, ich schätze mal 300 Leute, vielleicht mehr, an dieser Spitzenkennzahl hängen und insoweit die Diskussion dort sehr gross ist.“ (E)

Diese Erkenntnisse spiegeln die Beobachtungen im Zusammenhang der Unternehmensziele und der Zielsetzung der Familienunternehmen. In den restlichen 16 Familienunternehmen werden vorwiegend relative oder absolute Ergebniskennzahlen eingesetzt. Insgesamt dominieren deshalb traditionellen Steuerungskennzahlen wie ergebnisbezogene Kennzahlen (sowohl absolute als auch im Verhältnis zu den Umsatzerlösen) (20), Cashflow (11), Umsatzerlöse (10), Nettoumlaufvermögen (7), Kapitalrendite (5) oder die absolute Höhe der Investitionsausgaben (3).

¹⁰⁹ In 6.3.4. sind detaillierte Informationen zu den Vergütungssystemen der Führungskräfte der befragten Familienunternehmen zu finden.

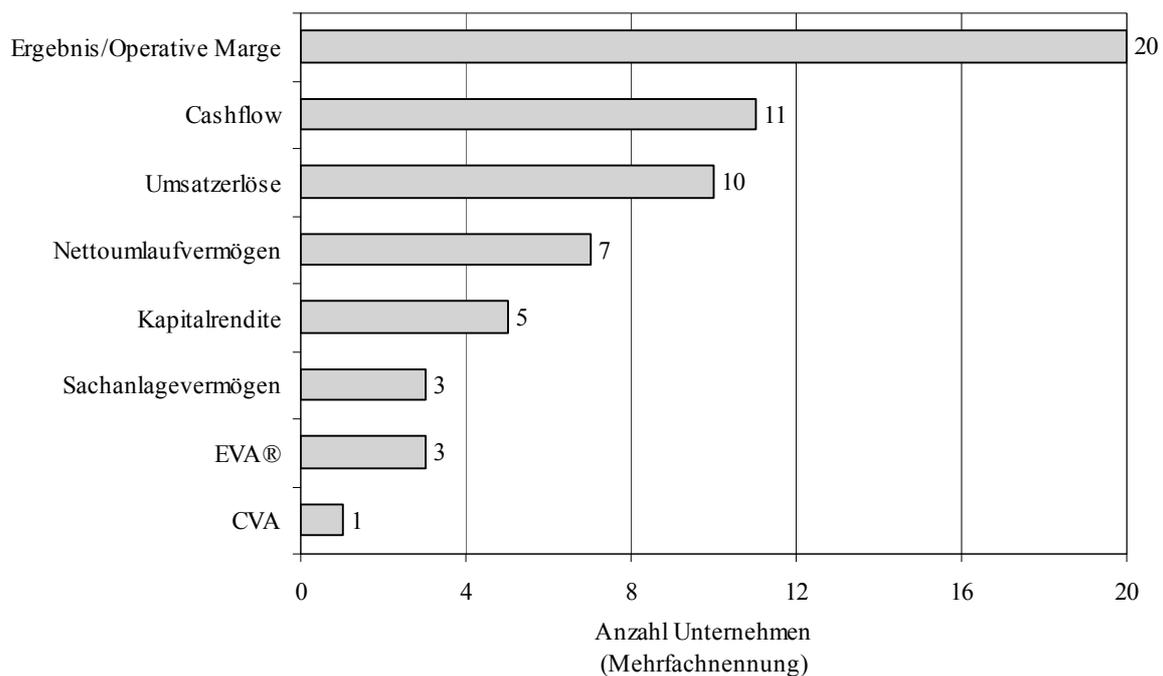


Abb. 28: Kennzahlen zur Leistungsmessung.

Allerdings hat ein weit grösserer Teil bereits Erfahrung mit wertorientierten Steuerungskonzepten gesammelt. In der Summe sind es fünf weitere Unternehmen, die dazu zu zählen sind. Nur nimmt die wertorientierte Spitzenkennzahl in der Steuerung dieser Unternehmen noch keine zentrale Bedeutung ein: „(...) zur Steuerung setzen wir ihn [EVA®] aber noch nicht ein. Das Thema Incentivierung usw., das hängt im Moment noch von den traditionellen Kennzahlen ab (...)“ (Q). So umfasst bspw. nur ein Teil des Reportings an die Eigentümer die Kennzahl EVA® (U), die Kennzahl wird lediglich einmal jährlich zu Vergleichszwecken ausgerechnet „(...) EVA®-Berechnung auf Jahresbasis aber heute keine Steuerungsgrösse, noch nicht (...)“ (P, Q) oder die Implementierung von EVA® ist erst in Planung „(...) liegt auf dem Tisch, aber derzeit fraglich, wie EVA® praktisch eingeführt werden kann (...)“ (T).

Ein weiteres Familienunternehmen berechnet den EVA® zwar, aber die Kennzahl hat im Zeitverlauf in der Unternehmenssteuerung an Bedeutung verloren, weshalb sie in der Unternehmenssteuerung nur von geringer Relevanz ist, wie die Aussage von CFO C verdeutlicht: „Es gibt auch andere [Kennzahlen], es gibt auch EVA®. Das läuft aber eher am Rande mit. (...) Der EVA® ist in der Begleitrechnung. Wir hatten mal EVA® als eine der Kennziffern auch im Topmanagement drin. Haben wir uns von gelöst

wieder.“¹¹⁰ Die Bedeutung der Kennzahl EVA[®] beschreibt CFO I wie folgt: „Denke ich schon mal kurz drüber nach, wenn wir auf die Bilanz schauen, aber ansonsten nicht.“ Zusammenfassend basieren in diesen Fällen die variablen Anreiz- und Entlohnungsstrukturen (noch) nicht auf einer wertorientierte Spitzenkennzahl. Vielmehr kommen wertorientierte Kennzahlen hier vor allem oberflächlich zur Anwendung. Insgesamt ist auffällig, dass das EVA[®]-Steuerungskonzept in der Praxis dominiert. Nur eins von acht Unternehmen, welches aktuell eine wertorientierte Spitzenkennzahl zur Steuerung einsetzt oder plant dies zukünftig zu tun, greift auf das CVA-Konzept zurück.

Es fällt ausserdem auf, dass nur ein geringer Teil dieser 15 Unternehmen (I, C, O, Q, S) überhaupt eine führende bzw. die zentralen Steuerungskennzahlen zur Leistungsmessung ihres Unternehmens identifizieren kann.¹¹¹ In diesen Fällen weisen die CFO darauf hin, dass die Bedeutung der Kennzahlen vor allem mit der Vergütung des Managements zusammenhinge. So werden die Kennzahlen auch im Rahmen der Unternehmenssteuerung als besonders wichtig wahrgenommen, die letztlich auch die variable Vergütung des Managements beeinflussen. Die Aussage von CFO C verdeutlicht dies:

„Wir haben sicherlich in Summe gut 20, 30 wesentliche Kennziffern. Aber die letztendlich dann auch ins Portemonnaie kommen und incentiviert werden, das ist wiederum nur die eine Seite. Nur das relative Betriebsergebnis. Sie würden sagen die EBIT-Marge.“

Insofern ist eine Analyse der heutigen zentralen Steuerungskennzahlen nur erschwert möglich. Vor diesem Hintergrund kann die Analyse der aktuellen Anreiz- und Vergütungssysteme der befragten Familienunternehmen mehr Aufschluss über die Kennzahlen geben, die tatsächlich das Verhalten des Managements beeinflussen.

¹¹⁰ Im zweiten Teil der empirischen Studie wird untersucht, welche Faktoren eine zunehmende bzw. abnehmende Wertorientierung in den befragten Familienunternehmen bedingen. An dieser Stelle wird zunächst der Stand der Implementierung im Fallvergleich analysiert.

¹¹¹ In einigen Fällen haben die CFO auch unbewusst im selben Gespräch widersprüchliche Aussagen im Hinblick auf die wesentlichen Steuerungskennzahlen ihres Unternehmens gemacht, sowohl hinsichtlich der Definition der Steuerungskennzahlen (vor oder nach Steuern, inkl./exkl. ausserordentliches Ergebnis) als auch angesichts der Kennzahlen selber (Ergebnis vor Steuern, Umsatzrendite, Kapitalrendite etc.).

„Bestimmte finanzielle Kenngrössen wie zum Beispiel Umsatz oder Umsatzwachstum und EBITA oder IBT bei der Geschäftsführung sind massgeblicher Teil der Incentivierung. Insofern ist die Awareness schon relativ gross.“ (B)

6.3.3.1.2. Teileinheiten des Unternehmens

Von den vier Familienunternehmen, die eine wertorientierte Spitzenkennzahl in der Unternehmenssteuerung implementieren, wird diese aktuell nur in zwei Fällen auch zur Leistungsmessung von Teileinheiten des Unternehmens wie Geschäftsbereichen oder Divisionen verwendet (F, R). In diesen Fällen wird die wertorientierte Kennzahl so tief wie möglich in der Organisation verankert, sofern die Verfügbarkeit von Bilanzen sowie Erfolgsrechnungen gegeben ist und die Kennzahlen durch das lokale Management noch beeinflussbar sind. So wird die Kennzahl EVA[®] in den Fallstudien F und R bis auf die Werksebene herunter gebrochen (F, R). In den anderen beiden Fällen wird die Kennzahl derzeit nur auf Gruppenebene berechnet (E, K). CFO F schildert die Verankerung der EVA[®]-Kennzahl in der Organisation bis auf Ebene des einzelnen Werkes:

„Zunächst mal geht die EVA[®]-Steuerung relativ weit runter im Hause X. Die geht also bis auf Werksebene runter. Und dadurch, dass wir x Standorte haben, ist das schon relativ eng, was ich hier als Steuerungsobjekt [habe] und dann wird parallel aufgelöst nach Werttreibern, aber streng nach dem Werthebelbaum. Also weniger Einflussgrössen, die nur abgeleitet Einfluss haben auf den EVA[®].“

Betreffend der Operationalisierung der wertorientierten Spitzenkennzahl in den Teilbereichen des Unternehmens verfeinert CFO R:

„Da haben wir einen Anspruch, da sagen wir: ‚Ihr [Werke] müsst so und so viel bringen, um den Rest [Zentralbereiche] irgendwie auch zu ernähren, der euch da was hilft, auf Gesamtunternehmenssicht.‘ Aber das ist die Messgrösse. Das heisst EVA[®]-Unternehmen und Geschäftsbereich und da drunter [Werksebene] auf das Beeinflussbare.“

In den restlichen Fällen orientiert sich die Ausgestaltung der Leistungsmessung an den Kennzahlen, die auch auf Gruppenebene zur Unternehmenssteuerung eingesetzt werden. Auf die Frage, ob die Kennzahlen, die auf Gruppenebene gemessen werden, auch auf Ebene der Teilbereiche gemessen werden steht beispielhaftes Zitat von CFO B: *„Eigentlich sehr ähnlich. So wie eben: Umsatz, Umsatzwachstum und dann vor allem dieses Operating EBITA als Kerngrösse der Ergebnissteuerung.“*

6.3.3.2. Investitionsrechnung

6.3.3.2.1. Typ der Investitionsrechnung

Bis auf zwei Studienteilnehmer werten alle befragten Familienunternehmen ihre Investitionsvorhaben anhand formalisierter Investitionsrechnungsverfahren aus. Von diesen 18 Unternehmen berücksichtigen zehn Unternehmen ausschliesslich eine Investitionsrechnung. In den restlichen acht Unternehmen werden mehrere Verfahren zur Auswertung der Vorteilhaftigkeit von Investitionen eingesetzt. Sofern nur ein Verfahren zur Investitionsrechnung eingesetzt wird, kommt in sieben Fällen das Kapitalwert-Verfahren zur Anwendung und in jeweils einem weiteren Fall die durchschnittliche Kapitalrendite (A) und die Amortisationsdauer (U). *„Die Standardmethode ist hier eine Net Present Value-Methode.“* (B) Sofern mehrere Investitionsrechnungsverfahren gleichzeitig zur Anwendung kommen, ist eine Kombination des Kapitalwerts mit anderen dynamischen Verfahren wie dem internen Zinsfuss (IRR) oder weiteren statischen Verfahren wie der durchschnittlichen Kapitalrendite oder der Amortisationsdauer zu beobachten.

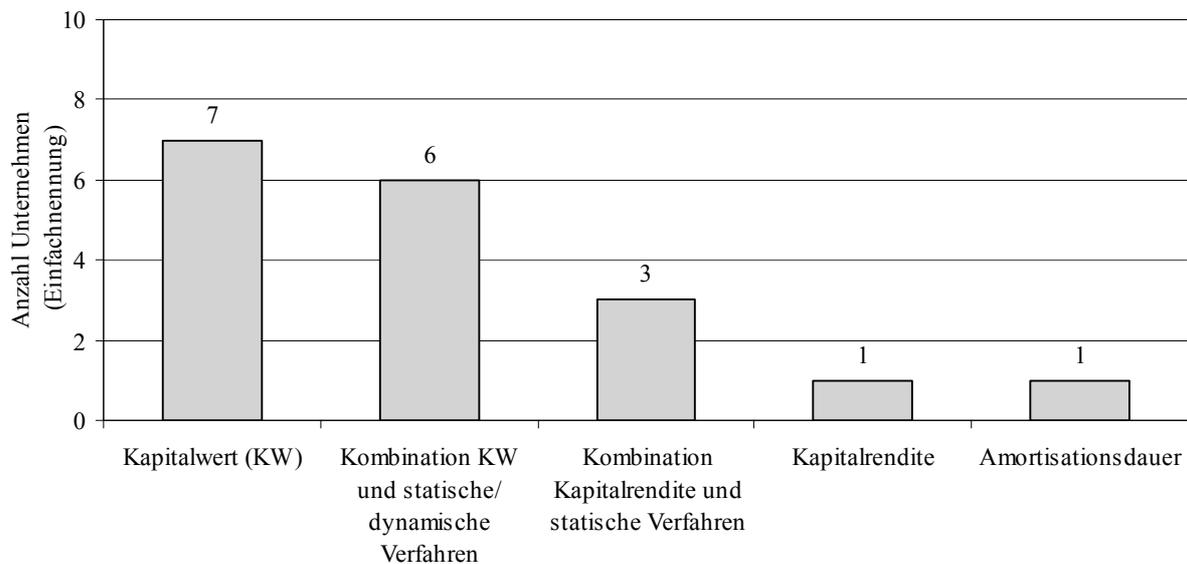


Abb. 29: Übersicht der Investitionsrechnungsverfahren.

Zusätzlich wird von einigen CFO darauf hingewiesen, dass je nach Typ der Investition unterschiedliche Bewertungsverfahren herangezogen werden: abgrenzbare Investitionen für neue Geschäftsbereiche, Ersatz- und Rationalisierungsinvestitionen. Während Investitionen in neue Geschäftsbereiche anhand relativ formalisierter Methoden vorgenommen werden, werden kleinere (Ersatz-)Investitionen oder Investitionen, die notwendig sind um ein spezifisches Geschäft überhaupt weiter betreiben zu können, häufig ohne dedizierte Investitionsrechnung verabschiedet oder anhand einer vereinfachten Rechnung ausgewertet. So berichtet CFO D:

„Also Payback-Zeit, wenn es nicht um so genannte strategische Investitionen geht, dass wir sagen wir gehen mit einer Grossinvestition in eine Markterweiterung rein oder eine langfristige Absicherung des Marktes. Kurzfristigere Investitionen, Rationalisierungsinvestitionen, müssen eigentlich eine Payback-Zeit von auf jeden Fall kleiner vier Jahre bringen.“

In den beiden Fällen, in welchen keine formalisierte Investitionsrechnung durchgeführt wird, ist die jährliche Investitionssumme gemessen an den Umsatzerlösen der Unternehmen relativ gering (ca. drei Prozent). Deshalb ist die Bedeutung eines formalisierten Investitionsrechnungsverfahrens in diesen Familienunternehmen geringer. Allerdings schildert CFO M, dass in einem Fall bewusst keine

Investitionsrechnung durchgeführt wurde, obwohl das Investitionsvolumen absolut sehr hoch war (> EUR 30 Mio.).

„Die letzte grössere Investition, oder das war auch die grösste in unserer Unternehmensgeschichte, ist der Bau eines neuen Logistikzentrums hier nebenan gewesen. Grössenordnung irgendetwas um x Millionen. Wir haben festgestellt, dass wir mit der bestehenden Logistik hier nicht weiterkamen und mussten also sukzessive dezentrale Aussenlager anmieten hier in der Region. Irgendwann können Sie diese Verteiltheit nicht mehr managen, da haben Sie überall Ware stehen, das wird viel zu komplex, Sie sind nur noch am Hin- und Herfahren und wir haben ein Geschäft mit (...), wir müssen extrem zeitkritisch darauf achten, dass wir rechtzeitig am Markt sind. Also haben wir Logistiker, ich bin auch für die Logistik zuständig, wir brauchen ein neues Logistikzentrum, können dann alle dezentralen Lager schliessen, können das hier konzentrieren, fertig aus, haben das grob vorgeschrieben mit Herrn X, dem Inhaber, meinem Chef. Der hat gesagt: ‚Ok, macht mal.‘ Dann haben wir gemacht und irgendwann bin ich zu ihm hin und habe gesagt: ‚So, das ist es jetzt, das ist das Investitionsvolumen.‘ Da hat er natürlich erst mal geguckt, weil es viel Geld ist für ein Familienunternehmen und wir haben das dann auch noch einmal präsentiert und dann hat er mich gefragt: ‚Sind Sie davon überzeugt?‘ Dann habe ich gesagt: ‚Ja, wir müssen das machen und so ist es richtig.‘ Und dann hat er gesagt: ‚Dr. X [CFO des Unternehmens], wenn Sie [daran] glauben, dann machen wir es.‘ Und das war es.“

6.3.3.2.2. Anforderungen an die Mindestverzinsung

Sofern Investitionsvorhaben formalisiert ausgewertet werden, werden in 15 Unternehmen auch feste Anforderungen an die Mindestverzinsung gestellt (N=18). Drei Familienunternehmen machten keine Angaben zu den Mindestverzinsungsanforderungen (Q, K, S). Bei Anwendung des Kapitalwerts liegt die Mindestverzinsung zwischen sieben und zwölf Prozent. Diese Mindestverzinsungsanforderungen weisen darauf hin, dass wertsteigernde Investitionen vorgenommen werden. Amortisationszeiten liegen zwischen < 18

Monaten und 20 Jahren.¹¹² Für die durchschnittliche Kapitalrendite werden Zielwerte zwischen acht bis 20 Prozent vorgegeben. Nur in einem Fall ist ein Zielwert für den internen Zinsfuss erfassbar (I). Hier beträgt die Mindestverzinsungsanforderung 15 Prozent. In einigen Fällen werden aber keine festen Zielgrössen vorgegeben, sondern individuelle Ziele für jedes Investitionsprojekte festgelegt (L, N, O). In diesen Fällen schwankt die Renditeanforderung innerhalb einer bestimmten Bandbreite.

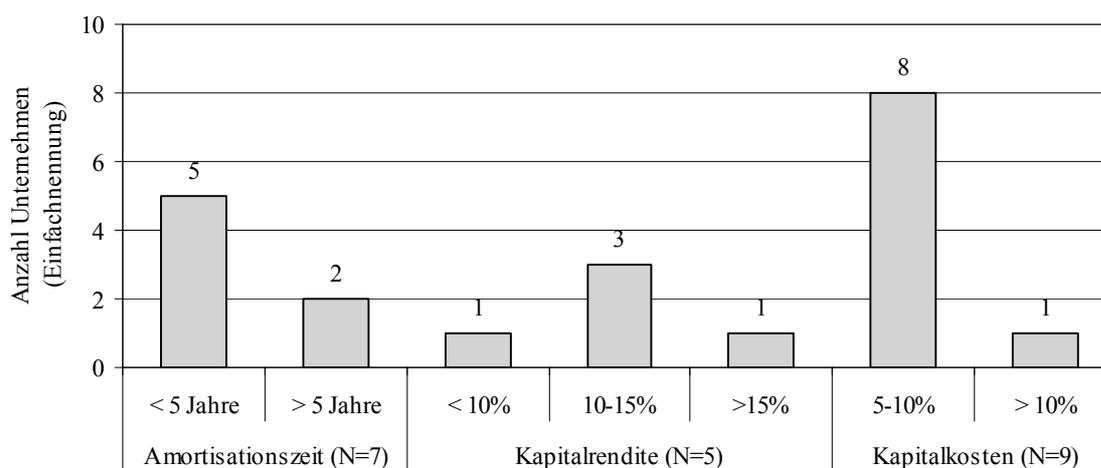


Abb. 30: Kriterien zur Auswertung der Vorteilhaftigkeit von Investitionen.

6.3.3.2.3. Herleitung der Mindestverzinsungsanforderung

Die Herleitung der Mindestverzinsungsanforderungen erfolgt in neun Fällen auf Basis von Erfahrungswerten und in neun Unternehmen auf Basis durchschnittlicher Kapitalkosten gemäss den theoretischen Anforderungen im Rahmen des Kapitalwert-Verfahrens.

„Das [Mindestverzinsungsanforderung] ist eher ein Erfahrungswert als hergeleitet. Also wir gehen auch nicht mit so sophisticated Dingen vor wie WACC (...) und diesen Dingen.“ (D)

¹¹² Diese Werte sind allerdings nur schwierig vergleichbar, da verschiedenste Investitionen auf diese Weise ausgewertet werden. Dazu gehören sowohl Ersatzinvestitionen wie einzelne Maschinen(-teile) (D) als auch Investitionen in Gebäude oder neue Standorte (O).

„Klassische Ableitung eines WACC und dann eben abgeleitet aus der Kapitalstruktur des Unternehmens.“ (F)

Sofern durchschnittliche Kapitalkosten zur Herleitung herangezogen werden, ist die Ermittlung in einem grossen Teil der Fälle eher pragmatisch. Die Kapitalkosten werden selten aktualisiert und auch nicht nach individuellen Projekten angepasst. *„Wurde bei der Einführung [der wertorientierten Unternehmensführung] gemacht und seitdem nicht verändert.“ (F)* *„Also wir überprüfen sie. (...) Anpassen tun wir sie aber extrem selten.“ (B)* CFO B äussert darüber hinaus auch Zweifel an der Relevanz der durchschnittlichen Kapitalkosten bei der Beurteilung von Investitionsvorhaben insbesondere im Rahmen von Akquisitionen: *„Also wir würden auch eine Akquisition nicht deswegen eher oder weniger eher tun, weil wir den Diskontfaktor von 10 auf 12 oder von 10 auf 8 gebracht haben. Das ist glaube ich ein Irrglaube das zu tun.“ (B)*

6.3.3.3. Balanced Scorecard

6.3.3.3.1. Ebene Unternehmensgruppe

Obwohl für die befragten Familienunternehmen nicht-finanzielle Ziele von zentraler Bedeutung sind, werden sie in der Leistungsmessung sehr selten in Form einer Balanced Scorecard systematisiert. Nur in zwei Familienunternehmen wird eine Balanced Scorecard zur Leistungsmessung eingesetzt, in welcher systematisch nicht-finanzielle Kennzahlen wie die operative Leistung des Unternehmens gemessen und mit den finanziellen Kennzahlen verknüpft werden (U, P).

„Nicht in dem klassischen Sinne, wie es so angelegt ist. Also ich würde sagen die allermeisten der Ratios, die die Balanced Scorecard verwenden und ja nur in einer bestimmten Anordnung bzw. in einer bestimmten Art und Weise anordnen, verwenden wir auch alle so. Wir verwenden nicht das Wort und nicht die Methodik so im klassischen Sinne.“ (B)

Ähnlich berichtet auch CFO D: *„Elemente der Balanced Scorecard existieren mit Sicherheit im Unternehmen. Sie wird aber nicht systematisch zusammengeführt und nicht regelmässig aktualisiert.“* *„Etwas der Balanced Scorecard Ähnliches.“ (R)* In anderen Fällen besteht Unsicherheit im Hinblick auf die Bedeutung einer Balanced Scorecard im Unternehmen: *„Ein paar Leute würden wahrscheinlich sagen: ‚Ja,*

schon. 'Eine ganze Menge: ,Ja, nicht.' [Es] ist nicht so, dass wir das in dem Masse eingeführt haben." (O) Allerdings werden nicht-finanzielle Kennzahlen und Werte regelmässig erhoben, nur nicht im Format einer Balanced Scorecard zusammengefasst. Dennoch wird in den meisten Fällen kein expliziter Bezug der nicht-finanziellen Kennzahlen zu den finanziellen Kennzahlen hergestellt. *„Nicht in Cent und Euro.“* (D) In einem Fall ist EVA[®] als Steuerungskennzahl implementiert, aber die nicht-finanziellen, operativen Treiber werden *„(...) gemessen aber ausserhalb des EVA[®]-Konzepts“* (F).

6.3.3.3.2. Teileinheiten des Unternehmens

Auf der Ebene der Teileinheiten der befragten Familienunternehmen zeigt sich ein ähnliches Bild wie auf Gruppenebene im Hinblick auf den Einsatz einer Balanced Scorecard. *„Wir haben das eben nicht in das Schema einer Balanced Scorecard gepresst.“* (F) So wird selten von einer Balanced Scorecard gesprochen. Allerdings ist ersichtlich, dass nicht-finanzielle Kennzahlen und Kennzahlensysteme dort deutlich häufiger zur Anwendung kommen als auf Ebene der Unternehmensgruppe: *„Nicht auf der Konzernebene, sondern primär dann in den Teilkonzernen und in den operativen Einheiten darunter. PPM-Kennzahlen oder Ausschussquoten, die sind natürlich in den einzelnen operativen Einheiten schon wichtige Kenngrössen, aber nicht auf der Gesamtkonzernebene.“* (S) Ähnlich berichtet auch CFO L. In dieser Fallstudie zeigt sich die höhere Bedeutung nicht-finanzieller Kennzahlen auf niedrigeren Hierarchieebenen und dass es kein unternehmensweit konsistent umgesetztes Steuerungsinstrument ist: *„Es gibt einzelne Unternehmen, Tochterunternehmen, die das machen, aber es ist nicht flächendeckend. Es gibt einzelne Unternehmen, die das als individuelle, lokale Lösung ansetzen und auch betreiben.“*

6.3.4. Vergütung

6.3.4.1. Hierarchiestufen

In den befragten Familienunternehmen existieren auf allen Hierarchieebenen und Funktionen des Unternehmens variable Gehaltsbestandteile (20). Nachfolgend liegt der Fokus aber insbesondere auf den Anreiz- und Vergütungsstrukturen des Managements auf den oberen Hierarchieebenen. Somit werden die Anreizstrukturen von Mitarbeitern in spezifischen Funktionsbereichen (bspw. Produktion oder Vertrieb) sowie auf niedrigeren Hierarchieebenen nicht betrachtet.

6.3.4.2. Bemessungsgrundlage

6.3.4.2.1. Objektive oder subjektive Bemessungsgrundlage

Zunächst stellt sich die Frage, inwieweit die variable Vergütung des Managements überhaupt nach objektiven Kriterien erfolgt. Insgesamt wird die variable Vergütung des Managements überwiegend auf der Basis objektiv nachvollziehbarer Kriterien gewährt (18). Nur zwei Familienunternehmen geben an, dass die variable Vergütung ausschliesslich auf der subjektiven Einschätzung der Vorgesetzten bzw. der Eigentümerfamilie basiert. Es muss nach Hierarchiestufe des Managements unterschieden werden, um differenziert darstellen zu können, inwieweit die variable Vergütung objektiv erfolgt. In der überwiegenden Anzahl der Fälle bemisst sich die Vergütung der obersten Hierarchiestufe des Managements¹¹³ ausschliesslich nach objektiven Kriterien (10). In den anderen Fällen wird das oberste Management basierend auf einer Mischung subjektiver und objektiver Kriterien entlohnt (8). Im Falle niedrigerer Hierarchiestufen des Managements¹¹⁴ wird deutlich häufiger auf Basis einer Mischung subjektiver und objektiver Kriterien entlohnt (14) und nur in wenigen Fällen auf vollständig objektiver Basis (4). Trotz objektiver Bemessungsgrundlage (BMG) der variablen Vergütung beschreibt CFO R, gleichzeitig persönlich haftender Gesellschafter, dass die Eigentümerfamilie durchaus Ausnahmen von den objektiven Regelungen beschliesst. So wurde die variable Vergütung in einem Jahr explizit von den Kennzahlen entkoppelt, da besonders hohe F&E-Ausgaben durch

¹¹³ Dazu gehören bspw. Konzerngeschäftsleitung, Vorstand und Gruppengeschäftsleitung.

¹¹⁴ Dazu gehören bspw. Geschäftsbereichsleitung, Abteilungsleitung und Bereichsleitung.

die geschäftsführenden Gesellschafter beschlossen wurden, die durch das Management nicht beeinflussbar waren.

„Wir haben mal unsere sechs Prozent [EVA[®] in Prozent-Umsatz] definiert. Wir hatten aber auch Jahre wo die sechs Prozent oder auch nur kleine Bruchteile davon unrealistisch waren, aus verschiedenen speziellen Begründungen. Wenn ich also z. B. in einem Jahr nicht 60 Millionen in Forschung und Entwicklung stecke, sondern einen Wachstumsschub vor mir habe, wo ich 120 Millionen Forschung und Entwicklung mache, das auch nicht aktiviere und damit einen vollen Einfluss auf das EVA[®] habe, kann ich die Mitarbeiter nicht bestrafen, indem ich ihnen vollkommen den Bonus kürze. Das ist unfair und das hängt letztendlich an unserer Art Forschungs- und Entwicklungskosten nicht zu aktivieren, sondern die voll in die Kosten laufen zu lassen. In solchen Fällen haben wir für Einzeljahre den EVA[®]-Thread nach unten gelegt und den Mitarbeitern gesagt: ‚Nur dass ihr es wisst, ihr werdet dieses Jahr nicht an den sechs Prozent gemessen, sondern ihr werdet in diesem Jahr an zwei Prozent gemessen.‘ Solche Ausnahmeregelungen hat es gegeben, um die [Manager] nicht von vorne rein zu demotivieren.“

6.3.4.2.2. Kennzahlen der BMG für das Top-Management

Wieder werden oberste Geschäftsleitung und niedrigere Hierarchiestufen separat ausgewertet, da sich die finanzielle Bemessungsgrundlage in einigen Fällen unterscheidet. Im Grossteil der Fallstudien kommt nur eine Kennzahl als Bemessungsgrundlage zum Einsatz (14). In den restlichen Unternehmen kommen mehrere Kennzahlen zur Anwendung (4). Es lässt sich beobachten, dass in denjenigen Unternehmen, in welchen nur eine Kennzahl zur Anwendung kommt, weder wertorientierte Spitzenkennzahlen stark verbreitet sind noch die finanziellen Werttreiber ganzheitlich abgebildet werden. Inhaltlich handelt es sich in den meisten Fällen um das Ergebnis (9), Kapitalrendite (3)¹¹⁵ und EVA[®] (2). *„Da sehen Sie den Zusammenhang (...): ‚Was ist die Kerngrösse des Konzerns?‘ Das ist das Konzernergebnis vor Steuern und das zieht sich überall durch.“* (B) Allerdings bestehen deutliche Unterschiede innerhalb der befragten Familienunternehmen hinsichtlich der Definition des Ergebnisses. Hier werden von den Studienteilnehmern

¹¹⁵ Darunter fallen Gesamtkapitalrendite (2) und Eigenkapitalrendite (1).

genannt das Betriebsergebnis (A), EBIT (C, E, I, O), EBT (B, U), Jahresergebnis nach Gewerbesteuern (D) usw. Aus Sicht von Wertmanagement ist die Definition des Ergebnisses nicht irrelevant, da sowohl Fremdkapitalzinsen als auch Steuern massgebliche Werttreiber darstellen, die bspw. in einem Ergebnis vor Steuern nicht berücksichtigt werden (Rappaport, 1998). Diese Überlegung wird aber in keinem der Fallstudienunternehmen explizit angestellt. Vielmehr steht der Aspekt der Beeinflussbarkeit der variablen Vergütung durch das Management im Vordergrund. So wies CFO A darauf hin, dass selbst führende Mitarbeiter keinen Einfluss auf die steuerliche Belastung des Gesamtunternehmens oder der Teilbereiche hätten. Dies sei unter anderem auch darauf zurückzuführen, dass der persönlich haftende Gesellschafter wichtige Entscheidungen betreffend Produktionsstandorte selber trifft. Darüber hinaus läge die steuerliche Optimierung ausschliesslich in der Verantwortung des CFO.

Sofern mehrere Kennzahlen als Bemessungsgrundlage verwendet werden, ist dies in einem Fall der CFROI zusammen mit der Umsatzrendite (E), EBIT, Cashflow und Bestandteile des Nettoumlaufvermögens (I), EBT und Bestandteile des Nettoumlaufvermögens (U) und EBT und freier Cashflow (P). Im Gegensatz zu den Familienunternehmen, in welchen nur eine Kennzahl als Bemessungsgrundlage zum Einsatz kommt, werden die finanziellen Werttreiber im Fall dieser Unternehmen ganzheitlicher abgebildet. Allerdings werden die Kapitalkosten als Mindestverzinsungsanforderung an die Kapitalrendite auch nur in einem der Fälle (E) explizit berücksichtigt. CFO U hebt hervor, dass nicht alle finanziellen Werttreiber in der variablen Vergütung abgebildet werden, da die Investitionen durch das Management nur bedingt beeinflusst werden könnten:

„Die fixed assets lassen wir bewusst aus der Bemessung der Zielerreichung raus, da Investitionen ab einer bestimmten Grössenordnung ohnehin der Zustimmung der Geschäftsführung unterliegen.“ (U)

Aus strikter Wertsicht sollte es nur eine wertorientierte Spitzenkennzahl geben, auf deren Basis die variable Vergütung ermittelt wird (bspw. CFROI und Umsatzrendite). Der Leiter des Rechnungswesens von Fallunternehmen E macht für die Inkonsistenz verantwortlich, dass die Umsatzrendite bereits seit Jahren im Unternehmen bekannt sei und nicht einfach verändert werden könne:

„Das ist der Ausdruck im Grunde der Tatsache, dass der ROS [Return on Sales] viele Jahrzehnte absolut und alleinstehend im Vordergrund war (...).“

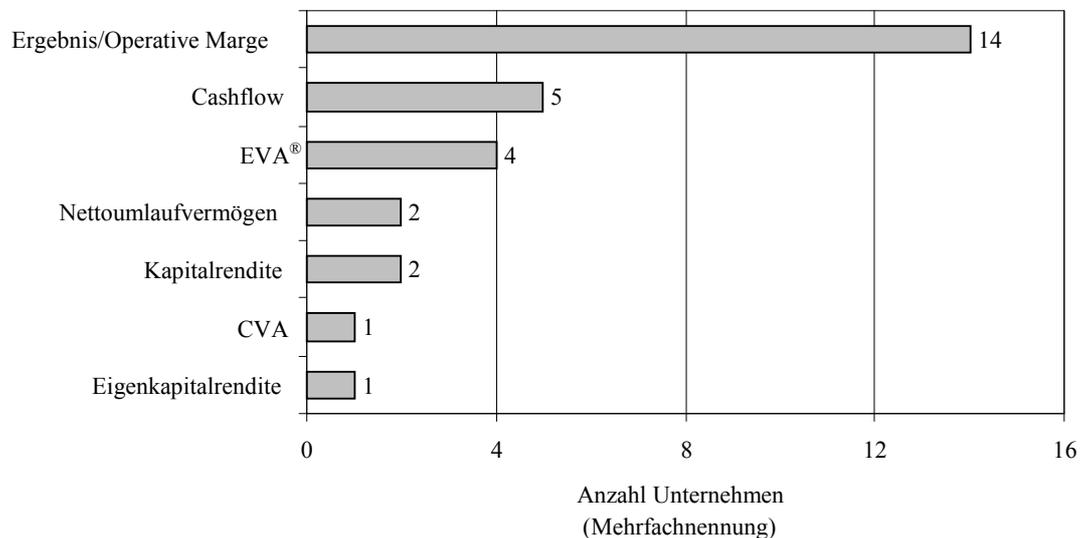


Abb. 31: Bemessungsgrundlage für die variable Vergütung des Managements.

6.3.4.2.3. Kennzahlen der BMG für niedrigere Hierarchieebenen

Auf niedrigeren Hierarchieebenen des Managements spiegelt sich bis auf wenige Ausnahmen die Vergütung der obersten Managementebenen (N= 14). Dies gilt sowohl im Hinblick auf die Anzahl der Kennzahlen, die zugrunde gelegt werden, als auch für die inhaltliche Ausgestaltung der Bemessungsgrundlage. In zwei Fällen wird auf oberster Ebene jeweils auf Basis der Kapitalrendite vergütet, während auf nachgelagerten Ebenen nur die Umsatzrenditen massgeblich für die variable Vergütung ist (G, L). „Immer nur Umsatzrendite.“ (G) Ein wesentlicher Unterschied ist aber, dass die finanziellen Kennzahlen in allen befragten Familienunternehmen einen deutlich geringeren Ausschlag für die variable Vergütung geben als dies auf der obersten Managementebene der Fall ist.¹¹⁶ Zusätzlich muss berücksichtigt werden, dass sich die Kennzahlen teilweise auf die Leistung des Gesamtunternehmens oder nur ausgewählter Teilbereiche beziehen. Während auf oberster Unternehmensebene in der Regel die Leistung des Gesamtunternehmens ausschlaggebend ist, ist auf niedrigeren

¹¹⁶ Auf Ebene Top-Management hängt die variable Vergütung nicht selten zu 100 % von der Entwicklung der finanziellen Kennzahlen auf Gruppenebene ab. Auf niedrigeren Hierarchiestufen ist dieser Anteil häufig deutlich niedriger.

Hierarchieebenen normalerweise nur die Leistung des zu verantwortenden Geschäftsbereichs ausschlaggebend für die variable Vergütung.

„Der Vorstand ausschliesslich EVA[®] [EVA[®]-Unternehmensgruppe]. Die Geschäftsführungen der Geschäftsbereiche ausschliesslich EVA[®], wobei hier 50/50, 50 Prozent Geschäftsbereichs-EVA[®] und 50 Prozent Gruppen- EVA[®]. Auf den Ebenen darunter immer mindestens 50 Prozent EVA[®] in der Regel mit einer Mischung aus direktem Verantwortungsbereich, Geschäftsbereich und Gruppe. Und da kommen dann noch differenziertere Ziele dazu.“

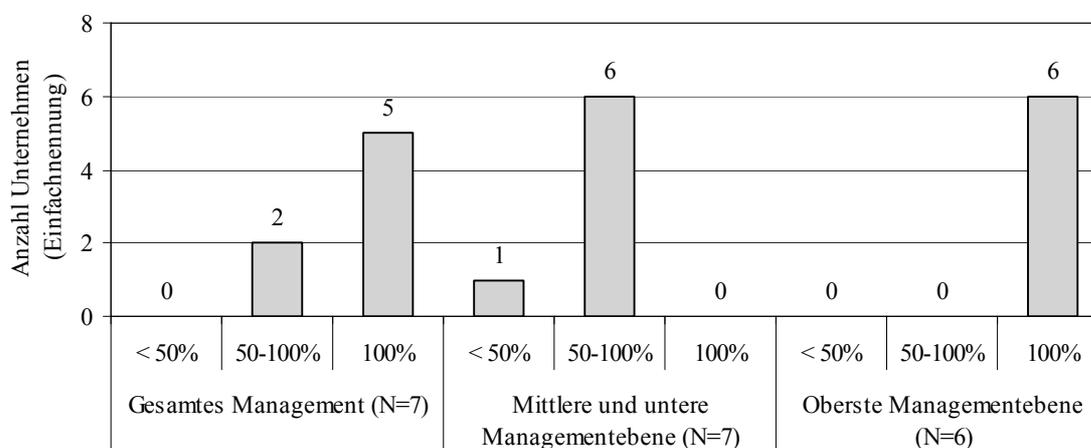


Abb. 32: Anteil der variablen Vergütung determiniert durch BMG.

6.3.4.2.4. Mechanismus zur Bestimmung der variablen Vergütung

Bei den befragten Familienunternehmen sind grob drei verschiedene Arten der Festlegung der variablen Vergütung zu beobachten. Dazu gehören das Budget (6), die Auszahlung eines festgelegten Anteils des erzielten Ergebnisses (6) und absolute Zielvorgaben (5) (N=19).

„Da gibt es Zielwerte für Umsatz, für Betriebsergebnis für Cashflow und dann gibt es eben eine 100-Prozent-Zielerreichungslinie. Dann gibt es einen Korridor, der festgelegt wird: nach unten bis zu 50 Prozent noch anteilig variable Vergütung oder bis 150 Prozent. Bei 150 Prozent [ist] im Grunde ein

Cap eingezogen und wenn die Werte bei 50 Prozent unterschritten werden, dann gibt es gar keine variable Vergütung.“ (S)

„Es wird ein Teil des Ergebnisses an die Mitarbeiter vergütet.“ (D)

„Das Budget spielt bei uns keine Rolle. Das kenne ich auch von anderen Unternehmen. (...) Dann könnte man ja dazu neigen eine nicht so anspruchsvolle Planung zu machen und unsere Planung ist in der Regel sowieso immer konservativ. (...) die [variable Vergütung] kriegt er, wenn wir x Prozent Umsatzrendite fahren.“ (C)

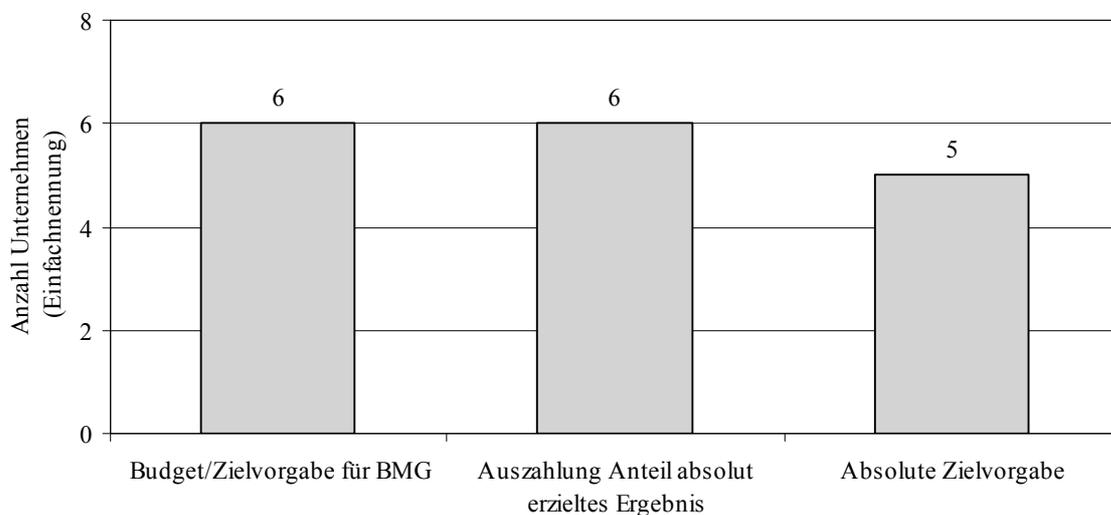


Abb. 33: Mechanismus zur Bestimmung der variablen Vergütung.

6.3.4.3. Auszahlungsart und Höhe

6.3.4.3.1. Zeitpunkt der Auszahlung

In den seltensten Fällen wird die variable Vergütung einbehalten (3). In der Regel wird die variable Vergütung im Anschluss an die Feststellung des Jahresabschlusses in bar ausbezahlt (17).¹¹⁷ Sofern die variable Vergütung einbehalten wird, setzen sich die Entlohnungsstrukturen des Managements aus einer jährlichen und einer mehrjährigen Erfolgsbeteiligung zusammen, die in den befragten Familienunternehmen nach drei bis vier Jahren zur Auszahlung kommt (F, K, S). Die variable Vergütung basiert in diesen

¹¹⁷ In einem dieser Fälle wird die variable Vergütung unterjährig rollierend, d. h. 12 x pro Jahr ausbezahlt.

Fällen auf derselben Bemessungsgrundlage wie die kurzfristige Vergütung, aber bezieht mehrere Jahre Entwicklung ein. In diesen drei Fallstudien ist auch zu beobachten, dass die Bemessungsgrundlage zumindestens teilweise auf einer expliziten wertorientierten Kennzahl basiert (N=19). Den Mechanismus beschreibt CFO F wie folgt:¹¹⁸

„Wir haben zwei Schemata der variablen Vergütung. Einen Short-term-Bonus, also jährlichen Bonus, der auf einem Jahresziel basiert, was auch Ende des Solljahres erst festgelegt wird, und wir haben einen long-term [Bonus], der auf drei Jahre geht. Beide beruhen auf EVA[®]-Zielsetzungen.“

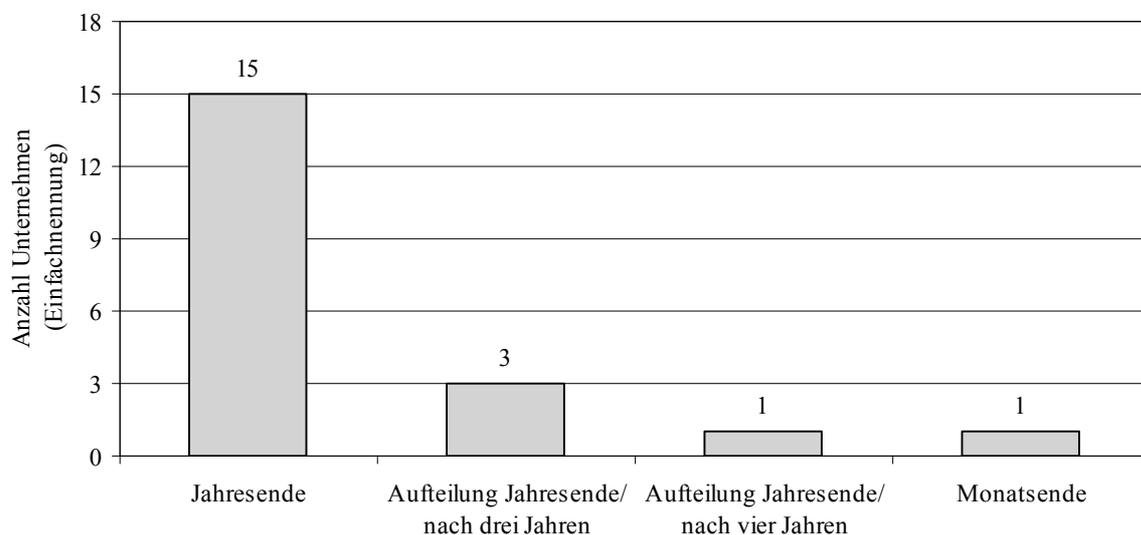


Abb. 34: Auszahlungszeitpunkt der variablen Gehaltskomponente.

6.3.4.3.2. Art der Auszahlung

Die variable Vergütung wird in allen Fällen in Geldeinheiten ausbezahlt. Die Beteiligung am Eigenkapital als Teil der variablen Vergütung wird in keinem der befragten Familienunternehmen praktiziert. Zur Eigenkapitalbeteiligung des Managements hält CFO U fest:

¹¹⁸ Der Auszahlungsmechanismus ist in den anderen Fällen deutlich komplexer, weshalb hier das Fallbeispiel F vorgestellt wird.

„Das ist ein Grundsatz, der, glaube ich, nicht zu durchbrechen ist. Das ist familientypisch vielleicht auch ein bisschen. Also Beteiligung weder virtuell, man könnte ja über virtuelle Aktien nachdenken oder Anteile nachdenken (...) Gibt es nicht. Also weder echte Anteile noch virtuelle.“

Allerdings gibt es vier Familienunternehmen, in welchen das Management Anteile am Eigenkapital hält. In zwei dieser Fälle ist dies durch die Eigentümerfamilie gewollt, in zwei anderen Fällen hat sich diese Situation durch M&A-Transaktionen in der Vergangenheit ergeben. In diesen Fällen halten die ursprünglichen Eigentümer noch Minderheitsanteile an Tochtergesellschaften. Nachfolgend werden die Fallstudien dargestellt, in welchen das Management durch Bestreben der Eigentümerfamilie Anteile am Eigenkapital erhalten hat. In Fallstudie M erhält das Management auf oberster Ebene Anteile am Eigenkapital auf Zeit. Nach Ausscheiden aus dem Unternehmen muss diese Beteiligung aber wieder an das Unternehmen zurückgegeben werden. In der Zeit der Beteiligung kann das Management durch Ansprüche am Gewinn partizipieren, aber nicht an der Wertsteigerung der Unternehmensbeteiligung. Im Fallunternehmen S werden zwar keine Anteile am Eigenkapital ausgegeben, aber das oberste Management hat eine eigentümerähnliche Stellung inne. In diesem Unternehmen sind die drei externen Vorstände gleichzeitig persönlich haftende Gesellschafter. Allerdings liegen alle Stimmrechte weiterhin in den Händen der Eigentümerfamilie. Ähnlich wie in Fallstudie M partizipiert das Management hier durch Ansprüche auf das Jahresergebnis.

6.3.4.3.3. Höhe der variablen Vergütung

Ausserdem ist die maximale Höhe der variablen Vergütung in den meisten Fällen absolut oder relativ beschränkt (15). *„Es gibt also irgendwo eine Endkappung, ja.“* (E) Durchschnittlich beträgt der Anteil der variablen Vergütung an der Gesamtvergütung ca. 25 bis 50 Prozent¹¹⁹ und steigt an mit zunehmender Hierarchieebene. Wie angedeutet, ist die Abhängigkeit der variablen Vergütung von der finanziellen Kennzahl in der Bemessungsgrundlage auf oberen Hierarchieebenen deutlich höher als auf niedrigeren Hierarchieebenen.

¹¹⁹ Zur Analyse stehen nur die Aussagen von acht Familienunternehmen zur Verfügung.

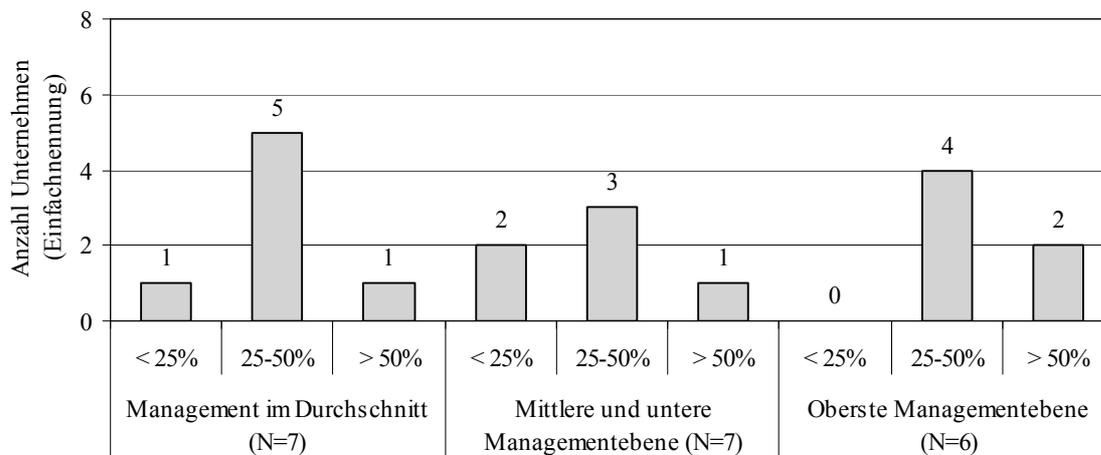


Abb. 35: Anteil der variablen Gehaltskomponente am Gesamtgehalt.

6.3.5. Entscheidungen des Managements

6.3.5.1. Strategische Entscheidungen

6.3.5.1.1. Akquisitionen

Bei der Beurteilung von Akquisitionen stehen primär strategische, nicht-finanzielle Motive im Vordergrund (15) (N=16). Dazu gehören bspw. die Stärkung der Marktposition durch die Steigerung von Marktanteilen (10), die Abrundung des Geschäftsportfolios (6), die geografische Expansion (5) oder die technologische Weiterentwicklung des Unternehmens (4). Die Steigerung des Unternehmenswertes an sich ist im kleinsten Teil der befragten Familienunternehmen eine Motivation für Unternehmenskäufe.

„Weniger, ob da der EBT um 0.1% steigt. Das steht im Hintergrund. Wesentliche Aspekte sind: Passt das in die Strategie? Passt das zum Vertriebsweg? Passt das in meine regionale Aufstellung?“ (U)

„Das rechnen wir niemals aus. Hier sehen Sie jetzt mal vier Tombstones. Das waren vier Akquisitionen, die wir in den letzten Jahren gemacht haben. Wir haben alle vier Investitionen gemacht, weil sie uns technologisch in den Kram

passten. Weil wir uns sagten: ‚Von denen können wir lernen.‘ Wir haben uns natürlich die Ergebnisrechnung angeschaut. Wir haben uns Risiken angeschaut, die, bei denen die Bilanzen drin waren. Wir haben in etwa eine Abschätzung vorgenommen: Wie können wir die denn jetzt in den nächsten drei Jahren weiterentwickeln, dass die nicht so viel Geld verlieren? Denn alle vier Unternehmen waren in einer finanziellen Krise. Aber wir haben alle vier hingekriegt. Aber direkt jetzt zu messen, inwieweit können wir die integrieren bei uns und bekommen wir jetzt 1 und 1 gleich 3 hin. Das möchte man ja in der Regel durch eine Akquisition erreichen oder sei es nur 2,1. Aber es muss mehr als 2 sein, das 1 und 1, damit es sich gelohnt hat. Das haben wir in einer Eile einer solchen Akquisition nicht getan. Wir haben immer gesagt: Wir werden schon auf Grund des hohen technischen Wertes, den dieses Unternehmen jeweils hat, werden wir am Markt stärker dastehen und das bedeutet für uns erheblich Chancen.“ (R)

Nur in einem Familienunternehmen steht die Unternehmenswertsteigerung als Motiv für Akquisitionen an erster Stelle (O).

„Da gucken wir uns an und sagen, ok, was kommt sozusagen als nachhaltiger EBIT dazu, den wir erwerben? Plus was passiert, wenn die beiden Dinge zusammenkommen? Was passiert da noch an Synergien? Sei es auf Kostenseite, sei es auf Marktseiten. Wo auch immer. Also insoweit gucken wir uns das sehr intensiv an und schauen, was hat das jetzt für eine Entwicklung und dabei immer, was ist eigentlich nachhaltiger EBIT auch des potenziell zu erwerbenden Unternehmens und was heisst das sozusagen langfristig für unseren Unternehmenswert?“

Aus (finanz-)wirtschaftlicher Sicht steht dabei auch nicht im Zentrum, wie sich die Akquisitionen kurz- bis mittelfristig auf die Steigerung des Unternehmenswertes auswirken. Überschneidend mit den Kennzahlen, die zur Operationalisierung der Unternehmensziele sowie Leistungsmessung der Familienunternehmen eingesetzt werden, stehen auch hier die traditionellen Kennzahlen wie das Umsatzwachstum und die Ergebnisentwicklung im Vordergrund.¹²⁰ *„Da nehmen wir eigentlich die gleichen Kennzahlen, die wir für unser internes Geschäft zur Beurteilung verwenden. Die*

¹²⁰ Siehe bspw. Abschnitte 6.3.2.1. und 6.3.3.1.

verwenden wir auch für die externen Kandidaten.“ (Q) Dennoch werden dabei die Kaufpreise der Akquisitionen überwiegend technisch akkurat ausgewertet. Hier kommen in den meisten Unternehmen Verfahren der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertung wie DCF-Analysen und/oder Multiplikatoren zur Anwendung. Eher selten werden Amortisationsrechnungen vorgenommen, um die Vorteilhaftigkeit von Akquisitionen auszuwerten. „Bei den grossen Akquisitionsthemen stehen natürlich komplexe Valuation Models dahinter, die auch auf die Bilanzenebene gehen.“ (B) Ausserdem werden die Akquisitionsprozesse selten von spezifischen Beratern bspw. Investmentbanken unterstützt. „Es gibt jetzt nicht, dass ich einen Berater habe, einen Investmentbanker, eine Abteilung oder sonst etwas.“ (H) Die befragten Familienunternehmen haben häufig eigene und zum Teil auch institutionalisierte Prozesse zur Identifikation möglicher Akquisitionsobjekte. Zudem berichten die CFO, dass einige Akquisitionsmöglichkeiten auch regelmässig an sie herangetragen werden.

„Aber in unserer Branche kennt man uns und jede grössere Akquisition, Akquisitionsmöglichkeit, die sich ergibt, würde ich mal sagen, die geht fast nicht an uns vorbei.“ (C)

Drei Unternehmen konnten nicht auf diese Fragestellungen eingehen (M, K, G), da derzeit und in der jüngeren Vergangenheit keine wesentlichen Akquisitionen durchgeführt werden bzw. worden sind. In diesen Unternehmen sind Akquisitionen auch kein Teil der Strategie. Zielsetzung ist es in diesen Fällen ausschliesslich durch organisches und nicht durch externes Wachstum zu wachsen.

„Vor meiner Zeit hat es eine Entscheidung gegeben, im Rahmen des Beirats, dass das Unternehmen so viele Wachstumsmöglichkeiten hat und so viel Potenzial hat Innovationen zu schöpfen, dass man die Empfehlung ausgesprochen hat, sich darauf zu konzentrieren und von Zukäufen abzusehen.“ (G)

6.3.5.1.2. Unternehmenswachstum

Auch im Zusammenhang des Unternehmenswachstums steht bei einem Grossteil der Familienunternehmen die Steigerung des Unternehmenswertes nicht im Vordergrund. „*Nein, weil Wertsteigerung gibt es bei uns als Ziel nicht.*“ (G) (N=18) In diesen Unternehmen stehen bei der Beurteilung des Umsatzwachstums nicht die Wertsteigerung selber im Zentrum, sondern wiederum die Entwicklung der Umsatzerlöse und des Ergebnisses: „*Ergebnissteigerung des Unternehmens, also nicht Wertsteigerung im Sinne von Unternehmenswert, sondern eher, ja, Profitabilitätssteigerung.*“ (Q) Jedoch ist in Familienunternehmen, die eine wertorientierte Spitzenkennzahl zur Unternehmenssteuerung einsetzen, ein höheres Bewusstsein für die Entwicklung des Unternehmenswertes zu beobachten (E, F, K, R, S): „*Ja, wir betrachten bei Wachstumsprojekten sowohl die Rentabilitätszielsetzung als eben auch das Thema Mittelbindung, Capital Employed oder Investitionen an dieser Stelle.*“ (K) „*Also wir würden sicherlich jetzt nicht in Bereichen gross Wachstum unterstützen, in denen letztendlich Werte vernichtet werden, das ist schon richtig.*“ (S) Jedoch ist auch in diesen Familienunternehmen zu erkennen, dass nicht-finanzielle Motive wie die Erhaltung des Marktanteils die Zielsetzung der Wertsteigerung überlagern: „*Also im Grunde geht es ja darum, nicht die [Markt-] Position zu verlieren. (...) Es wird nicht jetzt unter dem Aspekt eine besondere Differenzierung vorgenommen, was [ist] wertsteigerndes oder nicht wertsteigerndes [Wachstum].*“ (E)

6.3.5.1.3. Investitionen

In Abschnitt 6.3.3.2. wurde die Anwendung von Methoden zur Auswertung von Investitionsvorhaben ausführlich untersucht. Die Resultate zeigen, dass der Grossteil der befragten Familienunternehmen Investitionsvorhaben formal auswertet und dem Kapitalwertkriterium dabei (in Verbindung mit anderen Methoden) die wichtigste Bedeutung zukommt. Insofern lässt sich vermuten, dass auch die Auswertung der Vorteilhaftigkeit streng nach dem Kriterium der Wertsteigerung erfolgt. Bei näherer Betrachtung zeigt sich aber, dass die Bedeutung der Investitionsrechnung bzw. das Kriterium der Wirtschaftlichkeit bei der Entscheidungsfindung aus verschiedenen Gründen relativiert wird: „*Sicherlich sind nicht 100 Prozent das Kriterium.*“ (K) „*Also es wird mit Sicherheit immer erwartet, dass das Ganze einen positiven Return*

hat, sonst würde man es nicht tun, aber es ist jetzt nicht hart definiert, dass wir sagen, es müssen immer unbedingt fünf Prozent oder zehn Prozent erwirtschaftet werden.“ (L) Teilweise sind andere nicht-finanzielle Ziele bzw. strategische Überlegungen massgeblicher für die Durchführung von Investitionsvorhaben bspw. die Beibehaltung der Marktposition (R) oder die Erschliessung neuer Märkte (K).

„Das ist in der X-Industrie sehr theoretisch, diese Frage. Grade bei sehr, sehr reifen Produkten. Wir nehmen heute sogar Projekte rein, die ein Null-EBIT haben, aus reinen strategischen Erwägungen. Das ist teilweise Verdrängungswettbewerb, Verdrängungsstrategie. Das ist teilweise ein Gezwungensein, dass wir im Ausland nur Aufträge bekommen, wenn wir im Inland solche teilweise auch etwas defizitäre Projekte annehmen.“ (R)

Allerdings rückt die Bedeutung des Kapitalwertkriteriums auch auf Grund pragmatischer Überlegungen in den Hintergrund bspw. schwieriger Berechnungen der Vorteilhaftigkeit einzelner Investitionsvorhaben auf Grund problematischer Annahmen (S), Zwang zu bestimmten Investitionen bspw. in die Werkssicherheit (S) oder um das Überleben zu sichern (N). In wenigen Familienunternehmen werden Investitionsvorhaben ausschliesslich und strikt nach dem Kapitalwertkriterium bzw. nach dem Kriterium der Wirtschaftlichkeit der jeweiligen Investitionsrechnungsmethode beurteilt (N=18).

6.3.5.1.4. Unternehmensverkäufe

Desinvestitionen werden von einem grossen Teil der Familienunternehmen nicht als Massnahme angesehen den Unternehmenswert zu steigern. Veräusserungen von Unternehmensteilen finden in den befragten Unternehmen ohnehin auch nur sehr selten statt oder werden überhaupt kaum in Betracht gezogen (C, G, I, B, R). (N=8)

„Ich kann mich an einen Verkauf eines wesentlichen Teils an sich nur ein-, zweimal überhaupt erinnern. Ich habe also in meinem ganzen Leben 50 Akquisitionen gemacht-aber Desinvestitionen? Wir haben immer nur zugekauft. (...) Desinvestitionen waren auch kein Thema. Weil sonst würde man hier ja einen Teil des ganzen Gebildes in Frage stellen. An sich gehört das hier schon irgendwie harmonisch zusammen.“ (C)

Nur in vier Familienunternehmen werden regelmässig Möglichkeiten wertsteigernder Desinvestitionen geprüft (F, K, R, S). Wiederum sind dies Familienunternehmen, die sich durch ein weitestgehend konsistentes wertorientiertes *Performance Management System* von den anderen Fallunternehmen unterscheiden. Nur in zwei von diesen Unternehmen stehen aber finanzielle Aspekte der Wertsteigerung im Mittelpunkt (F, R).

„Das überlegen wir uns ganz, ganz selbstverständlich: Der Bereich, der ganz, ganz viel Kapital bindet, bringt relativ wenig Ergebnis und der Bereich, der ganz sparsam ist in den Investitionen, bringt viel im Ergebnis. Aus diesen Überlegungen ergeben sich auch langfristige Erwägungen hinsichtlich investieren oder desinvestieren. Ganz klar.“ (R)

Man trennt sich nur von schlecht laufenden Geschäftsbereichen (F). In den anderen beiden Fallunternehmen stehen nicht-finanzielle Aspekte bei der Auswertung möglicher Desinvestitionen im Vordergrund hinsichtlich des strategischen Fits: *„Eher vom strategischen Fit her. Ob sie im Bezug auf unsere strategische Ausrichtung, Entwicklungsthemen, noch passen oder nicht mehr passen.“ (K)*

„Also nicht im Sinne von Wert steigern an sich. Aber das sind dann in der Regel aus Portfoliogesichtspunkten Überlegungen, wo wir sagen, das ist ein Geschäft, in dem wir langfristig keine Perspektive für X sehen, wo vielleicht das Chancen-Risiko-Potenzial uns nicht gut erscheint. Also eher aus langfristigen Portfoliogesichtspunkten, also sicher weniger, um kurzfristig irgendwelche Werte zu generieren, das ist nicht der Ansatz.“ (S)

6.3.5.1.5. Kapitalallokation nach Geschäftsbereich

Im Kontrast zu den vorherigen Erkenntnissen wird die Wertentwicklung von Geschäftsbereichen bei Entscheidungen der Kapitalallokation in den befragten Familienunternehmen sehr ernst genommen (N=8). *„Das [Erzielung Mindestkapitalrendite pro Geschäftsbereich] ist das vorrangige Kriterium, ja.“ (K)* Nur in einem Familienunternehmen wird beschrieben, dass das Kriterium der Kapitalrendite weniger bedeutend ist: *„Nein, nein. Also wir investieren auch in diese*

Bereiche [die eine negative Kapitalrendite erzielen].“ (G) Jedoch ist auch erkennbar, dass an dieser Stelle wiederum die Kriterien der Langfristigkeit und insgesamt weniger rein finanzielle Entscheidungskriterien zum Tragen kommen. „Aber wenn ein Bereich meinetwegen aufgrund der Konjunktur grade einen negativen EVA[®] hat dann verwehren wir ihm nicht die Wachstumsmöglichkeit, um aus der Situation wieder rauszukommen.“ (F)

6.3.5.2. Operative Entscheidungen

Trotz der geringen Bedeutung wertorientierter Spitzenkennzahlen in den befragten Familienunternehmen gibt ein grosser Teil der CFO an, dass das Nettoumlaufvermögen in ihrem Unternehmen sehr intensiv gesteuert werde (15).

„Wir haben internes Benchmarking, wir haben monatliche Kennzahlen zu Forderungsbeständen, Verbindlichkeiten, Ratios, machen internes Benchmarking, machen Benchmarking gegen Markt: Was sind normale Forderungslaufzeiten? Ist Bestandteil der Vergütungssysteme. Es gibt Lean-Initiativen in den Werken, es gibt Supply Chain Management. Also vielfältig.“ (I)

Unterschiede ergeben sich aber im Hinblick auf die Hierarchieebene, auf welcher die Optimierung des Nettoumlaufvermögens angesiedelt ist. In Fallstudie Q ist diese Thematik vor allem *„Aufgabe der Geschäftsbereichs-Controller bzw. der Controller der einzelnen Tochterunternehmen. Auf Gruppenebene eher grobe Nachverfolgung.“* Ausserdem berichtet der CFO von B, dass im Hinblick auf die verschiedenen Bereiche des Unternehmens Unterschiede in der Intensität der Optimierung des Nettoumlaufvermögens bestehen: *„Wenn wir über die Produktion und Logistikbereiche sprechen, ist das eine sehr wesentliche Grösse, die wir auch ganz normal in unserem Cashflow-Management auch steuern. Im Vertriebsbereich, um das direkt zu sagen, ist das in unserem Geschäft eine sehr untergeordnete Rolle.“¹²¹* Nur in vier Familienunternehmen wird eine wertorientierte Spitzenkennzahl wirklich zur Unternehmenssteuerung eingesetzt (E, F, K, R). Insofern scheint sich die Bedeutung wertorientierter Spitzenkennzahlen zur stärkeren Einbeziehung des investierten Kapitals zu relativieren: *„Leider funktioniert die ganze wertorientierte Steuerung nicht*

¹²¹ In diesem Fall hat die Liefertreue eine entscheidende Rolle und darf nicht gefährdet werden.

im Hinblick auf Working Capital, nicht im Hinblick auf Investitionen.“ (F) In einem wesentlichen Teil der befragten Familienunternehmen beinhalten auch die Anreiz- und Vergütungsstrukturen des Managements die Entwicklung des Nettoumlaufvermögens. In vier dieser Fälle trifft dies zu implizit durch die Verwendung einer wertorientierten Spitzenkennzahl, z. B. EVA[®] oder CFROI als Bemessungsgrundlage, in drei Fällen durch die explizite Berücksichtigung des Nettoumlaufvermögens. In den restlichen Unternehmen ist das Nettoumlaufvermögen implizit Bestandteil der Kapitalrendite oder der Cashflow-Kennzahlen. In den restlichen Unternehmen wird das Nettoumlaufvermögen nicht intensiv gesteuert, da die Eigenschaften der jeweiligen Industrie (bspw. Zyklizität oder Marktmacht von Kunden und Abnehmern) (C, L, M, T) oder des jeweiligen Unternehmens (bspw. niedrige Vorräte im Geschäftsmodell) die Optimierung sehr erschweren bzw. überflüssig machen (H).

„Ansonsten ist das für uns in dem (X)-geschäft nicht aussagefähig und deswegen hat es auch keine, also nur eine sehr untergeordnete Bedeutung.“
(C)

6.3.6. Zusammenfassung der Erkenntnisse zum Stand der Implementierung von Wertmanagement

Inwieweit implementieren grosse Familienunternehmen in Deutschland tatsächlich Wertmanagement? Die Resultate dieser Studie zeigen, dass Wertmanagement in den 20 befragten grossen Familienunternehmen zum heutigen Zeitpunkt nicht systematisch implementiert wird. Entlang der fünf Teilaspekte von Wertmanagement zeigt sich eine insgesamt sehr geringe Übereinstimmung der inhaltlichen Ausgestaltung der Unternehmensführung mit den normativen Anforderungen der Wertmanagement-Literatur. Selten ist die Steigerung des Unternehmenswertes gemäss Definition vorliegender Studie tatsächlich eine Zielsetzung der Familienunternehmen. Folglich sind auch Zielsetzung, Leistungsmessung oder Anreiz- und Vergütungsstrukturen des Managements nur in den seltensten Fällen konsistent auf das Ziel der Wertsteigerung ausgerichtet. Dementsprechend rar ist folglich auch die Ausrichtung der strategischen und operativen Entscheidungen des Managements auf die Steigerung des Unternehmenswertes. Im Kern sind nur vier Familienunternehmen zu identifizieren, die ein systematisches Wertmanagement betreiben (E, F, K, R).

Die Steigerung des Unternehmenswertes stellt in den befragten Familienunternehmen selten überhaupt eine Zielsetzung dar – weder als oberste finanzielle Zielsetzung noch als übergeordnetes Unternehmensziel. Für den Grossteil der befragten Familienunternehmen stellen die nachhaltige Existenzsicherung oder Beibehaltung der Unabhängigkeit des Unternehmens die oberste Zielsetzung dar. Nur in zwei Unternehmen wird die Wertsteigerung als oberste Zielsetzung genannt. In diesen Fällen entspricht die Auffassung über den Unternehmenswert aber nicht dem Wert des diskontierten freien Cashflows. In weiteren drei Unternehmen kommt diesem Ziel nachrangige Bedeutung im Hinblick auf die nachhaltige Sicherung der Existenz des Unternehmens zu. In einigen Fällen weisen die CFO zudem darauf hin, dass implizit auf die Steigerung des Unternehmenswertes hingearbeitet wird. In diesen Fällen ist zwar das Wertverständnis dasselbe wie in vorliegender Arbeit, aber die Zielsetzung wird nicht konsequent operationalisiert oder im Unternehmen als Ziel kommuniziert. Ausserdem werden die nicht-finanzielle Ziele selten als kausal für die Erreichung der finanziellen Ziele gesehen, wie dies im Rahmen einer wertorientierten Unternehmensführung im Interesse der Eigentümer gefordert ist. Folglich erfüllt nur der kleinste Teil der befragten Familienunternehmen die normativen Anforderungen, die im Rahmen von Wertmanagement an die Unternehmensführung gestellt werden. Doch selbst in den wenigen Familienunternehmen in welchen das Ziel der Wertsteigerung verfolgt wird, tritt dieses Ziel im Verhältnis zum Ziel der Existenzsicherung/finanziellen Unabhängigkeit in den Hintergrund.

Dementsprechend selten wird die Zielgrösse Unternehmenswert im Rahmen der Unternehmensführung quantifiziert oder anhand wertorientierter Spitzenkennzahlen sowie Werttreiber operationalisiert. Es stehen traditionelle Ergebnis- und Umsatzkennzahlen im Vordergrund. Diese Kennzahlen werden ausserdem ergänzt um Grössen, die die finanzielle Unabhängigkeit abbilden. Dazu gehören bspw. eine solide Eigenkapitalquote, ein ausreichender Bestand flüssiger Mittel, eine hohe Thesaurierung erwirtschafteter Gewinne und eine niedrige absolute oder relative Nettoverschuldung. Sofern wertorientierte Spitzenkennzahlen angewendet werden, handelt es sich in den meisten Fällen um das EVA[®]-Steuerungskonzept. Die Eigentümerfamilie stellt überwiegend die zentrale Anspruchsgruppe des Unternehmens dar. Allerdings wird durch die Eigentümerfamilie vorgegeben, sich vorrangig an den Interessen der Kunden und des Marktes zu orientieren. Als

Konsequenz stellen nicht-finanzielle Ziele wie der Aufbau einer dominanten Marktstellung oder die Technologieführerschaft wichtige Ziele dar. Den befragten Familienunternehmen ist ausserdem gemein, dass eine langfristige Unternehmensentwicklung angestrebt wird.

Bei der Vorgabe konkreter Ziele zeigt sich ein ähnliches Bild wie bei der Untersuchung der Unternehmensziele. Im Vordergrund der Zielvorgaben stehen traditionelle Ergebnis- und Umsatzkennzahlen. Teilweise werden diese ergänzt um Vorgaben für Bestandteile des investierten Kapitals, bspw. Nettoumlaufvermögen oder Sachanlagevermögen. Sehr selten kommen wertorientierte Spitzenkennzahlen zur Anwendung. Vereinzelt ist zu beobachten, dass Zielvorgaben für Cashflow-Kennzahlen gemacht werden. Zwar werden weder wertorientierte Spitzenkennzahlen noch ihre Werttreiber konsistent in der Zielsetzung berücksichtigt, jedoch ist aus der absoluten Höhe der Zielvorgaben erkennbar, dass sich ein periodischer Wertbeitrag ergibt. In den meisten Fällen werden diese Ziele für das folgende Jahr oder die folgenden drei Jahre geplant. Selten werden Zeiträume von fünf oder zehn Jahren verfolgt. Diese Resultate stehen den langfristig ausgerichteten Unternehmenszielen entgegen. Im Hinblick auf die Deduktionsbasis für die Bestimmung von Zielwerten für die verwendeten Kennzahlen sind vor allem die historische Entwicklung des Unternehmens oder konkrete Zielvorgaben der Eigentümerfamilie bedeutend. Es wird kaum auf Vorgaben des Kapitalmarktes oder Benchmarks mit vergleichbaren Unternehmen zurückgegriffen.

Sowohl auf Ebene des Gesamtunternehmens als auch seiner Teilbereiche kommen vorwiegend traditionelle Kennzahlen zur Leistungsmessung zur Anwendung. Dazu gehören bspw. Ergebnis- und Umsatzkennzahlen. Vereinzelt sind wertorientierte Spitzenkennzahlen oder ihre Werttreiber und Cashflow-Kennzahlen Teil der Leistungsmessung. Angesichts der Methoden zur Auswertung von Investitionsvorhaben steht die Kapitalwertmethode im Vordergrund. Überraschenderweise kommt jedoch auch der Amortisationsdauer und der durchschnittlichen Kapitalrendite eine relativ hohe Bedeutung zu. Die interne Verzinsung (IRR) ist kaum relevant. Die Anforderungen an die Mindestverzinsung von Investitionsvorhaben werden gleichermassen aus Erfahrungswerten sowie WACC-Berechnungen abgeleitet. Allerdings werden diese selten aktualisiert oder nach strengen theoretischen Anforderungen berechnet. Eine Balanced Scorecard wird

in den befragten Familienunternehmen selten eingesetzt, um die nicht-finanziellen Treiber zu systematisieren und ist deshalb auch fast nie verknüpft mit den finanziellen Werttreibern.

Die Anreiz- und Vergütungsstrukturen der befragten Familienunternehmen zeigen verbindlich, dass die wertorientierte Unternehmensführung tatsächlich sehr selten verbindlich zur Anwendung kommt. Während die Bedeutung von Kennzahlen zur Zielsetzung und Leistungsmessung durchaus subjektiv unterschiedlich wahrgenommen werden kann, sind die Vergütungsstrukturen typischerweise in Arbeitsverträgen vertraglich festgehalten. Insofern zeigt sich an dieser Stelle verbindlich, ob tatsächlich eine wertorientierte Unternehmensführung zur Anwendung kommt. Im Grossteil der Fälle ist diese Frage zu verneinen. Ergebniskennzahlen stellen in der Regel die einzige oder einen wesentlichen Bestandteil der Bemessungsgrundlage dar, die die variable Vergütung des Managements determiniert. Teilweise werden Ergebniskennzahlen ergänzt um *Net Working Capital*, Cashflow-Kennzahlen oder beides. Selten dienen wertorientierte Spitzenkennzahlen als Basis für die variable Vergütung. Auch die Mechanismen zur Festlegung der variablen Vergütung basieren typischerweise auf Budgetvorgaben oder einem pauschalen Anteil des Ergebnisses, der an die Mitarbeiter ausgeschüttet wird. Der Anteil der variablen Vergütung variiert zwischen fünf und 70 Prozent des Gesamtgehalts. In den seltensten Fällen wird das Management am Eigenkapital beteiligt. Normalerweise wird die variable Vergütung in Form von Geld sofort nach Abschluss des Geschäftsjahres gewährt. Sehr selten werden variable Gehaltsbestandteile einbehalten. Insofern zeigt sich hier drastisch die Ausrichtung an kurzfristiger Ergebnisoptimierung, die den Prinzipien wertorientierter Unternehmensführung und dem übergeordneten Ziel des nachhaltigen Fortbestands vieler Familienunternehmen grundsätzlich entgegensteht.

Durch die Implementierung von Wertmanagement soll sichergestellt werden, dass auf allen Ebenen eines Unternehmens eine konsistente Ausrichtung der Managemententscheidungen auf die Steigerung des Unternehmenswertes erfolgt. Wie die Zusammenfassung zuvor gezeigt hat, ist weder die Steigerung des Unternehmenswertes ein bedeutendes Unternehmensziel noch werden systematische wertorientierte *Performance Management*-Systeme installiert. Insofern überrascht es auch nicht, dass weder strategische noch operative Entscheidungen in den befragten Familienunternehmen konsistent auf die Steigerung des Unternehmenswertes

ausgerichtet sind. Im Fall von Akquisitionen ist zu beobachten, dass weder finanzwirtschaftliche Überlegungen generell noch die Steigerung des Unternehmenswertes spezifisch besondere Relevanz in der Entscheidungsfindung haben. Vielmehr ist die strategische Begründung von Akquisitionen bedeutend. Ähnliches ist bei der Beurteilung des Unternehmenswachstums, Desinvestitionen und Auswertung von Investitionsvorhaben zu beobachten. Zwar werden weitestgehend formalisierte Verfahren angewandt und das Kapitalwertkriterium steht dabei im Mittelpunkt, doch ist es wenig relevant für die Entscheidungsfindung. Es werden Kompromisse zu Gunsten strategischer Überlegungen gemacht bspw. Kundenzufriedenheit. Obwohl selten ein ganzheitliches wertorientiertes *Performance Management System* implementiert wird, optimiert ein Grossteil der befragten Familienunternehmen das *Net Working Capital*. Allerdings ist das *Net Working Capital* nur selten Bestandteil der variablen Vergütung und wird in Abhängigkeit der Zyklizität der Branche bzw. des Geschäftsmodells nur selten wirklich konsequent optimiert.

Zusammenfassend können grob drei verschiedene Typen der Implementierung von Wertmanagement unterschieden werden, die sich nicht wesentlich von der vorgestellten Selbsteinschätzung der befragten CFO unterscheiden (siehe Abschnitt 6.2.2.). Insgesamt gibt es vier Unternehmen, die den normativen Anforderungen an die Implementierung von Wertmanagement weitestgehend entsprechen und somit als Anwender bezeichnet werden können. Der Grad der Implementierung von Wertmanagement ist in diesen Familienunternehmen hoch. Dazu gehören die Familienunternehmen E, F, K und R. Diese Unternehmen können weiter anhand der hierarchischen Ebenen unterschieden werden, auf denen die Wertorientierung implementiert wird. Wertmanagement wird in einem Teil der Unternehmen bislang nur auf der obersten Unternehmensebene implementiert (E, K), während es in den anderen Fallstudien auf allen hierarchischen Ebenen zur Anwendung kommt (F, R). Überraschenderweise besitzt die Steigerung des Unternehmenswertes aus Sicht dieser Unternehmen nur abgeleitete Bedeutung, um den nachhaltigen Fortbestand zu sichern und stellt nicht die oberste Zielsetzung des Unternehmens dar. In den restlichen 16 Unternehmen wird Wertmanagement heute nicht ganzheitlich implementiert. Innerhalb dieser Gruppe können weitere Unternehmen unterschieden werden, die Wertmanagement teilweise implementieren oder im Begriff sind wertorientierte

Elemente stärker anzuwenden.¹²² Zudem können Unternehmen identifiziert werden, die weder der ersten oder zweiten Gruppe zuzuordnen sind. In diesen Unternehmen wird Wertmanagement weder teilweise implementiert noch sind Bestrebungen im Gange dies zu ändern. In nachfolgender Abbildung werden alle teilnehmenden Familienunternehmen verglichen.

In Abbildung 36 sind die Erkenntnisse stark verkürzt als Übersicht zusammengefasst, auf deren Basis diese Typen identifiziert wurden. Die befragten Familienunternehmen wurden entlang der fünf Teilaspekte wertorientierter Unternehmensführung hinsichtlich des Erfüllungsgrades der Anforderungen, die im Rahmen von Wertmanagement an die Unternehmensführung gestellt werden, beurteilt. Der Grad der Implementierung von Wertmanagement variiert zwischen tief (T), mittel (M) und hoch (H). In untenstehender Tabelle ist beispielhaft aufgeführt, wie die qualitativen Daten verkürzt wurden, um übersichtlicher den Stand der Implementierung darstellen zu können. In dieser Tabelle wird beispielhaft auf die Kennzahlen zur Leistungsmessung zurückgegriffen.

	Erfüllungsgrad Anforderung	Wichtigste Kennzahl zur Leistungsmessung
++	Anforderungen erfüllt	„Klar (...) <i>EVA</i> [®] .“ (F)
+	Anforderungen teilweise erfüllt	„Es gibt zwei Hauptkennzahlen. Das ist der Gewinn vor Steuern und der Free Cashflow.“ (G)
+/-	Anforderungen nicht erfüllt	„Es geht schon um Umsatzrendite.“ (M)

Tab. 3: Verkürzung der qualitativen Daten zur Implementierung von Wertmanagement.

¹²² Teilweise bedeutet bspw. Zielsetzung Wertsteigerung oder wertorientierte Vergütung.

	Unternehmensziele und strategische Ausrichtung			Zielsetzung			Leistungsmessung			Vergütung			Entscheidungen des Managements		Grad WM
	Wichtigstes Unt.ziel	Operat. finanz. Ziele	Wichtigste Anspruchsgruppe	Ziel-dimension	Ded.-basis	Zielbil-dungs-prozess	Kenn-zahlen	BSC	Invest.-rechnung	Kenn-zahlen	Mech.	Ausz.-art	Strategische	Operative	
F	+	++	+/-	++	+/-	+/-	++	+	++	+	+	++	++	++	H
E	+	++	+	++	+/-	+/-	++	+	++	+	+	+/-	++	++	H
K	+	++	+	++	+/-	++	++	+/-	+	+	+	++	+	++	H
R	+/-	++	+	++	+/-	+/-	++	+	++	+	+	+/-	+	++	H
P	+	+	k.A.	++	+/-	+/-	+/-	++	++	+	k.A.	+/-	+	++	M
U	+/-	+/-	k.A.	++	+/-	++	+	++	+/-	+	+/-	+/-	+/-	++	M
G	+/-	+	+/-	++	+/-	++	+	+/-	+/-	+	+/-	+/-	+/-	++	M
S	+/-	+	k.A.	+	+/-	+/-	+	+/-	+	+/-	+	++	+	++	M
B	+/-	+	+	+	+/-	+/-	+/-	+	++	+/-	+/-	+/-	k.A.	++	M
L	+/-	+/-	++	+	+/-	++	+/-	+	+	+	+/-	+/-	+/-	+/-	M
I	+/-	+/-	++	+	+/-	+/-	+/-	+/-	+	+	+/-	+/-	+/-	++	M
Q	+/-	+/-	+	+	+/-	+/-	+	+/-	++	+	k.A.	k.A.	+/-	+	T
C	+/-	+/-	+	+	+/-	++	+/-	+/-	+	+/-	+	+/-	+/-	+/-	T
D	+/-	+/-	++	+	+/-	+/-	+/-	+	+	+/-	+/-	+/-	+/-	+	T
N	++	+/-	++	+	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	+	T
A	+/-	+/-	++	+	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	+	T
O	++	+/-	k.A.	+	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	+	+	+	T
H	++	+	+/-	+	+/-	+/-	+/-	+/-	++	k.A.	k.A.	+/-	+/-	+/-	T
M	+/-	+/-	++	+	+/-	++	+/-	+/-	k.A.	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	T
T	+/-	+/-	+	+	+/-	++	+/-	+/-	k.A.	+/-	++	+/-	+/-	+/-	T

Abb. 36: Übersicht der Implementierung von Wertmanagement.

6.4. Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement

6.4.1. Interne Einflussfaktoren zunehmender Wertorientierung

6.4.1.1. Unternehmensgrösse und Umsatzwachstum

Acht Familienunternehmen identifizieren die Unternehmensgrösse (5) oder hohe Umsatzwachstumsraten in der Vergangenheit (3) als Faktoren, die zu einer stärkeren Wertorientierung geführt haben oder in Zukunft führen könnten.¹²³ In drei Unternehmen waren die hohe Anzahl internationaler Standorte und damit einhergehende höhere Komplexität der Unternehmensführung durch viele verschiedene Unternehmenssituationen ausschlaggebend für eine zunehmende Wertorientierung (F, R, I). Aufgrund zunehmender Unternehmensgrösse haben bzw. planen diese Unternehmen wertorientierte Spitzenkennzahlen (F, R) bzw. finanzielle Werttreiber (I) zum Management der Komplexität einzusetzen, die *„(...) nicht mehr (...) mit dem Hirn eines Unternehmers zu steuern ist (...)“* (F). In Fallstudie R wird durch den Einsatz des EVA[®] auf Werksebene die Dezentralisierung des Unternehmens unterstützt, um *„(...) wirksam Komplexität wirklich zu managen (...), Verantwortung zu stärken [...], viel, viel flexibler eine schnelle Reaktionsfähigkeit draussen in den Werken [zu erreichen] (...)“* (R). In Fallstudie P steht im Vordergrund, durch die Steuerungskennzahl *„ROIC“* im Rahmen des Portfoliomanagements die Kapitalbindung in jedem strategischen Geschäftsbereich stärker zu berücksichtigen. Im Gegensatz dazu weisen zwei CFO darauf hin, dass ein formalisiertes Wertmanagement in der jeweiligen Unternehmensgrösse (noch) nicht notwendig sei (B), da *„(...) solange das Unternehmen noch überschaubar ist, man die anderen Personen persönlich kennt, geht das (...)“* (M). Dazu beschreibt CFO M zwei Anekdoten zur Einstellung neuer Mitarbeiter in das Unternehmen sowie Verteilung des Investitionsbudgets, die den Grad der Zentralisierung veranschaulichen.

„(...) jede neue Stelle läuft über diesen Tisch, damit ist dieses Thema durch. Da brauch ich kein Budget mehr, das liegt also dann schon, das ist ein gutes Beispiel, in der unmittelbaren, zentralen Verantwortung, in diesem Falle vom

¹²³ In einem Fall ist diese Aussage eines CFO nicht auf Wertmanagement an sich, sondern auf eine stärkere Formalisierung der Unternehmensführung generell, d. h. Planung, Investitionsrechnung, Erweiterung der Kennzahlen zur Unternehmenssteuerung usw. bezogen (M). Insofern betrifft es die Implementierung von Wertmanagement nur indirekt.

kaufmännischen Geschäftsführer. (...) Im Augenblick geht unser Marketingchef zum Herrn X und sagt: ‚Ich brauche für X nächstes Jahr zwanzig Millionen!‘ Dann kaspern die zehn Minuten rum und das war es dann (...)“.

Schliesslich weisen drei Familienunternehmen darauf hin, dass die Weiterentwicklung der Steuerungsinstrumente durch hohes Umsatzwachstum in der Vergangenheit vernachlässigt wurde (A, L, Q). Allerdings ist in diesen Unternehmen ähnlich wie in Fallstudie M nicht explizit erkennbar, dass durch das Wachstum die Wertorientierung an sich vernachlässigt wurde. Vielmehr steht für diese Unternehmen im Mittelpunkt „(...) über das bisherige Steuerungskonzept nachzudenken (...)“ (Q) oder „(...) die indirekten Funktionen (...) auf das Niveau zu bringen, was man normalerweise in der Grössenordnung dann auch hat (...)“ (L). In Anbetracht der Unternehmensgrösse scheinen die bestehenden Steuerungsinstrumente nicht (mehr) angemessen. In diesen Familienunternehmen scheint der Grad der Formalisierung an sich im Fokus zu stehen. Der Bezug zwischen zunehmender Unternehmensgrösse und stärkerer Wertorientierung ist weniger deutlich.¹²⁴ In diesem Zusammenhang weist CFO B auf weitere Faktoren des internen Kontextes hin, die eine zunehmende Wertorientierung bedingen.

„(...) erfüllen wir da alle Rahmenbedingungen, die eigentlich in unserer Unternehmensgrösse nicht notwendig wäre. Aber wir tun das eben extra, um eben sehr professionell zu sein (...)“ (B).

¹²⁴ Abbildung 37 stellt dazu die zentralen Aussagen der Interviewpartner dar. Die Abbildung enthält Angaben zu Umsatzgrösse, Wachstumsraten sowie Aussagen der Gesprächspartner wie bzw. wieso (nicht) eine zunehmende Unternehmensgrösse zu einer stärkeren Wertorientierung geführt hat. Zudem ist ersichtlich, welche Teilaspekte von Wertmanagement sich mit zunehmender Unternehmensgrösse bzw. Wachstum verändert haben.

	Fall- studie	Stand- orte	Länder	Mit- arbeiter (Tsd.)	Umsatz (EUR Mrd.)	Illustrative Zitate	Einfluss Wert- orientierung	Grad WM ¹²⁵
Grösse und De- zen- trali- sie- rung	F	150-175	0-50	24-26	6-6,5	„Ja es ist vielleicht noch nicht einmal die absolute Umsatzgrösse, sondern die Anzahl von Standorten, die Anzahl von Ländern, in denen man vertreten ist (...).“	Einführung EVA [®] - Steuerungs- konzept	H
	R	50-75	0-50	6-8	2,5-3	„In den letzten Jahren (...) eine vollkommene Wende unserer Organisationsphilosophie. (...) Wir [sind] da schlauer geworden und haben in den letzten Jahren mehr dezentralisiert.“	Wertorientierte Leistungs- messung Teil- einheiten Unternehmen	H
	I	50-75	0-50	6-8	1-1,5	„Viele, viele verschiedene Unternehmenssituationen in einer Gruppe, die der Aufmerksamkeit bedürfen.“	Wertorientierte Leistungs- messung	M
	M	0-50	k. A.	0-2	0,5-1	„Das geht, weil das Unternehmen noch überschaubar ist. Ob wir das in zehn Jahren oder zwanzig Jahren, dann bin ich schon lange nicht mehr da, noch hinkriegen, wenn das Unternehmen so weiter wächst, mache ich ein Fragezeichen dahinter.“	Wertorientiertes MCS ¹²⁶	T
Port- folio	P	50-75	0-50	28-30	4,5-5	„Überlegungen zum Portfoliomanagement.“ „Kennzahlen, die Ergebnis im Verhältnis zur Kapitalbindung betrachten.“	Wertorientierte Leistungs- messung	M

Abb. 37: Einfluss der Unternehmensgrösse auf die Implementierung von Wertmanagement.

¹²⁵ Hiermit ist der Grad der Implementierung von Wertmanagement gemeint, siehe Abbildung 36.¹²⁶ Wertorientiertes Management Control-System (MCS). Siehe Abschnitt 2.3.1.

Fallstudie	Durchschn. Wachstum (2008–2011)	Umsatz (EUR Mrd.)	Illustrative Zitate	Einfluss Wertorientierung	Grad WM ¹²⁷	
Wachstum	Q	15 %	2-2,5	„Also Hintergrund ist einfach die Tatsache, dass wir in den letzten Jahren sehr, sehr stark gewachsen sind und mittlerweile eine Unternehmensgrösse erreicht haben, die es auch erforderlich macht, über das bisherige Steuerungskonzept nachzudenken (...).“	Geplante Einführung EVA [®] -Steuerungskonzept	M
	L	10 %	1-1,5	„(...) die indirekten Funktionen, die vielleicht nicht ganz dem Wachstum im Gleichklang mitgefolgt sind, die jetzt auch nach und nach auf das Niveau zu bringen, was man normalerweise in der Grössenordnung dann auch hat (...).“	Wertorientierte Vergütung	M
	A	10 %	1-1,5	„Aufgrund des starken Wachstums wurde die Weiterentwicklung der betriebswirtschaftlichen Steuerungsinstrumente vernachlässigt. (...) Anpassung der heutigen Instrumente der Unternehmenssteuerung an die angestrebte Unternehmensgrösse.“ (Interne Präsentation)	Wertorientiertes MCS	T

Abb. 38: Auswirkung des Umsatzwachstums auf die Steuerungsinstrumente.

¹²⁷ Hiermit ist der Grad der Implementierung von Wertmanagement gemeint, siehe Abbildung 36.

6.4.1.2. Veränderungen in der Führungsstruktur des Unternehmens

Änderungen in der Führungsstruktur des Unternehmens haben in einigen Familienunternehmen den Ausgangspunkt für eine zunehmende Wertorientierung dargestellt (9). In diesem Zusammenhang sind zu nennen CEO-Wechsel (3), die Beschäftigung eines neuen CFO (5) oder die Berufung eines neuen Aufsichtsratspräsidenten (1). Die Veränderungen in der Führungsstruktur sind nicht selten auch verbunden mit einem Generationenwechsel (5). In diesen Fällen wechselt bspw. ein langjährig aktiver Unternehmer (in absehbarer Zeit) in den Aufsichtsrat und wird entweder durch einen externen Geschäftsführer ersetzt (3) oder es folgt die nächste Generation der Eigentümerfamilie an die Spitze des Unternehmens (5). Nicht in allen Fällen verändert sich aber die Wertorientierung des Unternehmens in der Folge. Die Beschäftigung eines neuen CFO ist nicht so stark verknüpft mit dem Generationenübergang wie die Beschäftigung eines neuen CEO oder Aufsichtsratsmitglieds. So sind einige CFO unabhängig vom Zeitpunkt des Generationenübergangs neu in das Unternehmen gekommen. Insgesamt ist nicht in allen Fällen ersichtlich, dass die Wertorientierung ganzheitlich zunimmt (2). In einigen Fällen werden nur einzelne Teilaspekte wertorientiert ausgestaltet wie die Anreiz- und Vergütungssysteme der obersten Unternehmensleitung (3). In anderen Fällen nimmt nur der Grad der Formalisierung der Unternehmensführung generell zu, bspw. durch Einführung von Anreizsystemen für die Unternehmensführung (2) oder Anpassung von Kennzahlen zur Unternehmenssteuerung (2).

6.4.1.2.1. Übergabe der Geschäftsleitung an externes Management

Im Rahmen eines Generationenwechsels wird die Geschäftsleitung in naher Zukunft in drei Familienunternehmen vollständig auf ein externes Management übergehen bzw. ist dies bereits geschehen. In zwei dieser Fälle ist ein langjährig aktiver Unternehmer von der CEO-Position in den Aufsichtsrat gewechselt. In diesem Zusammenhang ist die operative Geschäftsführung vollständig auf ein externes Management übergegangen (C, I). Im Rahmen dieser Veränderung werden von den Familienunternehmen die Anreiz- und Vergütungssysteme angepasst, um die oberste Unternehmensleitung stärker an der Wertentwicklung des Unternehmens auszurichten. *„Wir diskutieren gerade die nachhaltige Unternehmenswertsteigerung auch beim Top-Management zu verankern [...] Das ist im Moment noch nicht an diese nachhaltige*

Unternehmenswertsteigerung geknüpft, aber das ist in der Planung, dass wir das einführen.“ (C) Im Zuge der Beschäftigung eines externen CEO berichtet CFO I analog zu Fallstudie C: „Die Vergütung ist variabler geworden, ist stärker an dem finanziellen Erfolg orientiert.“ Obwohl in Fallstudie F noch kein Wechsel an der Unternehmensspitze stattgefunden hat, soll durch eine Implementierung der Kennzahl EVA[®] als konsistentes Steuerungssystem erreicht werden, dass die unternehmerische Ausrichtung des Unternehmens beibehalten wird: „Jeder Unternehmer denkt dann irgendwann mal daran, wie das Unternehmen gesteuert wird, wenn er nicht mehr da ist. (...) Es ist einfach der Versuch, das Thema unternehmerisches Handeln zu formalisieren.“ (F)

6.4.1.2.2. Übergabe der Geschäftsführung an die nächste Generation

In fünf Familienunternehmen ist die Geschäftsführung (kürzlich) auf Mitglieder der Eigentümerfamilie übergegangen. Nur in einem dieser Fälle ist aber zu beobachten, dass sich die Wertorientierung erhöht hat. „Also EVA[®] haben wir an sich eingeführt im Jahre 2002, als die neue Generation kam. (...) Da gab es eine Veränderung. (...) Das war gegen grossen Widerstand der Generationen, der Altvorderen. Die waren ganz, ganz verschlossen.“ (R)¹²⁸ In den anderen vier Fällen war im Rahmen des Eintritts der neuen Generation keine wesentliche Veränderung in der Wertorientierung erkennbar (G, H, M, T). Im Gegensatz zu den anderen Fallstudien ist in Fallstudie R ein Familienmitglied mit langjähriger Erfahrung im Finanzsektor in das Unternehmen eingetreten. Zusätzlich zum Generationenübergang innerhalb der Familie ist zu diesem Zeitpunkt „Das Geschäft (...) viel kapitalintensiver geworden.“ und „Wir brauchten in der Zeit plötzlich sehr, sehr viel Fremdkapital [weshalb es] (...) ganz gut gepasst [hat], dass ein Finanzler, einer der den Bankbereich von der anderen Seite gesehen hat, der ins Unternehmen rein kam (...)“ (R). In den anderen Fallstudien verfügt die neue Generation über kein spezifisches Finanz-Know-how und hat keine wesentliche Veränderung der Steuerungsinstrumente veranlasst. CFO T berichtet in diesem Zusammenhang, dass es für eine zunehmende Wertorientierung „förderlich wäre“, wenn die nachfolgende Generation eine wirtschaftswissenschaftliche Ausbildung

¹²⁸ CFO R berichtet, dass sich zu diesem Zeitpunkt ein tiefgreifender Wandel zu einer stärkeren Wertorientierung und Transparenz vollzogen habe. Dazu gehörten bspw. die Angleichung des internen und externen Rechnungswesens, die erstmalige Veröffentlichung eines Geschäftsberichts, eine neue Reporting-Struktur für die finanzierenden Banken und die Überarbeitung der Kennzahlen zur Unternehmenssteuerung.

hätte. Obwohl die nachfolgende Generation in zwei weiteren Fällen eine wirtschaftswissenschaftliche Ausbildung besitzt, hat sich trotzdem kein Wandel zu stärkerer Wertorientierung ergeben (G, M).

6.4.1.2.3. Know-how-Transfer aus börsennotierten Grossunternehmen und Impulse durch Beschäftigung externen Managements

Nicht notwendigerweise im Zusammenhang mit einem Generationenwechsel hat auch die Beschäftigung eines externen CFO bzw. CEO oder die Veränderung in der Zusammensetzung des Kontrollgremiums zu einer stärkeren Wertorientierung geführt (5). Hinsichtlich des Einflusses eines neuen Aufsichtsratsvorsitzenden berichtet der Leiter des Controllings von Q: *„(...) wo jetzt Impulse kommen, ist durch unseren Verwaltungsrat. Da gab es jetzt einen Wechsel (...)“*. In diesem Fall ist der neue Aufsichtsratsvorsitzende in seiner vorherigen Karriere in leitenden Positionen börsennotierter Grossunternehmen mit wertorientierter Unternehmensführung in Kontakt gekommen und *„(...) ist eine gewisse Berichtsform und Berichtsart gewöhnt, von X und versucht da natürlich entsprechend die Kennzahlen, die er gewohnt ist auch bei uns zu platzieren (...)“* (Q). Insofern findet auf diese Weise ein Transfer von Know-how aus börsennotierten Grossunternehmen in das besagte Familienunternehmen statt und führt auch zu einer hohen Relevanz der Thematik Wertmanagement in diesem Unternehmen *„(...) das Thema ist gerade sehr stark (...)“* (Q). Auch CFO B berichtet, dass die Beschäftigung externer Manager in leitenden Führungspositionen, die *„(...) alle von grossen Unternehmen [kommen], die in anderen [Unternehmen] zusammen gearbeitet haben und sich nicht so im Unternehmen hochentwickelt haben (...)“*, und der Einsatz eines Beirats *„(...) wie ein[en] Aufsichtsrat einer grossen Aktiengesellschaft (...)“*, der die Geschäftsleitung kontrolliert, *„(...) wirkt natürlich auf die Themen auf die Professionalisierung [und Wertorientierung] enorm ab (...)“*. Auch CFO L schildert, dass durch einen vollständigen Übergang der Geschäftsleitung auf ein externes Management eine stärkere Wertorientierung bzw. Philosophie in das Unternehmen gekommen sei. *„(...) keiner der Eigentümer mehr im operativen Geschäft involviert und insofern ist da auch ein anderes Verständnis in die Firma ‘reingebracht worden (...)“*.

Wesentlicher konkreter als Veränderungen in der Zusammensetzung des Kontrollgremiums wirkt sich die Beschäftigung eines CFO mit Erfahrung in leitenden

Positionen im Finanzbereich börsennotierter Grossunternehmen auf die Weiterentwicklung der finanziellen Unternehmenssteuerung aus (D, U, L, R, T). So berichten die befragten CFO, dass sie wesentlichen Einfluss auf die Ausgestaltung der Unternehmenssteuerung hinsichtlich Kennzahlen zur Leistungsmessung sowie Anreiz- und Vergütungsstrukturen genommen haben. *„Ja also EBT, Working Capital, das haben wir eingeführt, nachdem ich gekommen bin. (...) Auch ROCE-Berechnungen habe ich als Kennzahl für die Geschäftsführung und den Gesellschafterkreise eingeführt.“* (U). Ergänzt berichtet CFO D, dass *„Wir [CEO+CFO] haben die [Kennzahlen] schon modernisiert.“*

Allerdings ist für die CFO nicht in allen Fällen möglich sich in der Geschäftsführung hinsichtlich neuer Steuerungskennzahlen gegen die Vorstellungen der operativ tätigen Eigentümer durchzusetzen. So berichtet CFO H vom Versuch eine neue Kennzahl einzuführen: *„Ja und ich bin gescheitert. Das wurde nicht angenommen.“* oder CFO O, dass sich im Hinblick auf die Steuerungskonzepte *„(...) nicht so viel verändert [hat] durch Managementwechsel in den letzten zwei Jahren (...)“*. In beiden Fällen war jeweils der Eigentümer selber an der Festlegung der Steuerungskennzahlen beteiligt oder hat eine Einführung einer neuen Spitzenkennzahl aktiv abgelehnt. *„(...) was [EBIT als Steuerungskennzahl] sicherlich ein Herr X [Unternehmer] mit implementiert hatte (...)“* (O). *„Damit [andere Kennzahl als EBT] kann die Familie nichts anfangen.“* (H)

6.4.1.3. Mängel bestehender Kennzahlen zur Leistungsmessung und Vergütung des Managements

Schwächen aktueller Kennzahlen zur Messung der Unternehmensleistung sowie als Basis der Anreiz- und Vergütungssysteme des Managements haben in fünf Unternehmen Anlass dazu gegeben, sich stärker an der Steigerung des Unternehmenswertes zu orientieren (K, O, R, S, T).

„Im Zuge einer Weiterentwicklung [der finanziellen Steuerung] auch aus Eigentümersicht [zeigt sich] Messbarkeit eben nicht nur über reine Erfolgskennzahlen, sondern über ein Thema Wertbeitrag/Unternehmenswert.“

(K)

Auch CFO S berichtet, dass die EVA[®] Kennzahl in die Anreiz- und Vergütungsstrukturen des oberen Managements aufgenommen worden ist, um die Mängel traditioneller Steuerungskennzahlen hinsichtlich Vernachlässigung des investierten Kapitals sowie der durchschnittlichen Kapitalkosten zu beheben:

„Sicherlich ein Stück weit eine umfassendere Kennzahl, die sowohl Ergebnis als auch eben bilanztechnische oder Verzinsungs-, also investitionsbezogene Themen letztendlich in einer Kennzahl zusammenzubringen und auch die Entwicklung dieses FVA über mehrere Jahre im Sinne einer Wertsteigerung, letztendlich, dort [variable Vergütung] mit einzubinden.“

In zwei Fallstudien kritisieren die befragten CFO die aktuelle Ausgestaltung der Anreiz- und Vergütungssysteme als zu kurzfristig orientiert (O, R). Deshalb sind Bestrebungen im Gange die Anreize- und Vergütungsstrukturen im Hinblick auf den Zeithorizont anzupassen. *„Wir probieren das ein bisschen langfristiger aufzustellen und das würde einen Teil der variablen Vergütung ablösen.“* (O)

6.4.1.4. Intensität der Kapitalbindung

Eine hohe bzw. gestiegene Kapitalbindung führt in vier Familienunternehmen dazu, dass auch stärker wertorientierte Kennzahlen zum Einsatz kommen, die sowohl Ergebnis- als auch Bilanzseite gleichzeitig berücksichtigen (I, R, P, S). Die CFO berichten, dass die wertorientierte Kennzahl EVA[®] oder das *Net Working Capital* deshalb explizit in der Leistungsmessung verankert werden. *„Wir steuern intern nach dem EVA[®], um eben sehr ausgeprägt Kapitalbindung mit zu berücksichtigen.“* (R) Ähnlich berichtet CFO I: *„(...) Working Capital ist für uns ein grosser Faktor, ein grosser Geldbetrag auch, der monatlich gesteuert wird (...)“*. Im Gegensatz dazu berichtet ein Familienunternehmen mit geringerer Kapitalbindung, dass Kennzahlen, die das investierte Kapital berücksichtigen, nicht so relevant seien: *„Wir haben kaum Assets. (...) Wir produzieren nicht auf Lager. Es werden keine Bestände produziert, die nicht schon verkauft sind. (...) Deshalb ist auch die Eigenkapitalrendite jetzt nicht unbedingt so ein Thema.“* (M) Es ist allerdings auffällig, dass in Fallstudie H trotz relativ hoher Kapitalbindung keine wertorientierten Kennzahlen eingesetzt wird: *„Da interessieren Liquiditätskennzahlen nicht, da interessieren Bilanzkennzahlen nicht.“* (H)

6.4.1.5. Unternehmensfinanzierung mit Anleihen

In zwei Familienunternehmen hat die Kapitalmarktorientierung im Rahmen der Unternehmensfinanzierung mit Anleihen zu einer stärkeren Wertorientierung geführt (E, P). Jedoch unterscheiden sich die Unternehmen im Hinblick auf die Konsequenz, mit welcher sich die Finanzierung am Kapitalmarkt auf die Unternehmensführung ausgewirkt hat. In Fallstudie E hat sich diese tiefgreifend auf die Unternehmensführung ausgewirkt. So sind „(...) *inzwischen (...) die Kapitalgeber eine sehr wichtige Stakeholder-Gruppe geworden (...)*“. Ausserdem hat innerhalb des Unternehmens im Vorfeld der Ausgabe von Anleihen intern das Verständnis bestanden:

„Wir müssen alles was die Kapitalmarktfähigkeit betrifft, (...) müssen wir so schnell wie möglich einführen. Das heisst internationale Rechnungslegung, das heisst Wertmanagement, das heisst transparenter Geschäftsbericht (...) Wir müssen so denken, wie der Kapitalmarkt es am liebsten hätte, wie wir denken.“ (E)

Im Gegensatz dazu war die Veränderung in Fallstudie P nicht so tiefgreifend. Zwar wolle man die Erwartungen des Kapitalmarktes erfüllen. Dazu gehörten bspw. eine gewisse Publizität und Aufbereitung von Kennzahlen. Insgesamt war diese Veränderung in Fallstudie P aber nur „(...) *unterstützend für die Entwicklung [Wertorientierung] aber nicht 1:1 (...)*“.

6.4.1.6. Unternehmensführung als Treiber der Veränderung: Impulse durch ...

6.4.1.6.1. ... den Unternehmer

In zehn Unternehmen haben die Eigentümer einen Einfluss auf die Implementierung ausgeübt. Dieser Einfluss war sowohl förderlich (6) als auch hinderlich (4) für die Implementierung von Teilaspekten wertorientierter Unternehmensführung.¹²⁹ Dabei scheint nicht so wichtig zu sein, ob die Eigentümer dabei in der operativen

¹²⁹ Aus Tabelle 4 wird ersichtlich, dass der Einfluss der Eigentümer sich auch auf Teilaspekte wertorientierter Unternehmensführung beziehen kann bspw. wertorientierte Vergütung der externen Geschäftsleitung. In anderen Fällen geben die Eigentümer Impulse, ein ganzheitliches Wertmanagement-System zu implementieren.

Geschäftsleitung vertreten sind. Dies zeigt sich in der Darstellung der SFI-Skalen und nachfolgendem Zitat: „Aber der Herr X [Unternehmer] ist eigentlich omnipräsent. Ich sagte Ihnen, ob er CEO oder Aufsichtsratsvorsitzender ist.“ (C) In der Tat lässt sich beobachten, dass auch bei sehr hohem Familieneinfluss (SFI) die Implementierung von Wertmanagement gefördert wird (K). Genauso ist zu beobachten, dass der Unternehmer trotz insgesamt niedrigem Familieneinfluss in Fallstudie F der zentrale Auslöser der Implementierung von Wertmanagement war. Ausserdem ist zu beobachten, dass die Generation des Unternehmens bzw. der Eigentümerfamilie im Hinblick auf die Wertorientierung von geringer Bedeutung ist. Sowohl in Fallstudie K als auch in Fall F wurde die Implementierung vom aktiven Unternehmer gefordert. Allerdings befindet sich F in der vierten bzw. fünften Generation, während sich K in der zweiten Generation befindet. Von den Eigentümern/Unternehmern gehen aber nicht nur positive Impulse für eine stärkere Wertorientierung aus. In einigen Fällen wird eine stärkere Wertorientierung explizit oder implizit abgelehnt (D, H, M).

Insgesamt unterscheiden sich auch die Motive der Eigentümerfamilien bzw. der geschäftsführenden Gesellschafter, weshalb Wertmanagement zu einem bestimmten Zeitpunkt implementiert wurde. Zu den Motiven gehört ein anstehender oder abgeschlossener Generationenwechsel (C, F, I, R), eine grundsätzliche Überarbeitung bzw. Modernisierung der internen Steuerungsinstrumente (K, R), eine Orientierung am Kapitalmarkt zur Wachstumsfinanzierung (E) sowie eine zunehmende Komplexität der Unternehmensführung durch eine hohe Anzahl internationaler Standorte (F).¹³⁰ Im Fall einer Ablehnung ist dies zurückzuführen auf Zweifel am Kosten- und Nutzen-Verhältnis („(...) schwierig zu argumentieren, wenn direkter Nutzen nicht ersichtlich ist (...)“ (T)) oder der erschwerten Verständlichkeit wertorientierter Kennzahlen in der Diskussion mit den Eigentümern des Unternehmens:

„Denn einem 85-jährigen Hauptgesellschafter müssen Sie in ihm verständlichen Begriffen das erklären können. Und wenn ich da jetzt käm' mit einem Economic Value Added oder mit einem, mit einer WACC-Verzinsung von sowieso, die gefordert ist, die wir hier nicht ganz erreichen oder so, dann kann ich mit dem darüber nicht diskutieren. Die Meinungsbildung findet da auf anderen Begrifflichkeiten statt.“ (D)

¹³⁰ Im Detail wurden diese Faktoren in vorherigen Abschnitten diskutiert.

Sehr häufig haben die Unternehmer in anderen Fällen selber an der Auswahl und Einführung bestimmter Kennzahlen wie EBIT und EBT mitgewirkt und möchten diese nun nicht verändern (O, H, M, T).

Fallstudie	SFI ¹³³	G ¹³²	Alter	Illustrative Zitate	Motiv Eigentümer	Einfluss Wertorientierung	Grad WM ¹³¹
K	1,8	2	50-75	„Der wesentliche Faktor oder Auslöser war der Eigentümer (...).“	Modernisierung finanzielle Führung	Einführung EVA [®] -Steuerungssystem	H
R	1,5	4/5	125-150	„Also EVA [®] haben wir an sich eingeführt im Jahre 2002, als die neue Generation kam.“	Modernisierung finanzielle Führung/neue Generation im Unternehmen	Einführung EVA [®] -Steuerungssystem	H
E	1,3	2/3	100-125	„Nachdem sie [Eigentümer] es verstanden haben, worum es eigentlich geht, um die Absicherung der Finanzierung und der zukünftigen Wachstumsstrategie, ja.“	Finanzierung mit Anleihen am Kapitalmarkt	Einführung CVA-Steuerungssystem	H
F	1,1	4	125-150	„Der Wille des Unternehmers.“	Komplexität Unternehmensführung/Rückzug Unternehmer aus operativer Leitung	Einführung EVA [®] -Steuerungssystem	H
C	1,1	4/5	125-150	„Der [Impuls] kam schon von Herrn X.“	Rückzug Unternehmer in den Aufsichtsrat AR/Beschäftigung neuer CEO	Wertorientierte Vergütung	M
O	1,9	4/5	100-125	„(...) der Herr X und der damalige Finanzvorstand (...) hat das [EBIT-Steuerungskennzahl] auch sehr stark mitentwickelt und mitgetrieben (...).“	Verständlichkeit Kennzahlen	Wertorientierte Leistungsmessung	M

¹³¹ Hiernit ist der Grad der Implementierung von Wertmanagement gemeint, siehe Abbildung 36.
¹³² Generation der Eigentümerfamilie.

¹³³ Sum of Familie Influence (SFI), siehe Abschnitt 3.1.3.

Fall-studie	SFI	G	Alter	Illustrative Zitate	Motiv Eigentümer	Einfluss Wertorientierung	Grad WM
T	1,5	1/2	25-50	„Gesellschafter fokussiert auf EBT.“	Kosten- und Nutzen/Verständlichkeit Kennzahlen	Wertorientierte Leistungsmessung	T
D	1,4	2/3	100-125	„Das sind allerdings Instrumente, die in diesem Unternehmen, weil von den Gesellschaftern nicht unbedingt gewollt, auch nicht forciert werden. (...) werden hier nicht abgefordert.“	Verständlichkeit Kennzahlen	Wertorientiertes MCS ¹³⁴	T
M	2,1	1/3	25-50	„(...) zwei Kennziffern, die für uns sehr wichtig sind: Umsatzrendite und Umsatz selbst (...)“.	Verständlichkeit Kennzahlen	Wertorientierte Leistungsmessung	T
H	1,3	5	125-150	„Damit kann die Familien nichts anfangen.“	Verständlichkeit Kennzahlen	Wertorientierte Leistungsmessung	T

Abb. 39: Rolle der Eigentümer bei der Implementierung von Wertmanagement.

¹³⁴ Wertorientiertes Management Control System (MCS), siehe Abschnitt 2.3.1.

6.4.1.6.2. ... das Kontrollgremium

Der Grossteil der Familienunternehmen hat ein Kontrollgremium installiert (16). In neun Familienunternehmen handelt es sich dabei um einen Aufsichtsrat, in sieben Fallstudien um einen Beirat. Sehr selten wird aber die Implementierung von Wertmanagement spezifisch durch das Kontrollgremium beeinflusst. Nur in zwei Fällen wurde durch Mitglieder des Kontrollgremiums spezifisch angeregt, Aspekte von Wertmanagement zu implementieren. Dabei betrafen diese Anregung in einem Fall die Leistungsmessung bzw. das Berichtswesen (Q) und in einem anderen Fall die Ausgestaltung der Anreiz- und Vergütungsstrukturen des obersten Managements (C). In einem weiteren Fall wurde generell angeregt, die Planungs- und Kontrollsysteme des Unternehmens weiterzuentwickeln (U). Die Mitglieder des Kontrollgremiums, die eine stärkere Orientierung an der Wertsteigerung fordern, sind in ihrer beruflichen Laufbahn mit Wertmanagement in Kontakt gekommen, bspw. als Vorstände oder in Kontrollgremien börsennotierter Grossunternehmen. In diesen Fällen kennen diese Aufsichtsräte den aktuellen Standard der variablen Top-Management-Vergütung und regen die Implementierung auch im jeweiligen Familienunternehmen an (C) oder sind ein bestimmtes Berichtsformat gewöhnt, welches sie nun auch in der neuen Position im Aufsichtsrat des Familienunternehmens wiederfinden möchten oder generelle Impulse zur Überarbeitung der Unternehmenssteuerung geben (Q).

„Wir haben noch weitere Verwaltungsratsmitglieder, die natürlich von ihren Erfahrungen aus anderen Unternehmen berichten und da entsprechend auch Input geben, was finanzielle Steuerung betrifft.“ (Q)

Fallstudie	Typ KG ¹³⁵	Illustrative Zitate	Einfluss Wertorientierung	Grad WM ¹³⁶
Q	AR	„(...) wo jetzt Impulse kommen, ist durch unseren Verwaltungsrat.“	Wertorientierte Leistungsmessung	M
C	AR	„Diese Diskussion ist über den Aufsichtsrat mit reingetragen worden.“	Wertorientierte Vergütung	M

Abb. 40: Rolle des Kontrollgremiums bei der Implementierung von Wertmanagement.

¹³⁵ Typ bzw. Bezeichnung des jeweiligen Kontrollgremiums. Aufsichtsrat (AR).

¹³⁶ Hiermit ist der Grad der Implementierung von Wertmanagement gemeint, siehe Abbildung 36.

Allerdings ist die Entstehung eines Kontrollgremiums auch abhängig von den Vorstellungen der Eigentümer und somit wiederum die Wertorientierung des Unternehmens. So berichtet CFO U, dass „(...) Dr. X [Unternehmer] gesagt hat, ich will die [Mitglieder Kontrollgremium] da haben, um die Impulse zu kriegen (...) [Durch den Beirat] sind die Pole gesetzt worden (...)“. Allerdings existiere der Beirat in der damaligen Form „(...) nicht mehr (...)“. Die Interviews zeigen ausserdem, dass die Kontrollgremien generell deutlich stärker in inhaltliche Diskussionen der Unternehmensstrategie involviert sind als in Fragen der Ausgestaltung der Unternehmenssteuerung (3): „Wir diskutieren natürlich alle diese strategischen Entscheidungen, wenn man sagt, wie kann man auch langfristig den Unternehmenswert steigern, dann mit dem Beirat und da kommen natürlich auch Impulse.“ (O) Insofern wird auf diese Weise auf eine stärkere Wertorientierung der Entscheidungen des Managements eingewirkt, aber weniger explizit als dies durch die Einführung von Teilaspekten einer wertorientierten Unternehmensführung geschieht.

Fallstudie	Typ KG ¹³⁷	Illustrative Zitate	Einfluss Wertorientierung	Grad WM ¹³⁸
R	AR	„Die haben das Gedankengut der Wertorientierung weit mehr als es unsere Manager haben und, dass es auch die Erwartung unserer Gesellschafter ist und bringen dadurch Gedankengut bei uns ins Unternehmen.“	Wertorientierte ME ¹³⁹	H
B	Beirat	„Der Beirat ist sehr finanzorientiert, finanzgetrieben. [Das sind] extrem erfahrene und gute Leute, die von da aus kommend auch ihre Fragen stellen. Umgekehrt müssen wir auch entsprechend berichten oder eben auch unsere Vorhaben entsprechend darstellen.“	Wertorientierte ME	M
I	AR	„Also die Frage ist immer: ‚Hat das Management einen Mehrwert geschaffen? Hat es hinreichend ehrgeizige Pläne und erreicht es die?‘“	Wertorientierte ME	M

Abb. 41: Einfluss des Kontrollgremiums auf die Wertorientierung von Entscheidungen des Managements.

¹³⁷ Typ bzw. Bezeichnung des jeweiligen Kontrollgremiums. Aufsichtsrat (AR).

¹³⁸ Hiermit ist der Grad der Implementierung von Wertmanagement gemeint, siehe Abbildung 36.

¹³⁹ Wertorientierte (strategische und operative) Management-Entscheidungen (ME), siehe Abschnitt 4.1.5. sowie 6.3.5.

6.4.1.6.3. ... den CFO

Die CFO der befragten Familienunternehmen nehmen eine zentrale Rolle bei einem Grossteil der Familienunternehmen hinsichtlich zunehmender Wertorientierung ein (12). Bis auf ein Familienunternehmen werden in allen Unternehmen familienfremde, d. h. externe CFO beschäftigt. Im Grossteil der Fälle ging vom CFO ein positiver Effekt auf eine (teilweise) Implementierung aus (9). Allerdings wurde nur in zwei Fällen durch den CFO die Einführung eines ganzheitlichen wertorientierten *Performance Management*-Systems angeregt (E, R). In einem dieser Fälle handelt es sich sogar gleichzeitig um ein Mitglied der Eigentümerfamilie und somit Gesellschafter. Insofern ist dieser CFO im engeren Sinne als Impulsgeber sogar zu den Eigentümern zu zählen. Allerdings bekleidet dieses Familienmitglied offiziell die Rolle des CFO und wird deshalb hier aufgeführt. In den anderen Fällen wurde durch die CFO nur eine teilweise Implementierung von Wertmanagement angeregt, bspw. in der Leistungsmessung oder in den Anreiz- und Vergütungsstrukturen des Managements. Sofern ein positiver Effekt auf eine zunehmende Wertorientierung des Unternehmens ausging, dann auch nur selten, um die Unternehmensführung explizit auf die Steigerung des Unternehmenswertes auszurichten, als die Kapitalbindung stärker zu berücksichtigen (U), die Innenfinanzierungskraft zu messen (G), die variable Vergütung stärker zu objektivieren (L, N) oder die Leistungsmessung zu erweitern (O, D, T). „(...) Zielrichtung Unabhängigkeit und aus eigenen Mitteln zu wachsen, manifestiert habe in der Zielkennzahl Free Cashflow (...)“ (G) „(...) dass man mal zumindest auflistet, solche Kennzahlen wie Capital Employed und gewisse Umsatz- und Kapitalrenditekennzahlen (...)“ (D).

Nur in einem Fall wird berichtet, dass ein CFO entweder nicht durchsetzen konnte (H)¹⁴⁰ oder keinen wesentlichen Einfluss auf die Weiterentwicklung bzw. Ausgestaltung der Wertorientierung hatte, da es sie bereits „(...) seit 15 Jahren [gebe] (...)“ (I). Ein kleiner Teil der CFO sprach sich auch gegen eine explizitere Orientierung am Unternehmenswert durch Implementierung der Kennzahl EVA[®] aus (B, S). Die zentralen Bedenken der CFO betreffen die Komplexität wertorientierter Kennzahlen, den erwarteten Effekt einer Implementierung und die Eignung, um die Leistung von Unternehmen dieser Branche akkurat zu messen. CFO S berichtet:

¹⁴⁰ In dieser Fallstudie hat der CFO nur eine Stabsstelle und ist nicht Teil des obersten Leitungsgremiums des Unternehmens.

„Sie ist sehr komplex und schwer vermittelbar. Sie müssen es dann doch wieder runterbrechen in Einzelkenngrössen, um dann den XVA in eine gewisse Richtung zu steuern. Dann kann man es gleich bleiben lassen, wenn sie dann auch wieder mit den Einzelgrössen arbeiten müssen. (...) Vorbehalte (a) das ist eine komplexe Kennzahl [EVA®], die schwer zu vermitteln ist den Mitarbeitern und (b) glauben wir auch, dass wenn man sich da zu stark nur auf diese Kennzahl verlässt, dass dann auch (...) andere Aspekte, die für uns wichtig sind, mehr qualitative Aspekte, keine Berücksichtigung mehr finden. Und es ist auch schwierig, Themen, die für (...) uns wichtigen langfristigen Charakter haben, dann nach wie vor irgendwo zu fördern und zu incentivieren. Also nehmen wir beispielsweise an, XVA, das ist auch ein Thema, das war in der Strategiediskussion, Investitionen in Themen wie Forschung und Entwicklung oder Aufbau von neuen Standorten, die werden ja erst einmal, auf absehbare Zeit so einen XVA negativ beeinflussen und dann trotzdem diese Dinge zu machen (...) ist die Herausforderung. Denn wir sind im Grunde als Familienunternehmen schon sehr langfristig orientiert und uns interessiert ehrlich gesagt weniger, was jetzt im letzten Quartal oder im letzten halben Jahr passiert ist. Natürlich interessiert es uns auch, aber das ist nicht wirklich, was uns letztendlich treibt, sondern uns treibt, was haben wir über mehrere Jahre erzielt und vor allem, was müssen wir heute tun und investieren, um auch in zehn oder 15 Jahren noch wettbewerbsfähig zu sein und all diese Dinge kommen dann in einem reinen XVA-Konzept überhaupt nicht zur Geltung, die würden dann eher verhindert, weil sie sehr stark dann an einer kurzfristigen Wertsteigerung orientiert sind.“

Hinsichtlich der Geeignetheit zur Messung der Unternehmensleistung in der spezifischen Branche von Fallstudie B hält der CFO fest:

„(...) das hat aber nichts mit B oder Familienunternehmen zu tun, sondern das hat mit der Branche zu tun. (...) Der eigentliche Wert dieser Firma ist: was ist das zukünftige Umsatz- oder Ergebnispotenzial der Moleküle, die heute in unserer Forschung sind (...)“¹⁴¹

¹⁴¹ Damit weist CFO B aus Sicht der Unternehmensbewertung auf die relativ geringe Bedeutung des laufenden Geschäfts hin.

Fall-studie	Illustrative Zitate	Einfluss Wertorientierung	Grad WM ¹⁴²
E	„(...) Also getrieben der damalige Finanzvorstand (...)“.	Einführung CVA-Steuerungssystem	H
R	„Da gab es eine Veränderung.“	Einführung EVA [®] -Steuerungssystem	H
O	„(...) der damalige Finanzvorstand, der mittlerweile im Verwaltungsrat ist, der hat das auch sehr stark mitentwickelt und mitgetrieben (...)“.	Wertorientierte Leistungsmessung	M
T	„EVA [®] -Thematik liegt auf dem Tisch, aber Frage besteht, wie es praktisch eingeführt werden kann.“	Einführung EVA [®] -Steuerungssystem	M
U	„Ja also EBT, Working Capital, das haben wir eingeführt, nachdem ich gekommen bin. (...) Auch ROCE-Berechnungen habe ich eingeführt, nachdem ich hier war.“	Wertorientierte Leistungsmessung und Vergütung	M
G	„Was sich verändert hat, dass ist das, seitdem ich diese vorher schon klar fixierte Zielrichtung Unabhängigkeit und aus eigenen Mitteln zu wachsen, manifestiert habe in der Zielkennzahl Free Cashflow grösser null.“	Wertorientierte Zielsetzung und Leistungsmessung	M
D	„Wir [CEO+CFO] haben die [Kennzahlen] schon modernisiert.“	Wertorientierte Leistungsmessung	M
L	„Dann habe ich das etwas objektiviert mit den Zahlen und als Basis auch immer wieder berechnet jedes Jahr, sodass das dann auch akzeptiert wurde, dass das dann eine Objektivierung dieser Geschichte ist und an der man sich auch orientiert zumindest.“	Wertorientierte Vergütung	M
N	„Das Thema Entlohnungssystem ist eigentlich eher ein Thema, was durch den Personalvorstand, also in dem Falle ich, auch getrieben ist (...)“.	Wertorientierte Vergütung	M
S	„(...) wir glauben nicht, dass wir diese Kennzahl [EVA [®]] brauchen (...)“.	Einführung EVA [®] -Steuerungssystem	M
B	„Ich habe eine Abneigung gegen diese Frage EVA [®] als Lösungskonzept (...)“.	Einführung EVA [®] -Steuerungssystem	M
H	„Ja und ich bin gescheitert. Das wurde nicht angenommen.“	Wertorientierte Leistungsmessung	T

Abb. 42: Rolle des CFO bei der Implementierung von Wertmanagement.

¹⁴² Hiermit ist der Grad der Implementierung von Wertmanagement gemeint, siehe Abbildung 36.

6.4.1.7. Unternehmenserfolg und Krisensituationen

Die meisten der befragten Familienunternehmen sind finanziell sehr erfolgreich, was sich an Ergebnis und Bilanzkennzahlen ablesen lässt. Vor diesem Hintergrund gibt es selten Anreize für Veränderungen aufgrund einer schlechten finanziellen Entwicklung. Insgesamt ist in fünf Familienunternehmen ein Bezug zwischen der finanziellen Unternehmensentwicklung und einer Veränderung der Wertorientierung zu beobachten: *„Das [stärkere Orientierung an der Wertsteigerung] wäre nur mit einem neuen Gesellschafter denkbar oder in einer Krisensituation, dass selbst die Verwöhntesten begreifen würden, was los ist.“* (D) In zwei Familienunternehmen hat sich jedoch in Reaktion auf eine Unternehmenskrise in der Vergangenheit (Q) oder eine schlechtere operative Unternehmensleistung (R) eine stärkere Wertorientierung im Unternehmen entwickelt. Im Gegensatz dazu ist in fünf Familienunternehmen zu erkennen, dass aufgrund einer sehr komfortablen finanziellen Situation bzw. erfolgreichen Unternehmensentwicklung kein Anlass gesehen wird die Steuerungsinstrumente zu überarbeiten oder generell eine stärkere Wertorientierung einzuführen.

Fall- studie	Unternehmenserfolg ¹⁴⁶			Illustrative Zitate	Einfluss Wertorientierung	Grad WM ¹⁴³
	EK- Quote %	NBV (EUR Mrd.)	EBIT- Marge %			
R	20-25	k. A.	5-7,5	„Aber die operative Performance in den Werken war deutlich zu schwach und deshalb schauen wir uns viel mehr Auslastungsgrade, verschiedene Performance-Kennziffern [an] (...).“	Wertorientierte Leistungsmessung	H
C	20-25	(1,0-1,25)	5-7,5	„Cashflow ist nicht das primäre Ziel. Wenn sie so eine cash-riche Gesellschaft haben, ist das natürlich auch komfortabel da darüber weg zu gehen.“	Wertorientierte Zielsetzung und Leistungsmessung	M
L	55-60	0	10-12,5	„Also da ist das hier sehr lean und sehr einfach, aber trotzdem nicht schlechter (...).“	Wertorientiertes MCS ¹⁴⁴	M
Q	k. A.	K A.	k. A.	„Insofern hatte das damals nicht so den grossen Fokus, dass man auch in gewissen Phasen Kostenmanagement betreiben muss und da hat die grosse Krise jetzt doch zu einem Umdenken geführt hier.“	Wertorientierte ME ¹⁴⁵	M
D	45-50	(0-0,25)	k. A.	„(...) verzichten auf viele high sophisticated-Möglichkeiten, die es in der neuen oder modernen Lehre gibt, sind aber trotzdem erfolgreich (...).“	Wertorientiertes MCS	T
T	30-35	0,5-0,75	0-2,5	„Schwierig [EVA [®]] in einem Unternehmen zu etablieren, was 30 Jahre anders und erfolgreich geführt wurde. (...) Immer gut gegangen.“	Wertorientiertes MCS	T
H	65-70	(0,5-0,75)	k. A.	„Also der Erfolg gibt dieser Art der Unternehmenssteuerung auf jeden Fall Recht. (...) Wir machen alles richtig.“	Wertorientiertes MCS	T

Abb. 43: Effekt des Unternehmenserfolgs auf die Implementierung von Wertmanagement.

¹⁴³ Hiernit ist der Grad der Implementierung von Wertmanagement gemeint, siehe Abbildung 36.

¹⁴⁴ Wertorientiertes *Management Control System* (MCS), siehe Abschnitt 2.3.1.

¹⁴⁵ Wertorientierte (strategische und operative) Management-Entscheidungen (ME), siehe Abschnitt 4.1.5. sowie 6.3.5.

¹⁴⁶ Eigenkapitalquote (EK-Quote), Nettobankverbindlichkeiten (NBV) und EBIT-Marge zum Zeitpunkt 31.12.2011.

6.4.1.8. Unternehmerischer Führungsstil und niedriger Formalisierungsgrad

In einem grossen Teil der befragten Familienunternehmen ist trotz der hohen Umsatzgrösse ein niedriger Formalisierungsgrad der Unternehmensführung und des unternehmerischen Führungsstils zu beobachten. In einigen Familienunternehmen ist erkennbar, dass „(...) es gibt keine niedergeschriebene Strategie im Unternehmen (...)“ (D). Folglich sind die Beziehungen zwischen den finanziellen Unternehmenszielen sowie der Bezug zwischen der finanziellen Unternehmensleistung (Wertsteigerung) und Sicherung der Unternehmensexistenz nicht klar festgehalten wie in anderen Familienunternehmen, die einen höheren Grad der Formalisierung aufweisen:

„Aus der Frage der finanziellen Unabhängigkeit leiten sich bestimmte Wertgrössen z.B. für den Verschuldungsgrad ab. Die Ziele und die daraus abgeleiteten Wertgrössen sind in einem Weissbuch festgeschrieben.“ (U)

Trotz Unterschieden im Formalisierungsgrad ist häufig zu beobachten, dass zudem wesentliche Unternehmensentscheidungen aus finanzwirtschaftlicher Sicht kaum formalisiert vorbereitet und getroffen werden (11). So berichten einige Familienunternehmen, dass die Entscheidungen des Managements „(...) gerade in Familienunternehmen manchmal auch ein bisschen Bauch und sehr, sehr schnell [sind]. Das ist auch bei uns so (...)“ (C). Zu einer spezifischen Entscheidungssituation, einer Investition in einen neuen Standort, führt CFO U aus:

„Das müssen Sie dann strategisch entscheiden und ehrlich gesagt, da tut man sich betriebswirtschaftlich bei kurzfristiger Betrachtung hier und da schon schwer [...]. Natürlich kann man jede Investition versuchen positiv zu rechnen. Man müsste ja eigentlich nur die X Produkte bei der laufenden Berechnung des Ergebnisses rausrechnen, die Investition dagegen setzen und dann würde man sehen, dass nach fünf, sechs Jahren Geld zurück kommt. Das würde man wahrscheinlich in einem börsennotierten Unternehmen [machen], aber das macht man hier gar nicht mehr. Da geht man raus und sagt ‚Go‘! Das ist so die Entscheidungsfreiheit des Unternehmers, dass man einfach sagt: ‚Das mache ich jetzt.‘ Da müssen sie als Familienunternehmer auch niemanden fragen. Blödsinn wird da natürlich auch nicht gemacht. Aber es

gibt bestimmte Entscheidungen, die werden rein strategisch entschieden. Ich will nicht sagen gegen die Betriebswirtschaft, irgendwie hängt das ja schon zusammen, aber sagen wir mal entgegen scharfer Berechnungen irgendwelcher Controller (...).“

6.4.1.9. Managementkapazitäten und Know-how zur Weiterentwicklung der finanziellen Führung

Anhand von sechs Familienunternehmen ist zu beobachten, dass fehlendes Know-how der Führungskräfte sowie Mängel personeller Ressourcen zentrale Barrieren darstellen können, die Unternehmensführung zu professionalisieren. In drei Familienunternehmen fehlen personelle Ressourcen und Know-how, um eine stärkere Wertorientierung einzuführen (H, L, T). *„Für Veränderung brauchen Sie Ideen, kreative Köpfe, einen Stab im Grunde von Business Developern oder sonst etwas. Leute, die denken und das fehlt hier (...).“* (H) CFO T ergänzt: *„Bei T [ist] kein Stab vorhanden. Jeder muss Geld verdienen und deshalb Prioritäten setzen.“* Auch in Fallstudie L ist keine Stabstelle vorhanden, die Impulse für eine Formalisierung der Wertorientierung geben könnte. Gemäss CFO L ist dies auch nicht gewollt: *„Wir sind aber nicht so gestrickt, dass wir uns so einen grossen Wasserkopf anlachen wollen, um Dinge zu tun, um sie getan zu haben. Sondern das ist alles sehr schlank aufgestellt aber sehr effektiv.“* Dagegen ist in drei Fallstudien zu beobachten, dass ausreichende personelle Ressourcen und Know-how zur Verfügung stehen, um die Unternehmensführung im Sinne einer stärkeren Wertorientierung zu professionalisieren (U, R, B): *„Wir haben eine Unternehmensentwicklung, eine Strategieabteilung. Die ist vier Mann stark.“* (U) Interessanterweise ist nur eines dieser drei Unternehmen im Hinblick auf die Unternehmensgrösse grösser als die vorherigen drei Fallstudien, denen personelle Ressourcen zu einer stärkeren Wertorientierung fehlen (H, L, T). Insofern relativiert sich die Bedeutung der Unternehmensgrösse zusätzlich, um Unterschiede in der Implementierung von Wertmanagement zu erklären (siehe Abschnitt 6.3.1.1.). Allerdings ist in zwei Fallstudien zu beobachten, dass es nicht zwingend notwendig ist, dass überhaupt eine (grosse) Stabsstelle vorhanden ist. In Fallstudie R ist bspw. explizit vorgesehen, sich *„(...) im zentralen Bereich auf relativ wenig Mitarbeiter, maximal 100, [zu] beschränken (...).“* Auf diese Weise soll der Umfang der zentralen Bereiche überschaubar bleiben. Um jedoch die möglichst geringe Anzahl Mitarbeiter zu

kompensieren, hat dieses Unternehmen eine Strategie entwickelt trotzdem das benötigte Know-how zu gewinnen:

„(...) haben [wir] seit 2004 die Politik [...], dass der Qualifikationsanspruch auch praktisch unbeschränkt sein darf. (...) Wir versuchen aber ganz hervorragende Leute mit an Bord zu holen. Das waren teilweise schon Berater. Das waren teilweise Wirtschaftsprüfer, Steuerberater. Das waren Leute, die aus anderen Unternehmen schon mit viel Praxis zu uns gekommen sind – auch mit deutlich höheren Bezügen als das in anderen Unternehmen der Fall ist. Aber wir haben uns selbst in den verschiedenen Funktionen das Know-how an Bord geholt und deshalb konnten wir auch sehr, sehr viele dieser Dinge ohne Berater tun und das hat gut funktioniert.“

Auch CFO B erwähnt nicht explizit, dass eine Stabstelle existiert, hebt aber hervor, dass Ressourcen zur Verfügung stehen und die Professionalisierung der Unternehmensführung eine feste Aufgabe des CFO ist: *„Wertorientierung, das ist eine Führungsaufgabe. Dafür haben wir auch die Ressourcen, wenn wir denken würden, wir wollen da, was wir auch immer wieder tun, das eine oder andere anpassen, dann bekommt man das auch hin. Das ist nicht das Problem.“* (B)

6.4.1.10. Technische Probleme

In einigen Familienunternehmen sind konkrete technische Probleme Hindernisse der Implementierung einer stärkeren Wertorientierung. Zu den zentralen Problemen gehören dabei die Verfügbarkeit von Bilanzen auf Ebene der Teileinheiten des Unternehmens (6), die Berechnung der (Eigen-)Kapitalkosten (1), eine akkurate Berechnung des investierten Kapitals (1) oder eine ausreichende IT-Infrastruktur (1). Aufgrund fehlender Bilanzen auf Ebene der Teileinheiten des Unternehmens fehlen auch wesentliche Bestandteile des investierten Kapitals, um wertorientierte Spitzenkennzahlen zu berechnen oder die Entwicklung der freien Cashflows zu planen. Diese Herausforderungen bestehen aber vorwiegend bei Familienunternehmen, die noch keine systematische wertorientierte Unternehmensführung eingeführt haben.

„Also wir machen keine Separierung von Kapitalbestandteilen. Das ist eine der grossen Einschränkungen, wenn man auch an Value Based Management

denken würde. Wir haben keine Kapitalkosten zum Beispiel nach Geschäftsfeldeinheiten.“ (B)

Allerdings wird auch in Fallstudie E geschildert, dass trotz Implementierung einer wertorientierten Spitzenkennzahl auf Gruppenebene und in den Anreiz- und Vergütungssystemen des Managements auf niedrigeren Hierarchieebenen die Berechnung des CFROI erschwert wird aufgrund „(...) *dieser ganz engen Verbindung über die intercompanies (...) [und] die Finanzierung, die über die Holding gesteuert wird, [weil so] sehr volatile Bilanzbilder (...)*“ entstehen. Zentrale Implikation für das Wertmanagement ist, dass auf diesen Ebenen nur Werttreiber wie die Umsatzrendite oder das Nettoumlaufvermögen berechnet werden können und „(...) *damit geht der Link [zwischen wertorientierter Spitzenkennzahl und Werttreiber] verloren (...)*“ (E).¹⁴⁷ Bei Unternehmen, in welchen Wertmanagement bereits technisch etabliert ist, sind Probleme zu beobachten, die sich deutlich von einer reinen Verfügbarkeit von Zahlen auf Ebene der Teileinheiten des Unternehmens unterscheiden: „*Nichts, was da im Mainstream, was Working Capital und Fixed Assets anbetrifft (...). Auch Bilanzverfügbarkeit [stellt] kein Problem [dar](...)*“ (F). Ein zentrales Problem stellt in diesen Unternehmen aber die Verrechnung innerbetrieblicher Leistungen dar (E, F):

„Womit wir Schwierigkeiten haben, sind die internen Verrechnungskonten, wenn es zwischen zwei Bereichen interne Verrechnungen gibt. Ein Konzernunternehmen soll an ein anderes Dividende abführen oder wird über [einen] Ergebnisabführungsvertrag gesteuert. Dann ist die Frage, wem ist im Value-Konzept die Dividende bzw. die Ergebnisabführung jetzt in einer bestimmten Periode zuzurechnen.“ (F)

¹⁴⁷ Neben dem Bezug zwischen Werttreibern und wertorientierter Spitzenkennzahl geht auch der Bezug zwischen Gruppenebene und Teileinheit des Unternehmens verloren.

6.4.1.11. Komplexität wertorientierter Spitzenkennzahlen

Eine Hürde der Implementierung bzw. Bedenken der befragten CFO stellt die Verständlichkeit wertorientierter Spitzenkennzahlen dar (11). Insbesondere auf niedrigeren Hierarchieebenen ist für die Gesprächspartner von Bedeutung, dass die Kennzahlen zur Leistungsmessung einfach verständlich und kommunizierbar sind.

„Unser EBIT relativ (...) können sie ja dem einfachsten Werker ganz einfach erklären. So eine EVA[®]-Formel, Zähler und Nenner (...) ist schon komplexer und das war für mich auch ein Thema. Wir suchen da lieber das Simple und Griffige.“ (C)

„Das müssen auch Nicht-Betriebswirte bei uns verstehen.“ (U)

Auch von Familienunternehmen, die eine Umstellung der Kennzahlen zur Leistungsmessung planen, wird hervorgehoben, dass die Verständlichkeit im Zentrum stehen soll.

„(...) sind wir eher auf der Schiene, dass wir es möglichst einfach und verständlich halten wollen. (...) Ich denke wir werden da einen sehr pragmatischen Ansatz wählen (...)“ (Q).

Aus Komplexitätsgründen beobachten einige CFO auch, dass das EVA[®]-Konzept in ihren Unternehmen in der täglichen Entscheidungsfindung kaum Bedeutung habe (F, S) und denken aus diesen Gründen in einem Fall sogar wieder über eine Entfernung der Kennzahl EVA[®] aus dem Steuerungssystem nach (S).

„Nichtsdestotrotz möchte jeder im operativen Geschäft nach Umsatz- und Umsatzrenditen steuern und das ist die tägliche Steuerungskennzahl. Weil die Spitzenkennzahl dann doch eher abstrakt ist. Also im täglichen Geschäft spielt es fast keine Rolle. Sondern dann sind es tatsächlich die abgeleiteten (...) Werthebel.“ (F)

6.4.1.12. Unternehmenskultur und Bereitschaft zum Wandel

Einige Fallstudien zeigen, dass die Unternehmenskultur zentral ist bei der Frage, ob Wertmanagement implementiert wird (15). Diese kulturellen Besonderheiten wirken sich sowohl positiv als auch negativ auf eine zunehmende Wertorientierung aus. In einigen Fällen zeigten die CFO Bedenken, „(...) weil ich mir die Frage stelle, ob das [Einführung WM] zur Unternehmenskultur passt (...)“ (G).

6.4.1.12.1. Unternehmensziele und Selbstverständnis

Im Abschnitt zur Implementierung von Wertmanagement wurde das Zielsystem der Familienunternehmen untersucht. Die obersten Zielsetzungen der meisten Unternehmen stellen die Beibehaltung der finanziellen Unabhängigkeit und die Sicherung der Existenz des Unternehmens dar (16). In diesem Zusammenhang wiesen die befragten CFO auf die hohe Bedeutung der finanziellen Unternehmensleistung hin, um die finanzielle Unabhängigkeit zu erhalten und den Fortbestand zu sichern. Trotz der Darstellung der nicht-finanziellen Ziele, wie der Marktdominanz durch Kundenzufriedenheit, wurde in dieser Darstellung nicht explizit sichtbar, wie sich die finanziellen und nicht-finanziellen Ziele relativ zueinander verhalten. Dieser Vergleich gibt Aufschluss darüber, wie relevant die finanziellen bzw. nicht-finanziellen Ziele in den jeweiligen Familienunternehmen sind. Einem Grossteil der befragten Familienunternehmen sind die nicht-finanziellen Ziele des Unternehmens wichtiger als die finanziellen Ziele. So berichtet CFO D, dass im Rahmen einer stärkeren Wertorientierung „(...) Ziele in den Vordergrund treten, die heute zwar auch mitgeführt werden oder Werte, die ermittelt werden, aber nicht so im Vordergrund stehen (...)“. Eine stärkere Wertorientierung wäre somit laut CFO D „(...) für viele dann in der Belegschaft und auf unteren Managementebenen ein Paradigmenwechsel (...)“. Ergänzend dazu ist die Aussage von CFO P zu sehen, dass das „Unternehmen (...) nicht rein finanzgetrieben [ist] (...)“. Die „Technologieführerschaft geht dann schon mal vor Umsatzrendite“. ergänzt dazu CFO E. CFO C spricht auch davon, dass „Unser Geschäft wird durch die Technik dominiert (...)“ und CFO L fügt hinzu: „Das Unternehmen ist technologielastrig geführt (...)“. Umfassend beschreibt CFO G, wie eine stärkere Wertorientierung kaum mit den heutigen Zielen des Unternehmens und dem Selbstverständnis vereinbar sei.

„Weil der Fokus eigentlich weniger darauf ausgerichtet ist, einen monetären Wert zu schaffen, sondern das Unternehmen mit seinen Inhalten weiterzuentwickeln, in einer abgesicherten Position, damit Arbeitsplätze zu sichern, aber auch allen die daran beteiligt sind, die Möglichkeit [geben] interessante Aufgabenstellungen zu haben.“

Im Gegensatz dazu zeigen stärker wertorientierte Familienunternehmen, dass die Erzielung einer Wertsteigerung dem Selbstverständnis entspricht (4). *„Also jeder sieht uns als Wirtschaftsunternehmen.“* (I)

6.4.1.12.2. Bedeutung der Anspruchsgruppen

Im Hinblick auf die verschiedenen Anspruchsgruppen des Unternehmens zeigen sich wesentliche Unterschiede zwischen den jeweiligen Familienunternehmen. Ein Teil der Familienunternehmen weist Priorisierungen innerhalb der Anspruchsgruppen auf, die vereinbar sind mit den Anforderungen einer wertorientierten Unternehmensführung. An dieser Stelle zeigen sich grundsätzlich verschiedene Auffassungen über den Zweck eines Unternehmens und somit der Bedeutung der verschiedenen Anspruchsgruppen des Unternehmens. CFO K weist darauf hin, dass alle Anspruchsgruppen des Unternehmens nur zufriedengestellt werden können, wenn der Unternehmenswert ausreichend gesteigert wird bzw. genügend Wert geschaffen werde.

„Wenn nicht genügend finanzieller Wert geschaffen wird, dann wird es schwer, auch den anderen Belangen der Stakeholder gerecht zu werden. Weil es dann naturgemäss an der einen oder anderen Stelle zu Einschränkungen kommen könnte.“ (K)

CFO L unterstreicht die Bedeutung der finanziellen Leistungsfähigkeit des Unternehmens, um den gesellschaftlichen und sozialen Verpflichtungen des Unternehmens nachzukommen. Ohne ausreichende Ertragskraft des Unternehmens wäre soziales und gesellschaftliches Engagement nicht möglich.

„(...) viele Dinge, die wir tun und die wir auch tun wollen und in denen wir uns auch gesellschaftlich, politisch und auch in der Region engagieren, gründen darauf, dass wir erfolgreich sind [...]. Also sozial muss man sich

auch leisten können und insofern hat Profitabilität natürlich auch hier einen ganz hohen Stellenwert, wenn nicht sogar den höchsten Stellenwert (...)“ (L).

Im Gegensatz dazu ist das Verständnis anderer Familienunternehmen konträr zu den Überlegungen wertorientierter Unternehmensführung und der Auffassung über die Priorisierung der Anspruchsgruppen des Unternehmens der vorherigen Fallstudienunternehmen. Demnach ist eine stärkere Wertorientierung nicht mit der „(...) Philosophie der Mitarbeiterführung (...)“ (D) oder mit der Ausrichtung auf die Kundenzufriedenheit vereinbar. „(...) wollen Zusagen an Kunden erfüllen (...)“ (P). CFO G beschreibt in Übereinstimmung mit CFO P die Auffassung des Unternehmens hinsichtlich der Bedeutung der Anspruchsgruppen des Unternehmens. „Das Unternehmen ist kundenorientiert ausgerichtet. Das oberste Ziel ist, einen zufriedenen Kunden zu haben. Natürlich mit den Nebenbedingungen, die ich eben erwähnt habe [finanziellen Zielwerte für den freien Cashflow, Umsatzrendite und Wachstum].“

6.4.1.12.3. Art und Intensität des Wandels

Ein radikaler Wandel des Unternehmens, der durch eine Einführung von Wertmanagement erwartet wird, steht im Gegensatz zu den Vorstellungen einiger Eigentümerfamilien nach kontinuierlicher und evolutionärer Weiterentwicklung des Unternehmens (3). Durch die Beschäftigung eines neuen CFO hat sich die Unternehmenssteuerung durchaus weiterentwickelt. Jedoch beschreibt CFO D dazu:

„Wir [CEO und CFO] haben die [Kennzahlen] schon modernisiert. (...) wir haben schon relativ viel Neues mitgebracht, was es vorher gar nicht gab, unter der Überschrift man will im Unternehmen eine (...) Weiterentwicklung, aber nicht im Sinne einer Revolution, sondern eine sanfte Evolution.“

Darüber hinaus hält CFO L fest, dass das Management im Kontext seines Unternehmens keine grundlegenden Veränderungen kurzfristig durchführen könnte.

„Das [Unternehmen] ist ein sensibles Gebilde und da ist es halt auch wichtig, dass man Kultur, diese Werte dann auch pflegt. (...) Wenn Sie jetzt hier so einen Haudegen hätten, der hier alles verändern wollen würde, das wäre mit Sicherheit nicht machbar.“ (L)

Zudem wurde die Orientierung an wertorientierten Spitzenkennzahlen in einem Fall auch als Modeerscheinung angesehen: „(...) *man muss nicht alle Modeerscheinungen mitmachen (...)*“ (C). Im Zusammenhang des radikalen Wandels ist auch zu beobachten, dass einige Familienunternehmen gewachsene Strukturen aufweisen, die nicht so leicht verändert werden könnten (8). Sei dies hinsichtlich Kennzahlen, die in der Vergütung des Managements verwendet werden oder der Höhe der Zielvorgaben für ausgewählte Kennzahlen innerhalb der Zielsetzung: „*Das sind gewisse Sachzwänge, in denen man halt ist oder gewachsene Strukturen, die einfach nicht so durchbrochen werden können.*“ (D)

6.4.1.12.4. Anspruchsniveau des Unternehmens

Ausserdem ist die eigene Anspruchshaltung des Unternehmens zentral für die stetige Weiterentwicklung der Steuerungsinstrumente (5). In Übereinstimmung mit der internen Anspruchshaltung der jeweiligen Unternehmen soll auch die finanzielle Führung den höchsten Anforderungen gerecht werden.

„Das [Wertmanagement] ist irgendwo auch ein Gradmesser dafür, dass das Unternehmen sich immer wieder verbessern will. (...) dass man in dem Unternehmen [nicht nur], was Produkt, was Service, was Vertrieb und Entwicklung betrifft, auf Top-Niveau spielen will, sondern auch in diesem so genannten Backoffice oder im Finanzbereich.“ (E)

„Top company second to none.“ (P)

Schliesslich berichten zwei Familienunternehmen, dass die Unternehmenskultur noch immer stark durch den Gründer und die Gründungsphase geprägt sei. Deshalb seien die Instrumente zur Unternehmenssteuerung bislang noch nicht so stark ausgeprägt.

„Wir sind grade im Generationenwechsel von der ersten auf die zweite Generation und das Unternehmen lebt noch sehr stark von der Denke, von der Kultur, von der Struktur der Gründungsphase, die sich über zwei, drei Jahrzehnte hingezogen hat.“ (M)

„Das Wort Konzern ist bei uns auch verboten.“ (L)

6.4.1.13. Aktive Förderung des Implementierungsprozesses

Die befragten Familienunternehmen, die eine wertorientierte Unternehmensführung implementiert haben, haben gezielte Massnahmen vorgenommen, um den Herausforderungen einer Einführung aktiv zu begegnen. Dazu gehören im Kern die Schulung des Managements sowie die Vereinfachung wertorientierter Spitzenkennzahlen zur Unternehmenssteuerung.

6.4.1.13.1. Schulung Management

In vier Familienunternehmen wurde das Management im Rahmen der Implementierung von Wertmanagement aktiv geschult (E, F, K, R).

„Wir haben das mit mehreren Powerusern oder Testimonials, mit so einem Team aus Technikern, Vertriebsleuten, Kaufleuten, sozusagen als Paket, das war alles vertreten, weil es alle betrifft, haben wir das geschult im Konzern und seitdem ist das nahezu unverändert.“ (E)

Inhaltlich wurden die wertorientierten Spitzenkennzahlen sowie die Beziehungen zu den Werttreibern erläutert, um dem Management aufzuzeigen, anhand welcher Werttreiber die letztlich abstrakte Grösse Unternehmenswert operationalisiert wird und gesteuert werden kann (K, R).

„Es gab auf verschiedenen Top-Management-Veranstaltungen zunächst ausführliche Informationen und dann auch noch mal separate Schulungsveranstaltungen, um dann letztlich die theoretische Konzeption einer wertorientierten Steuerung zu verstehen, die Wirkungsweise der einzelnen Elemente dieser Steuerung, wo eben die Werttreiber sind, wo Werttreiber sein können und wie sie beeinflussbar sind. Damit es eben nicht ein abstrakter Wert ist, der am Ende ermittelt wird und aus Managementsicht das relativ wenig nachvollziehbar ist wie er ermittelt wird, wie er sich zusammensetzt und wie er auch beeinflussbar ist.“ (K)

6.4.1.13.2. Vereinfachung wertorientierter Kennzahlen

In Fallstudie E wurde der Problematik der Komplexität der wertorientierten Spitzenkennzahl durch Vereinfachungen begegnet, um sie im Unternehmen verständlich zu machen.

„Wie in vielen Unternehmen [ist] die Kommunikation und das Verständnis für so eine Grösse [CFROI] ausserhalb des Finanzbereichs, wo Ergebnis und Kapitalgrössen einfach nicht das tägliche Brot sind [ein Problem]. Dem sind wir begegnet, indem wir die Definition und auch die Kommunikation sehr stark vereinfacht haben. Wir machen keine grossen Sonderrechnungen. (...) Abschreibungen, kumulierte Abschreibungen, Zinsen und so weiter, [da] ist eine gewisse Definitionsmechanik auch im Hintergrund, aber sehr einfach.“

(E)

6.4.1.13.3. Erfahrung und nachhaltiges Engagement

Trotz gezielter Massnahmen wie der Schulung des Managements und der Vereinfachung der Kennzahlen scheint bedeutend zu sein, wie viele Jahre die jeweiligen Familienunternehmen bereits Erfahrungen mit Wertmanagement gesammelt haben und wie lange die Unterstützung durch die oberste Unternehmensführung tatsächlich anhält: *„(...) das ständige Wiederholen, das sind die Kapitalkosten und wir müssen auf das Kapital achten, nicht nur auf die Umsatzrendite und dieses ständige Dahinterhersein (...)“* (E). Es wird ersichtlich, dass die befragten Familienunternehmen, die längere Erfahrung mit Wertmanagement gemacht haben und in denen die Unterstützung des Managements permanent und nachhaltig vorhanden war, eine Verankerung der Wertorientierung in der Entscheidungsfindung des Managements erzielt haben (E, R). Bei Familienunternehmen, die erst seit relativ kurzer Zeit mit Wertmanagement vertraut sind, zeigt sich, dass die Wertorientierung in den Entscheidungen des Managements noch nicht stark verankert ist (F, K). *„Ein ganz grosser Wert bei E darin liegt, dass dieses System seit 15 Jahren bei E CFROI heisst.“* (E)

Fallstudie	WM Champion ¹⁴⁸	Jahre Erfahrung	Illustrative Zitate	Einfluss Wertorientierung	Grad WM ¹⁴⁹
E	CFO/Eigentümer/Leitung Bilanzen + Steuern	15	„Es ist implementiert im Sinne von Wahrnehmung unter den Führungskräften, in den Gesellschaften und auch in der Zentrale ist die Wahrnehmung sehr hoch.“	Wertorientierte MCS ¹⁵⁰ + ME ¹⁵¹	H
R	CFO und Unternehmer	11	„Wir arbeiten nur an Projekten, die einen EVA [®] von mindestens 5 % haben. (...) das ist das, was jeder Mitarbeiter kennt.“ ¹⁵²	Wertorientierte ME	H
F	CFO und Unternehmer	3	„Jeder ist überzeugt, dass er über mehr Mitteleinsatz auf der oberen Seite des Werttreiberbaums deutlich mehr rausholen kann als er unten einsetzt.“	Wertorientierte ME	H
K	CFO und Unternehmer	2	„Wobei geläufiger nach wie vor das Thema EBIT und EBIT-Marge ist. Muss man glaube ich schon noch ganz klar sagen. Dafür ist es eben auch erst seit zwei Jahren ungefähr im Einsatz das Thema.“	Wertorientierte ME	H

Abb. 44: Wirkung von Erfahrung und Engagement auf die Implementierung von Wertmanagement.

¹⁴⁸ Hiermit ist das Mitglied der Geschäftsleitung gemeint, welches verantwortlich für die Einführung von Wertmanagement in dem jeweiligen Unternehmen ist bzw. war.

¹⁴⁹ Hiermit ist der Grad der Implementierung von Wertmanagement gemeint, siehe Abbildung 36.

¹⁵⁰ Wertorientiertes *Management Control-System* (MCS), siehe Abschnitt 2.3.1.

¹⁵¹ Wertorientierte (strategische und operative) Managemententscheidungen (ME). Siehe Abschnitt 4.1.5. sowie 6.3.5.

¹⁵² In dieser Fallstudie kein Ausweis als absoluter oder relativer Wertbeitrag, sondern Wertbeitrag im Verhältnis zum Umsatz.

6.4.2. Externe Einflussfaktoren zunehmender Wertorientierung

6.4.2.1. Berater, Wirtschaftsprüfer und Universitäten

Eine wesentliche Rolle nehmen auch Beratungsunternehmen ein. Beratungsunternehmen haben die Implementierung von Wertmanagement in drei Unternehmen gefördert oder zumindestens begleitet. Die Rolle der Beratungen erstreckt sich dabei von der Ideengebung bis zur Begleitung der Implementierung. In den restlichen Unternehmen haben Beratungsunternehmen die Implementierung nicht gefördert. Die Unternehmen, welche beraten wurden, gehören alle zu der Gruppe der Anwender (E, F, K). In diesen Familienunternehmen wird heute ein ganzheitliches wertorientiertes *Performance Management System* eingesetzt.¹⁵³ Nur in einem Familienunternehmen wurde die Implementierung eigenständig in einem Projekt umgesetzt. Dies sei aber nur möglich gewesen durch „(...) einen Mix neuer Mitarbeiter und bestehender Mitarbeiter (...) [und] einer sehr ausgeprägten Projektphilosophie (...)“ (R). In einem weiteren Fall wurde Wertmanagement durch Beratungsunternehmen nicht explizit eingeführt, aber eine stärkere Formalisierung der Unternehmensführung hinsichtlich Planung, Anreiz- und Vergütungsstrukturen des Managements unterstützt. (U): „Das ist natürlich schon irgendwann mal über Berater herangetragen worden. Entweder über den Wirtschaftsprüfer, der hier sehr lange im Hause ist (...) oder über einen externen Berater.“ In diesem Fall handelte es sich aber nicht nur um Beratungsunternehmen, die engagiert wurden, sondern auch um Berater oder Wirtschaftsprüfer im Kontrollgremium des Unternehmens.

Fallstudie	Initiierung	Implementierungsphase	Einfluss Wertorientierung	Grad WM ¹⁵⁴
E	„In der Aufbauphase damals in der Zusammenarbeit in einem Projekt mit X.“	„Drei Workshops hatten wir gehabt mit X damals.“	Einführung CVA-Steuerungssystem	H
F	„Ach, das ist sicherlich ein Ping-Pong-Spiel gewesen	„Ist auch mithilfe von X hier implementiert worden. (...) Ja, das	Einführung EVA [®] -Steuerungssystem	H

¹⁵³ Gemäss Definition vorliegender Studie: Zielsetzung, Leistungsmessung und Vergütung des Managements sind ausgerichtet auf die Steigerung des Unternehmenswertes.

¹⁵⁴ Hiermit ist der Grad der Implementierung von Wertmanagement gemeint, siehe Abbildung 36.

Fallstudie	Initiierung	Implementierungsphase	Einfluss Wertorientierung	Grad WM ¹⁵⁴
	auch mit Beratern.“	Konzept wäre ohne X so nicht hier eingeführt worden.“		
K		„Das ist von einem externen Berater mit unterstützt worden. (...) Die Firma X hat hier mitgewirkt.“	Einführung EVA [®] - Steuerungssystem	H
R		„Das wurde bei uns im Hause entwickelt.“	Einführung EVA [®] - Steuerungssystem	H

Abb. 45: Einfluss von Beratern und Wirtschaftsprüfern auf die Implementierung von Wertmanagement.

Sofern Beratungsunternehmen überhaupt bei einer (teilweisen) Implementierung von Wertmanagement unterstützen können, ist in den jeweiligen Unternehmen eine gewisse Offenheit gegenüber Beratungsunternehmen notwendig. Bei einem Teil der Familienunternehmen ist diese Offenheit zu beobachten: *„Wir hätten auch keine Scheu, das ab und zu prüfen zu lassen. Oder sich nochmal Impulse geben zu lassen.“* (U) In den meisten anderen Fällen ist eine Begleitung durch externe Beratungsunternehmen aber nicht erwünscht: *„Unternehmensberater gehen uns natürlich regelmässig an und wollen uns alles Mögliche verkaufen und andienen. Das Unternehmen zeichnet sich aber durch eine sehr hohe Resistenz gegen Unternehmensberater aus.“* (D) Wirtschaftsprüfungsgesellschaften üben insgesamt kaum Einfluss auf eine Weiterentwicklung der finanziellen Unternehmensführung aus (13): *„Untergeordnet. Also in der Tat eher prüfend. Die sind insoweit ein wertvoller Sparring-Partner, weil sie andere Unternehmen kennen, aber nicht im Sinne von aktiven Impulsen.“* (I) In zwei Familienunternehmen ist auch zu beobachten, dass eine erste Auseinandersetzung mit der Thematik Wertmanagement im Rahmen wissenschaftlicher Abschlussarbeiten erfolgte bspw. Bachelor- und Diplomarbeit (Q, T). *„Diese Diskussion [Anpassung Steuerungsinstrumente] wurde auch durch eine Bachelorarbeit ausgelöst (...) Könnte man dann vielleicht diesen EVA[®] bei uns einsetzen?“* (Q) In einem anderen Fall wurden im Rahmen einer Diplomarbeit sehr konkret durchschnittliche Kapitalkosten und Wertbeiträge des Unternehmens berechnet und *„(...) vor der Geschäftsleitung präsentiert (...)“* (T).

6.4.2.2. Besonderheiten Industrie und Geschäftsmodell

6.4.2.2.1. Saisonalität und Geschäftszyklen

In vier Familienunternehmen ist die Optimierung des Nettoumlaufvermögens aufgrund hoher Saisonalität des Geschäfts stark eingeschränkt (C, M, U, T). Insofern sind die Möglichkeiten stark begrenzt, die operativen Entscheidungen des Managements auf die Steigerung des Unternehmenswertes auszurichten.

Fallstudie	Illustrative Zitate	Einfluss Wertorientierung	Grad WM ¹⁵⁵
C	„Working Capital-Bedarf in unterschiedlichen Jahren, der variiert so stark, nach der Konjunktur. Und danach dann Leute teilweise auszurichten und zu bezahlen, das haben wir gesagt, das kann nicht das Richtige sein.“	Wertorientierte ME ¹⁵⁶	M
U	„Das heisst, das ist ein relativ schnelles Geschäft. Geht alles aus den Vorräten. (...) Wir müssen vorproduzieren. Geht nicht als Kundenauftragsfertigung und wenn wir halt nicht liefern können, dann kauft der Kunde halt woanders.“	Wertorientierte ME	M
T	„... Vorräte schwierig zu steuern aufgrund starker Preisfluktuationen der Rohstoffe (...)“.	Wertorientierte ME	M
M	„Manchmal sind die Bestände hoch, dann haben Sie zu früh produziert. Manchmal sind sie niedrig dann haben Sie zu spät produziert. Ehe das alles über die Bühne gegangen ist, ist die gesamte Saison schon wieder weg.“	Wertorientierte ME	T

Abb. 46: Effekt der Saisonalität auf die Wertorientierung von Entscheidungen des Managements.

6.4.2.2.2. Marktmacht Kunden und Lieferanten

In sieben Familienunternehmen ist ausserdem zu beobachten, dass die Marktmacht der Kunden und Lieferanten den Handlungsspielraum des Managements einschränkt wertorientierte, strategische Entscheidungen zu treffen. Auch hier ist zu beobachten, dass das Controlling-Instrumentarium an sich nicht direkt beeinflusst wird, sondern die Möglichkeiten durch das Management wertsteigernde, strategische Entscheidungen umzusetzen.

¹⁵⁵ Hiermit ist der Grad der Implementierung von Wertmanagement gemeint, siehe Abbildung 36.

¹⁵⁶ Wertorientierte (strategische und operative) Managemententscheidungen (ME), siehe Abschnitt 4.1.5. sowie 6.3.5.

Fallstudie	Illustrative Zitate	Einfluss Wertorientierung	Grad WM ¹⁵⁷
F	„(...) weil man dann auch manchmal auf Grund der Kundenbeziehung eine Ausnahme machen muss. Aber im Grunde wird nur investiert, wenn der XVA, der errechnete, positiv ist (...)“.	Wertorientierte ME ¹⁵⁸	H
R	„Das ist teilweise ein Gezwungensein, dass wir im Ausland nur Aufträge bekommen, wenn wir im Inland solche teilweise auch etwas defizitäre Projekte annehmen.“	Wertorientierte ME	H
K	„Es [kann] eben aus strategischen Gründen dazu kommen, dass man eine längere Pay-Back-Periode hat als wir uns das normalerweise für ein Investment vorstellen“	Wertorientierte ME	H
C	„Wenn man eine sehr starke Weltmarktstellung hat, ist das heute normal, dass man als Forderung zweistellige Umsatzrenditen, EBIT-Renditen, erzielen kann und dass diese auch verlangt werden.“	Wertorientierte ME	M
B	„(...) bei uns ist ja zum Beispiel die Liefertreue eine ganz entscheidende Thematik. Das heisst, wenn ein Patient ein Medikament braucht, egal wo der sitzt, dann ist auch sicherzustellen, dass er das bekommt (...)“.	Wertorientierte ME	M
G	„Wir folgen unseren Kunden und insofern ist die Frage einen Wertbeitrag zu ermitteln, die stellt sich so nicht.“	Wertorientierte ME	M
D	„(...) wir haben eine Reihe von Produkten – jetzt komme ich wieder auf die X-Industrie –, die müssen für die Freigabe extern noch mal geprüft werden, also gewisse Qualitätschecks erfahren, die wir gar nicht machen können (...). Also hier sind gewisse Dinge, die man in dieser Industrie halt dann auch akzeptieren, schlucken muss. (...) Man kann sich nicht immer nur die Rosinen rauspicken.“ ¹⁵⁹	Wertorientierte ME	M

Abb. 47: Auswirkung der Marktmacht von Kunden und Lieferanten auf die Wertorientierung von Entscheidungen des Managements.

¹⁵⁷ Hiermit ist der Grad der Implementierung von Wertmanagement gemeint, siehe Abbildung 36.

¹⁵⁸ Wertorientierte (strategische und operative) Managemententscheidungen (ME), siehe Abschnitt 4.1.5. sowie 6.3.5.

¹⁵⁹ In dieser Zeit befinden sich diese Produkte immer noch im Eigentum des Unternehmens und deshalb in den Vorräten. Deshalb können die Vorräte nicht beeinflusst werden.

6.4.2.2.3. Veränderungen der Marktdynamik und Anstieg der Konkurrenzintensität

In drei Familienunternehmen zeigt sich deutlich die Bedeutung von Veränderungen der Marktdynamik im Hinblick auf eine zunehmende Wertorientierung. In einer Fallstudie zeigt sich ein expliziter Effekt auf das Controlling-Instrumentarium des Unternehmens (H). CFO H schildert, dass aufgrund des schwierigen wirtschaftlichen Umfelds, in welchem sich das Unternehmen befindet, die Bedeutung der Planung langsam zunehme:

„Mittlerweile kommt man auch so ein bisschen darauf, gegen eine Planung zu erproben. (...) So, jetzt dreht sich der Markt seit 2008 gänzlich und wir sind rückläufig. Das heisst seitdem gibt es eigentlich immer nur einen Rückgang gegenüber dem Vorjahr und jetzt beginnt es langsam, dass man sagt: ‚Ja, wir müssen uns jetzt auch mal irgendwelche Ziele setzen.‘“

In zwei Fällen zeigt sich die Bedeutung einer angespannten Konkurrenzsituation sowie zunehmenden Marktdynamik auf, die eine steigende Wertorientierung der befragten Familienunternehmen hindeutet (U, R). Im Hinblick auf die angespannte Konkurrenzsituation und des enormen Kostendrucks innerhalb der Branche beschreibt CFO U, dass Kostenmanagement unausweichlich sei: *„Am Ende des Tages entscheiden dann die letzten zehn Prozent der Kosten natürlich schon. Definitiv. Dafür ist der Markt viel zu konkurrenzbelastet.“* Angesichts einer zunehmenden Marktdynamik schildert der CFO von R zwei wesentliche Entwicklungen ausserhalb des Unternehmens, die zu einer stärkeren Wertorientierung geführt hätten. Dazu gehörten einerseits steigende Rohstoffpreise, die die Kapitalbindung des Unternehmens erhöht haben und somit den Finanzierungsbedarf des Unternehmens gesteigert hätten. Infolgedessen wurde von den finanzierenden Banken ein neues Reporting gefordert, was zu einer kompletten Umstellung der Unternehmenssteuerung geführt habe. Ausserdem habe aufgrund der Marktdynamik die M&A-Aktivität des Unternehmens zugenommen, weshalb die Ermittlung von Unternehmenswerten und die Bedeutung der Wertorientierung für die gesamte Unternehmensführung an Bedeutung gewonnen haben:

„Das [M&A] haben wir begonnen, aus Zwang eigentlich, weil die Märkte, auf denen wir tätig waren sehr, sehr dynamisch geworden [sind]. Da mussten wir

Schwerpunkte setzen. Wir mussten auch einen Bereich, der 25 Jahre nur Verlust geschrieben hat, den mussten wir abstossen bzw. auflösen. Das hat das Unternehmen nicht mehr tragen können. (...) [Ausserdem] haben wir gesehen, [dass] externes Wachstum auch von Nöten [ist] hier und da. Auch wenn wir unsere Stärke natürlich sehen durch die eigene Innovationskraft, die wir haben, uns zu entwickeln. Aber wir haben es immer mal nötig, um auch Zeit zu gewinnen, uns schneller zu machen in der Unternehmensentwicklung, draussen zu schauen was uns helfen kann: kleine, mittlere Unternehmensteile, die wir noch dazu holen, die uns in unserer Entwicklung ein bisschen schneller machen. Und dann haben wir gekauft und verkauft. In Massen. Aber so, dass wir gemerkt haben, wenn wir mal gekauft haben oder, wenn wir mal überlegt haben zu verkaufen, der Unternehmenswert hat schon eine relative Wichtigkeit. Ist auch für unseres operatives Ergebnis wichtig.“

6.4.2.3. Kapitalgeber

6.4.2.3.1. Fremdkapital: Banken und Kapitalmarkt

Der Grossteil der befragten Familienunternehmen ist mit klassischen Bankkrediten finanziert. Einige Familienunternehmen sind überhaupt nicht mit Fremdkapital finanziert (C, H). In den meisten anderen Fällen sind die Netto-Finanzverbindlichkeiten negativ.¹⁶⁰ Durch finanzierende Banken wird eine inhaltliche Ausrichtung der Unternehmensführung auf die Unternehmenswertsteigerung nicht gefördert. Weder gehen von den finanzierenden Banken Impulse aus, Wertmanagement als internes Steuerungsinstrument zu implementieren, noch stellt die Wertentwicklung des Unternehmens einen Bestandteil des Berichtswesens der Unternehmen an die Banken dar. Im Berichtswesen sind primär klassische Bilanz- und Erfolgskennzahlen von Bedeutung.

„Also die Banken gehen doch wesentlich stärker auf unsere klassischen Kennzahlen, also tatsächlich Ergebniskennzahlen aus der P&L und dann wiederum Bilanzierungskennzahlen. Also mir ist keine Bank bekannt, die wirklich einen EVA[®] anpasst und in ihr Kalkül einbezieht.“ (F)

¹⁶⁰ Sofern die öffentlich zugänglichen Jahresabschlüsse überhaupt verlässliche Informationen zur Finanzlage der Gruppe zulassen. In einigen Fällen berichteten die CFO, dass die Jahresabschlüsse kein vollständiges Bild der wirtschaftlichen Lage der Familienunternehmen zeigten, da nicht alle Bestandteile der Gruppe konsolidiert werden.

Was den Einfluss finanzierender Banken auf die Implementierung angeht, gilt obere Aussage auch unabhängig von der relativen Höhe der Finanzierung. Zwar ist zu beobachten, dass die Mitspracherechte und der Einfluss auf die Geschäftsführung mit zunehmender Verschuldung ansteigen, jedoch wird die Implementierung von Wertmanagement oder die explizite Berichterstattung über die Wertentwicklung des Unternehmens nicht gefordert. In den Fallstudien, in welchen die relative Verschuldung sehr niedrig ist, berichten die Gesprächspartner, dass die Berichterstattung an die Banken generell knapp gehalten wird (D, F, I, B).

„Man hätte es gerne, aber begnügt sich dann mit dem, was man von uns haben kann. Aber das ist bei einer Eigenkapitalquote im Konzernabschluss von über 50 Prozent, bei einer Eigenkapitalquote der Muttergesellschaft von über 80 Prozent jetzt nicht so das Kriterium. Also man kennt eigentlich die Solidität der Firmengruppe und auch der Gesellschafterstruktur, sodass man uns hier sicherlich nicht das letzte aller Dinge abfordert, wenngleich natürlich durch das Kreditwesengesetz und die Governance-Kriterien bei den Kreditgebern hier natürlich das schon immer, immer enger wird.“ (D)

„Nun muss man sagen, wir sind ja in einer luxuriösen Situation mit [einer] Eigenkapitalquote von 70 Prozent ist ja die erste Frage des CFOs: ‚Und welche Sicherheit habe ich bei Ihnen, wenn ich bei Ihnen Geld anlege?‘ Das ist ja heute eigentlich anders herum. Das hängt aber immer sehr von dem Status ab. Wenn man selber finanziell gut dasteht, dann übt eine Bank keinen signifikanten Druck aus. Was nicht heisst, dass wir natürlich hochprofessionell gegenüber dem Kapitalmarkt oder gegenüber den Banken berichten. Das ist ja klar. Aber nicht im Sinne von Druck ausüben. Das würde ich jetzt nicht sehen.“ (B)

Im Fall höherer Verschuldung wurde von den finanzierenden Banken jedoch in einem Fall eine Überarbeitung des Berichtswesens gefordert (R).¹⁶¹

„Da sind wir natürlich (...) auch abhängig von externen Kapitalgebern und von Banken. Die Banken wollten ein Berichtswesen sehen.“

¹⁶¹ In dieser Fallstudie war die zunehmende Verschuldung bedingt durch gestiegene Rohstoffkosten, die eine Steigerung des Nettoumlaufvermögens bedingt haben, das (fremd-)finanziert werden musste.

Allerdings berichtet der CFO von R weiter, dass sich durch ein erweitertes Berichtswesen positive Effekte für das Unternehmen ergeben haben:

„Also diese Kommunikationspolitik, das hat sich sehr ausgezahlt für uns. (...) Dieses sehr offensive Kommunizieren hat dazu geführt, dass das Vertrauensverhältnis noch viel enger geworden ist und, dass die [Banken] heute eher sagen: ‚Ach so schlimm kann es schon nicht sein‘, [wenn wir] dort wieder ein Problem und dort wieder ein Risiko [haben].“

6.4.2.3.2. Eigenkapital: Eigentümerfamilie als Kapitalgeber

Die befragten Familienunternehmen sind per Definition privat gehalten und finanzieren sich deshalb nicht mit Eigenkapitaltiteln am Kapitalmarkt. Insofern sind die befragten Familienunternehmen weder Finanzanalysten noch institutionellen Investoren ausgesetzt. *„ (...) Keinen Kapitalmarkt im Nacken (...)“* (C), (ähnlich: D, K, P). In einigen Fällen sind verschiedene Eigentümerfamilien am selben Unternehmen beteiligt oder ein geringer Teil der Anteile befindet sich nicht in den Händen der Familie (A). Ansonsten befinden sich die Familienunternehmen in der Regel zu 100 Prozent in den Händen einer Eigentümerfamilie oder deren Nachkommen. In keinem der befragten Unternehmen sind dritte Investoren in irgendeiner Form bspw. Minderheitsbeteiligung durch Private Equity, beteiligt. Von Seiten der Eigentümerfamilie gehen selten Impulse im Hinblick auf eine stärkere Wertorientierung aus.¹⁶² *„Bisher nicht.“* (C) Insbesondere von nicht-aktiven Gesellschaftern geht kaum Druck hinsichtlich stärkerer Wertorientierung der strategischen und operativen Unternehmensführung aus. Ein Grund dafür kann sein, dass die Anteile am Familienunternehmen überhaupt nicht handelbar sind (F).¹⁶³

„Aber ich denke mal das Thema Wertsteigerung als solches in dem anderen Familienzweig, wo die Anteile dann auf deutlich mehr Schultern verteilt sind, steht nicht in dem Masse im Vordergrund, weil aufgrund der Unternehmensstruktur ist ein Verkauf von Unternehmensanteilen praktisch ausgeschlossen. Da würde gar keiner dran denken und deswegen sind sie

¹⁶² Für die Fälle, in welchen der Unternehmer die Implementierung einer wertorientierten Unternehmensführung getrieben hat, siehe Abschnitt 6.4.1.6.1.

¹⁶³ Möglicherweise sind auch die Einflussnahmemöglichkeiten der Minderheitsgesellschafter auf die Unternehmensführung eingeschränkt.

deutlich stärker an der Dividende interessiert und dem laufenden Ertrag als an der Wertsteigerung.“ (F)

Allerdings sei es grundsätzlich sehr problematisch zu unterscheiden, ob der Unternehmer in der Rolle als Eigentümer oder als CEO die zunehmende Wertorientierung getrieben hat: *„Aber hat er jetzt getrieben als Eigentümer oder als CEO, das ist natürlich sehr schwer zu differenzieren.“ (F)* Ausserdem kommt wertorientierten Kennzahlen (wenn vorhanden) von Seiten der Eigentümer des Unternehmens kaum Aufmerksamkeit zu: *„Berichtet wird es, aber ich denke mal an der Stelle sind die anderen klassischen Finanzkennzahlen von grösserer Bedeutung: ,Wie gross ist das Ergebnis vor Steuern? Wie gross ist das Ergebnis nach Steuern, was dann letztendlich zur Dividende führt?“ (F)*

Nicht zuletzt sind die Eigentümerfamilien in der Regel finanziell keine sehr anspruchsvollen Investoren. Die Eigentümerfamilien üben keinen starken Druck aus, um eine besonders hohe Wertsteigerung bzw. Verzinsung ihres eingesetzten Kapitals zu erreichen. Sie werden von den befragten CFOs zudem als sehr verschieden im Vergleich zu professionellen Investoren charakterisiert: *„Also das ist eine ganz andere Wertewelt als wenn hier ein Private Equity Investor das Unternehmen hätte.“ (D)* Es werden keine sehr hohen Anforderungen an die Verzinsung des eingesetzten Kapitals oder an die Ausschüttung von Dividenden gestellt:

„Es gibt auch keinen Gesellschafter, der sagt, ich möchte eine Dividende von zehn Prozent des eingesetzten Kapitals, oder zehn [bis] 15 Prozent, mehr als letztes Jahr und das jedes Jahr, analog des Wachstums des Unternehmens. Das ist keine Ausrichtung, keine Denken im Unternehmen.“ (G)

Ergänzend dazu sind ausserdem folgende Aussagen der CFO zu sehen, die die geringe Bedeutung des Wertsteigerungs- und Dividendenziels aus Sicht der Eigentümerfamilien bzw. des Unternehmens zeigen:

„Die Wertsteigerung ist schon eine Zielsetzung für ihn [Unternehmer]. Aber das ist eine sehr langfristig gesehene, langfristige und nachhaltige Wertsteigerung. Nicht dieses Jahr-für-Jahr-Rechnen. Das nicht.“ (C)

„Also eine stumpfe Vorgabe wie bei einem Finanzinvestor würde genau dem widersprechen, nämlich die langfristige Erhaltung des Unternehmens in dieser Struktur.“ (E)

6.4.3. Zusammenfassung der Erkenntnisse in einem Framework zur Erklärung von Unterschieden in der Implementierung von Wertmanagement

Welche Faktoren beeinflussen die Implementierung von Wertmanagement in diesen Unternehmen? Die Resultate der empirischen Studie zeigen, dass die Wertorientierung der befragten Familienunternehmen wesentlich von Veränderungen der internen und externen Situation des Unternehmens abhängt. Die Analyse zeigt ausserdem, dass die zentralen Faktoren, die eine zunehmende Wertorientierung beeinflussen (sowohl positiv als auch negativ) innerhalb der befragten Familienunternehmen zu finden sind. Wesentliche Faktoren, die die Wertorientierung der befragten Familienunternehmen beeinflussen, sind der Grad der Dezentralisierung, die Unternehmensgrösse und das Unternehmenswachstum, der Unternehmenserfolg bzw. Krisensituationen, technische Probleme, die Komplexität wertorientierter Kennzahlen, die Intensität der Kapitalbindung, die Mängel bestehender Kennzahlen zur Unternehmenssteuerung, die Managementkapazitäten, die zur Weiterentwicklung der finanziellen Führung zur Verfügung stehen, der unternehmerische Führungsstil und die Unternehmenskultur. Es ist ferner zu unterscheiden zwischen Faktoren, die eine anfängliche Einführung von Wertmanagement fördern sowie Aspekten, die eine tatsächliche Implementierung, d. h. Verankerung in der Entscheidungsfindung des Managements letztendlich bestimmen. In diesem Zusammenhang ist zu beobachten, dass mit zunehmender Erfahrung des Unternehmens mit Wertmanagement, d. h. Anzahl Jahren der Implementierung von Wertmanagement sowie Engagement der Unternehmensführung, d. h. Unterstützung durch einen Wertmanagement-Verantwortlichen, Wertmanagement erst wirklich wirksam wird. Zudem sind die Vereinfachung wertorientierter Kennzahlen sowie die Schulung des Managements bedeutend, um eine stärkere Wertorientierung zu fördern.

Dennoch ist auch der externe Kontext der befragten Familienunternehmen entscheidend, um Unterschiede in der Wertorientierung insbesondere im Hinblick auf

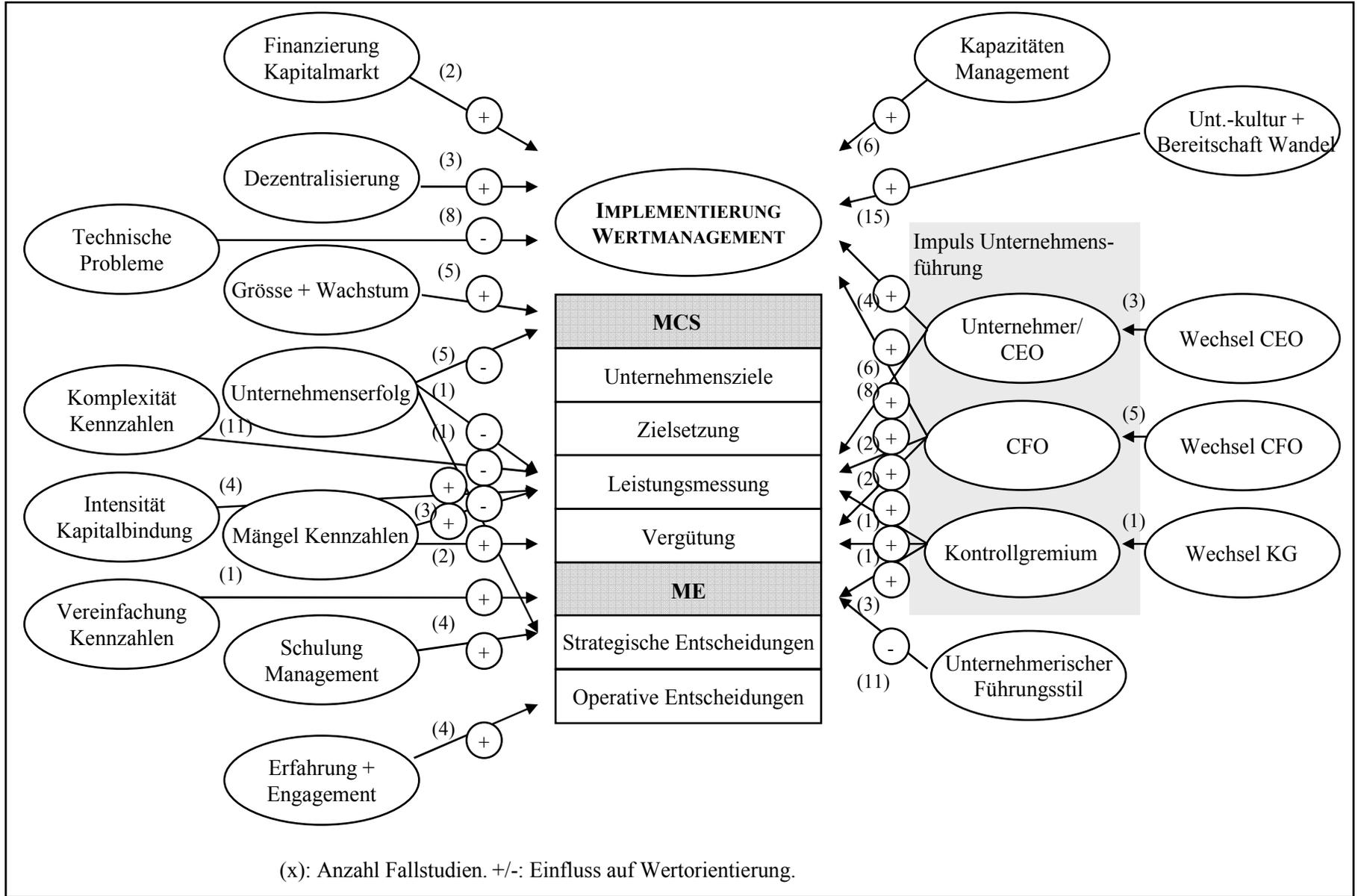
die Ausrichtung der Entscheidungen des Managements auf die Steigerung des Unternehmenswertes zu erklären. Die jeweilige Industrie, in welcher die befragten Familienunternehmen tätig sind, stellt einen wesentlichen Faktor dar, weshalb die Entscheidungen des Managements nicht ausschliesslich auf die Steigerung des Unternehmenswertes ausgerichtet werden können. Die Ausrichtung strategischer Entscheidungen ist stark durch die spezifischen Branchen- und Industriedynamiken geprägt. Dies gilt weniger für die Anwendung der wertorientierten Controlling-Instrumente an sich.

So stellen vor allem die Abhängigkeit von Kunden und Lieferanten aufgrund ungleicher Grössenverhältnisse bspw. in der Automobilzulieferindustrie oder im Handel sowie die hohe Zyklizität bzw. Saisonalität des Geschäfts Faktoren dar, weshalb die Entscheidungen des Managements nicht konsequent auf die Steigerung des Unternehmenswertes ausgerichtet werden (können). Dies zeigt sich sowohl bei strategischen Entscheidungen bspw. grossen Investitionen oder Unternehmensakquisitionen als auch beim der stärker operativ orientierten Steuerung des Nettoumlaufvermögens. Selbst in Unternehmen, in welchen eine wertorientierte Unternehmensführung aus technischer Sicht weitestgehend durchgängig und konsequent implementiert ist (E, F, K, R), sind die Entscheidungen des Managements aufgrund der Industrie- und Branchendynamik nicht vollständig auf die Wertsteigerung ausgerichtet. Die befragten Familienunternehmen sind ansonsten kaum externem Druck ausgesetzt Wertmanagement zu implementieren. Weder von Eigenkapital- noch Fremdkapitalgebern wird die Anwendung in den meisten Fällen explizit gefordert. Durch die Finanzierung am Kapitalmarkt kommen einige Familienunternehmen in Kontakt mit der Denkweise des Kapitalmarkts, was aber nicht zwangsläufig die Implementierung von Wertmanagement bedeutet. Einzig Beratungsunternehmen haben in wenigen Fällen die Implementierung angeregt, anfangs begleitet und gefördert.

Neben Veränderungen in der internen und externen Situation des Unternehmens, welche eine stärkere bzw. weniger starke Wertorientierung der befragten Familienunternehmen erklären, steht die Rolle der Unternehmensführung im Mittelpunkt, um zu beleuchten, weshalb Wertmanagement letztendlich wirklich implementiert wird. Die tatsächlichen Veränderungen hinsichtlich stärkerer Wertorientierung werden durch Mitglieder der obersten Führungsebene des Unternehmens angestossen. In den befragten

Unternehmen gehen von Unternehmer, CFO und Kontrollgremium in Reaktion (Kapitalbindung) oder Antizipation (CEO-Wechsel), von Veränderungen der internen und externen Situation des Unternehmens zentrale Impulse im Hinblick auf die Implementierung von Wertmanagement aus. Nicht nur im Zusammenhang von Antizipation oder Reaktion von Veränderungen, sondern auch angesichts identifizierter Mängel in bestehenden Steuerungssystemen (Mängel Kennzahlen) fördern die jeweiligen Mitglieder der Führungsebene des Unternehmens eine stärkere Wertorientierung. Teilweise werden diese Impulse durch die oberste Führungsebene auch erst durch einen Wechsel in der Führungsstruktur des Unternehmens ermöglicht, bspw. eine neue Generation der Eigentümerfamilie in der Unternehmensleitung, Beschäftigung eines neuen CFO oder ein Wechsel an der Spitze des Kontrollgremiums. In diesen Fällen verfügt das neue Management über Erfahrung und Know-how im Bereich Wertmanagement aus der Tätigkeit in börsennotierten Grossunternehmen. Auffällig ist, dass in keinem der Familienunternehmen eine stärkere Wertorientierung durch einen externen CEO angestossen wurde. Die zentrale Rolle bei der Förderung der Implementierung von Wertmanagement nimmt der Unternehmer selber ein. Eher selten geht ein wesentlicher Impuls zu einer ganzheitlichen Implementierung von Wertmanagement vom CFO oder Mitgliedern des Kontrollgremiums aus. Im Fall eines Impulses durch den CFO oder die Mitglieder des Kontrollgremiums werden typischerweise nur einzelne Teilaspekte von Wertmanagement verändert, bspw. Kennzahlen zur Unternehmenssteuerung oder Veränderungen in der Bemessungsgrundlage für die Anreiz- und Vergütungsstrukturen des Managements. Teilweise wird die Einführung von Wertmanagement auch von Beratungsunternehmen begleitet. Auffällig ist in diesen Fällen, dass hier immer Wertmanagement als ganzheitliches System eingeführt wird, während in anderen Fällen normalerweise nur eine Weiterentwicklung von Teilaspekten der wertorientierten Unternehmensführung stattfindet. Während die Führungskräfte die Implementierung positiv beeinflussen können, ist auch zu beobachten, dass Eigentümer oder CFO einer stärkeren Wertorientierung durchaus kritisch gegenüberstehen und explizit ablehnen.

Abb. 48: Übersicht interner Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement.



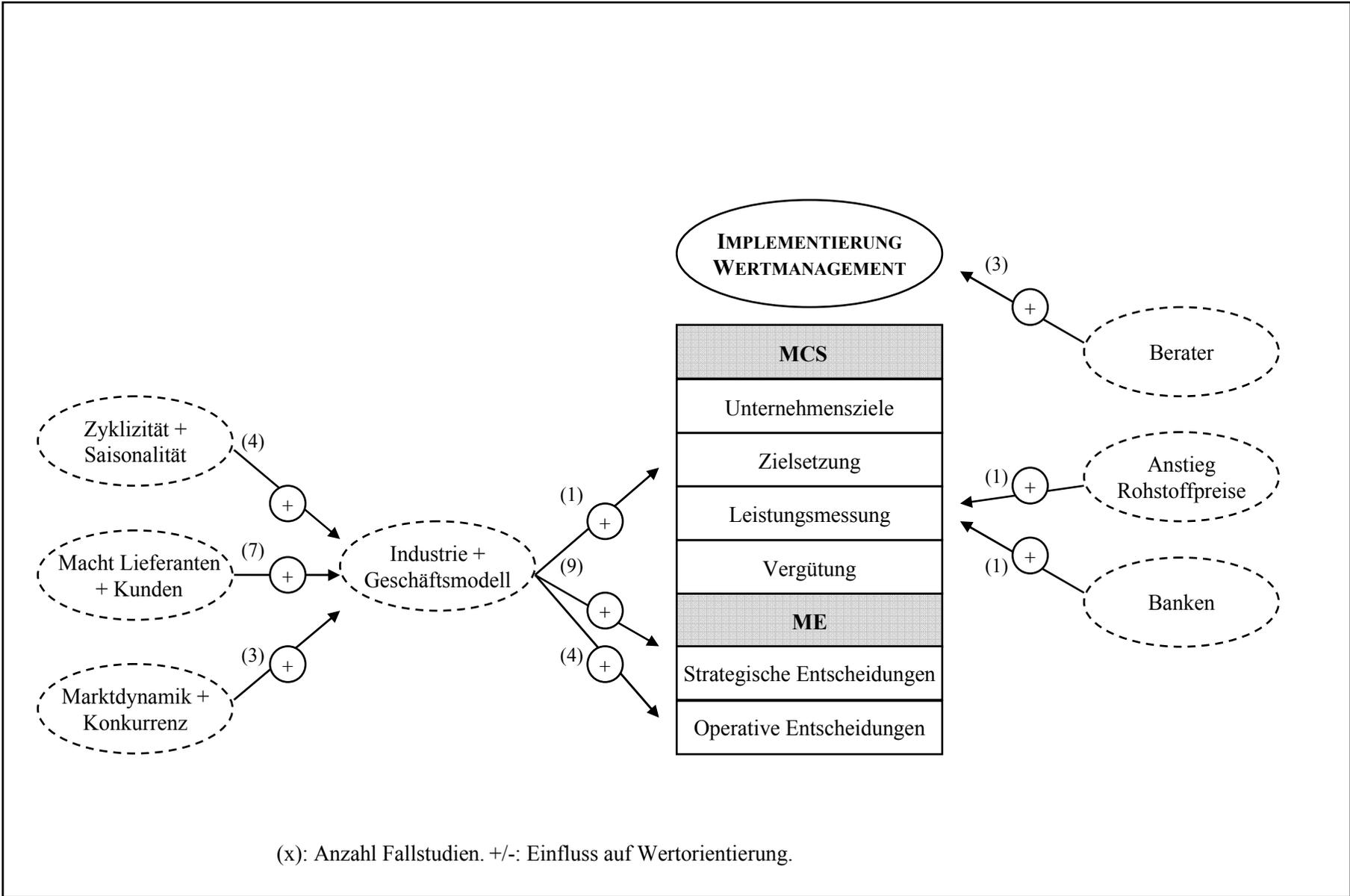


Abb. 49: Überblick externer Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement.

6.5. Auswirkungen der Implementierung von Wertmanagement auf den Unternehmenswert

Führt die Implementierung von Wertmanagement zu einer Steigerung des Unternehmenswertes? Zusammenfassend liegen nur wenige Anhaltspunkte dafür vor, ob sich der Unternehmenswert durch die Implementierung einer wertorientierten Unternehmensführung verändert hat. Dies liegt zunächst an der geringen Anzahl Familienunternehmen in vorliegender Studie, die Wertmanagement überhaupt implementieren (4). Ein weiterer Grund dafür ist, dass die Untersuchung der Erfolgswirkung aufgrund forschungspragmatischer Schwierigkeiten nicht im primären Fokus vorliegender Studie lag. Vor allem die Operationalisierung des Unternehmenswertes stellt sich insbesondere im Kontext privat-gehaltener Familienunternehmen sehr schwierig dar. Deshalb sind die Forschungsergebnisse mit starken Limitationen behaftet. Dennoch werden sie vorgestellt, um keine Erkenntnisse vorzuenthalten und möglicherweise eine Grundlage für anschliessende Forschungsarbeiten zu bieten. Die bestehenden Erkenntnisse zeigen, dass sich durch eine (teilweise) Implementierung von Wertmanagement in einigen Familienunternehmen ein stärkerer Fokus auf das investierte Kapital entwickelt hat, was zu einer finanziell spürbaren Reduktion des investierten Kapitals geführt hat. Insgesamt sind diese Erkenntnisse aber gemischt. Jeweils zwei Unternehmen sind zu identifizieren, in welchen die Implementierung von Wertmanagement (nicht) zu einer Reduktion des investierten Kapitals geführt hat.

Die Implementierung eines ganzheitlichen wertorientierten *Performance Management-Systems* (PMS) hat gemäss CFO E zu einem stärkeren Fokus auf die Kapitalbasis des Unternehmens geführt, der sich auch in einer Reduktion des investierten Kapitals gespiegelt habe. CFO U beschreibt weiter, dass die Verankerung der Entwicklung des Nettoumlaufvermögens in den Anreiz- und Vergütungsstrukturen des Managements eine relative Verbesserung dieser Kennzahl zur Folge hatte. Im Gegensatz zu diesen Fallstudien schildert CFO R, dass sich durch die Einführung eines ganzheitlichen wertorientierten PMS kein Effekt auf das investierte Kapital ergeben habe. Obwohl in Fallstudie R bereits seit dem Jahr 2002 ein ganzheitliches wertorientiertes PMS implementiert worden war, hat es bis zur Beschäftigung eines neuen Managers mit

besonderem Know-how im Bereich Kapitaloptimierung nicht zu einer Reduktion des investierten Kapitals geführt.

„(...) ist jetzt nicht besonders rühmlich, aber wir haben einen Geschäftsführer in einem gewissen Bereich bekommen, der sehr durstig war. (...) Ein absoluter Profi in der Kapitaloptimierung, aber aus der operativen Ecke, nicht aus der Finanzecke. Der weiss genau: ‚Wie organisiere ich? Wie setze ich Prozesse auf in der Fertigung, um eben kapitalschonend durchzukommen?‘“ (R)

Trotz einer Implementierung von Wertmanagement hat sich auch in Fallstudie F bislang kein stärkeres Bewusstsein im Unternehmen auf die Kapitalbasis eingestellt. Gemäss CFO F habe die Implementierung der wertorientierten Spitzenkennzahl EVA[®] nicht zu der gewünschten Reduktion geführt. Vielmehr weist CFO F darauf hin, dass die Bestandteile des investierten Kapitals separat geplant und kontrolliert werden sollten, um eine Reduktion zu erreichen.

„Ich kann nicht nur eine EVA[®]-Zielzahl vorgeben in den Bereichen und sagen: ‚Das regelt sich jetzt alles von selbst.‘ Sondern ich muss tatsächlich Working Capital und Investitionen getrennt verfolgen.“

Zusammenfassend werden die Erkenntnisse in Abbildung 50 übersichtsartig dargestellt. In diesem Fall weisen die positiven Vorzeichen darauf hin, dass sich durch die Implementierung von Wertmanagement ein positiver Effekt auf die Unternehmensleistung durch eine Reduktion des investierten Kapitals (IK) bzw. Nettoumlaufvermögen (NUV) ergeben hat.

Fall	Anwendung WM	Exemplarisches Zitat	Werteffekt
E	CVA-Steuerungssystem	„(...) Gedanke von Wertmanagement im Sinne von effizienter Nutzung des Kapitaleinsatzes extrem hoch. (...) Neue Konzentration beispielsweise auf die Kapitalbasis, was vorher nicht der Fall war (...)“.	IK ↓
U	NUV/ROCE Teil variable Vergütung	„Deshalb ist Working Capital bei uns, in den letzten Jahren bei uns stärker in den Fokus gerückt und das merkt man auch. Die Zahlen werden dadurch besser.“	NUV ↓
R	EVA [®] -Steuerungssystem	„Wir haben mal in einer relativ kurzen Zeit, haben wir 200 Millionen Euro Kapital gespart dadurch, indem wir Bestände optimiert haben, indem wir Zahlungsbedingungen geändert haben. (...)“	NUV ↔
F	EVA [®] -Steuerungssystem	„Leider funktioniert die ganze wertorientierte Steuerung nicht im Hinblick auf Working Capital, nicht im Hinblick auf Investitionen.“	NUV ↔

Abb. 50: Erklärung des Einflusses der Implementierung von Wertmanagement auf den Unternehmenswert.

Die Optimierung des investierten Kapitals stellt einen zentralen Werttreiber dar, da dadurch die erwirtschafteten freien Cashflows ansteigen und die Kosten des eingesetzten Kapitals sinken sofern dieser Effekt nachhaltig ist (Ballwieser, 2004). Insofern kann diese Darstellung zumindest einen indirekten Zusammenhang zwischen der Implementierung von Wertmanagement und einer Steigerung des Unternehmenswertes aufzeigen. Folglich kann auch eine teilweise Implementierung von Wertmanagement zu einer Reduktion des investierten Kapitals führen, wenn einzelne Werttreiber in die Anreiz- und Vergütungsstrukturen aufgenommen werden. Abschliessend werden die Zusammenhänge zwischen (teilweiser) Implementierung von Wertmanagement und Reduktion des investierten Kapitals grafisch dargestellt.

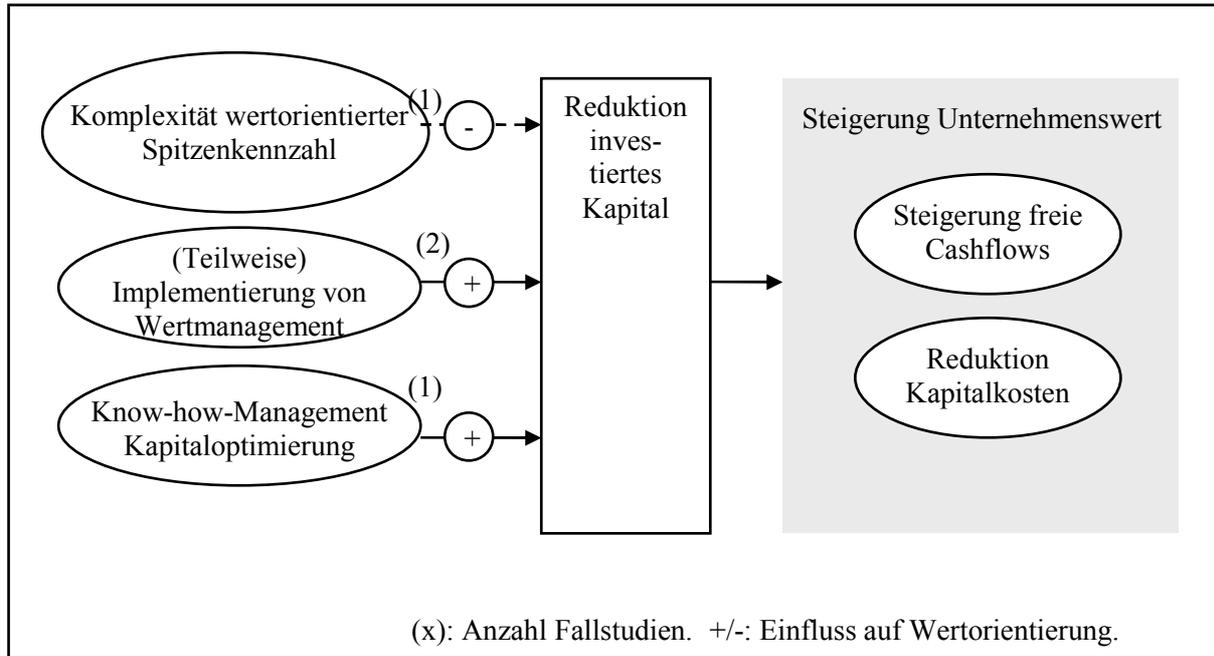


Abb. 51: Effekt der Implementierung von Wertmanagement auf den Unternehmenswert.

7. Kritische Würdigung und Ausblick

7.1. Schlussfolgerungen

Bestehende Forschungserkenntnisse lassen vermuten, dass die Zielsetzung der Steigerung des Unternehmenswertes und die Einführung einer wertorientierten Unternehmensführung vor allem in grossen mittelständischen Unternehmen an Bedeutung gewonnen haben. Anlass für vorliegende Studie waren die gegensätzlichen Erkenntnisse im Rahmen einer Einzelfallstudie eines grossen Familienunternehmens in Deutschland, die zeigten, dass weder die Steigerung des Unternehmenswertes noch die Implementierung einer wertorientierten Unternehmensführung überhaupt von Bedeutung für dieses Unternehmen waren. Vor diesem Hintergrund sind fundamentale Zweifel an der Notwendigkeit einer wertorientierten Unternehmensführung, dem tatsächlichen Stand der Implementierung in grossen Familienunternehmen in Deutschland sowie den wesentlichen Einflussfaktoren, die zu Unterschieden in der Implementierung einer wertorientierten Unternehmensführung führen, entstanden, die in vorliegender Studie adressiert werden sollten. In der bestehenden Literatur werden diese Fragen bisher nur unzureichend beantwortet. Zwar sind einige Beiträge zum Wertmanagement im Mittelstand entstanden, jedoch werden grosse Familienunternehmen sowohl aus konzeptioneller Sicht hinsichtlich Sinnhaftigkeit von Wertmanagement als auch in empirischen Studien im Hinblick auf die tatsächliche Implementierung sowie Einflussfaktoren, die zu Unterschieden in der Implementierung führen, nicht berücksichtigt. Schliesslich gibt es keine Erkenntnisse, wie sich die Einführung einer wertorientierten Unternehmensführung wirklich auf den Unternehmenswert auswirkt.

Die Einführung einer wertorientierten Unternehmensführung erscheint sowohl aus finanzwirtschaftlicher Sicht als auch hinsichtlich der internen und externen Rahmenbedingungen grosser Familienunternehmen zentral. Aus finanzwirtschaftlicher Sicht ist die Orientierung an der Wertsteigerung bedeutend, um die finanzielle Unabhängigkeit des Unternehmens zu erhalten, das Vermögen der Eigentümerfamilie nachhaltig zu steigern und im Fall eines ungewollten Unternehmensverkaufs einen optimalen Verkaufspreis zu erlösen. Im Hinblick auf interne Rahmenbedingungen stehen grosse Familienunternehmen vor der Herausforderung, eine gestiegene Komplexität der Unternehmensführung durch mehrere Geschäftsbereiche und

internationale Geschäftstätigkeit zu bewältigen. Ausserdem entstehen Prinzipal-Agenten-Konflikte sowohl innerhalb der Eigentümerfamilie als auch zwischen Eigentümerfamilie und externem Management. Vor diesem Hintergrund gewinnt ein formalisiertes Wertmanagement an Bedeutung, um das unternehmerische Zielsystem zu vereinfachen sowie die Interessen des externen Managements und der Eigentümerfamilie anzugleichen. Schliesslich ist eine wertorientierte Unternehmensführung bei einer Finanzierung am Kapitalmarkt bedeutend.

Die Ergebnisse der empirischen Untersuchung zeigen, dass die befragten Familienunternehmen heute überwiegend keine systematische wertorientierte Unternehmensführung implementieren. Es wurden ausschliesslich Familienunternehmen in der Untersuchung berücksichtigt, die > EUR 1 Mrd. Umsatzerlöse erzielen (2011). So ist die Steigerung des Unternehmenswertes sehr selten überhaupt ein explizites Unternehmensziel der befragten Familienunternehmen. Folglich sind auch die anderen Teilaspekte wertorientierter Unternehmensführung wie die Zielsetzung, die Leistungsmessung sowie die Anreiz- und Vergütungsstrukturen wertorientiert ausgestaltet. Trotz einer langfristig angestrebten Unternehmensentwicklung, die auf die Beibehaltung der finanziellen Unabhängigkeit sowie Existenzsicherung des Unternehmens ausgerichtet ist, dominieren in den MCS Ergebnis- und Umsatzkennzahlen, an denen sich wiederum die Entscheidungen des Managements orientieren.

Angesichts der Einflussfaktoren, die zu Unterschieden in der Implementierung einer wertorientierten Unternehmensführung führen, kommt der obersten Unternehmensführung eine zentrale Bedeutung zu. Das oberste Management reagiert damit auf Änderungen der internen und externen Situation des Unternehmens. Dazu gehören Wachstum und Dezentralisierung, eine steigende Kapitalbindung, Mängel bestehender Kennzahlen, die Beschäftigung einer externen Geschäftsleitung und die Finanzierung am Kapitalmarkt. Diese Faktoren sind ausschliesslich innerhalb des Unternehmens zu finden. Von ausserhalb der befragten Familienunternehmen ergeben sich kaum Impulse für eine stärkere Wertorientierung. Allerdings schränken die Industrie- und Marktdynamik sowie die Saisonalität des Geschäfts sehr stark ein, inwieweit die strategischen und operativen Entscheidungen wirklich auf die Steigerung des Unternehmenswertes ausgerichtet werden können. Insgesamt trifft somit nur ein

kleiner Teil der vorab formulierten Vermutungen zu, weshalb Wertmanagement in grossen Familienunternehmen (nicht) implementiert wird.

Die Erkenntnisse zum Effekt einer Einführung von Wertmanagement auf den Unternehmenswert sind gemischt. Nur in zwei Fällen hat die Einführung wertorientierter Spitzenkennzahlen zu einer verstärkten Berücksichtigung des eingesetzten Kapitals und zu einer spürbaren Reduktion der Kapitalbindung des jeweiligen Familienunternehmens beigetragen. Es ist jedoch auffällig, dass in einem dieser Fälle nur eine teilweise wertorientierte Unternehmensführung in Form einer Verankerung des Werttreibers Nettoumlaufvermögen in den Anreiz- und Vergütungsstrukturen des Managements erfolgte. Dennoch stellte sich ein positiver Effekt auf die Kapitalbindung des Unternehmens ein. Folglich scheint auch eine teilweise Implementierung von Wertmanagement zu einer Steigerung des Unternehmenswertes führen zu können.

7.2. Diskussion des Erkenntnisbeitrags der empirischen Studie

7.2.1. Stand der Implementierung von Wertmanagement

Die Resultate der empirischen Studie stellen die ersten vertieften Erkenntnisse zum Stand der Implementierung von Wertmanagement im Kontext grosser Familienunternehmen in Deutschland dar. Der empirische Beitrag vorliegender Studie stellt somit einen zentralen Beitrag sowohl zur empirischen Wertmanagement-Forschung als auch zur Untersuchung der finanziellen Führung grosser Familienunternehmen dar. Weder in empirischen Studien zum Wertmanagement noch in der aktuellen Forschung zu Familienunternehmen wird diese Thematik untersucht. Die Resultate der Studie zeigen, dass Wertmanagement auch im Kontext grosser Familienunternehmen zum heutigen Stand selten implementiert wird. Es zeigen sich vor allem Implementierungslücken im Zielsystem und den Anreiz- und Vergütungsstrukturen des Managements. Nicht überraschend sind deshalb bislang weder operative noch strategische Entscheidungen konsequent auf die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes ausgerichtet. Diese Erkenntnisse stehen den bisherigen gegensätzlich Studienresultaten gegenüber, die zeigen, dass die Steigerung des Unternehmenswertes im Mittelstand zu einem der wichtigsten Unternehmensziele avanciert ist und die Wertorientierung mit zunehmender Unternehmensgrösse steigt (Krol, 2009; Gonschorek, 2009; Khadjavi, 2005; Kayser und Wallau, 2003). Die Resultate stimmen aber mit den Erkenntnissen der Fragebogenstudien überein, dass die Existenzziele grundsätzlich wichtiger sind als die finanziellen Unternehmensziele (Gonschorek, 2009).

Ein Grund für die gegensätzlichen Forschungsergebnisse könnte in den unterschiedlichen Forschungsmethoden liegen. Im Rahmen der Fragebögen könnten Antwortfehler entstanden sein (*Response Bias*). Möglicherweise wurde die Steigerung des Unternehmenswertes als wichtiges Unternehmensziel angegeben, um die Erwartungen des Interviewers zu erfüllen oder sich selber besser darzustellen. Möglicherweise könnten auch Missverständnisse oder falsch verstandene Fragen zu den berichteten Ergebnissen geführt haben. Auch in vorliegender Studie gaben einige CFO an, implizit auf die Steigerung des Unternehmenswertes hinzuwirken, obwohl die Steigerung des Unternehmenswertes im Unternehmen überhaupt nicht als explizites Unternehmensziel vorhanden oder kommuniziert war.

Die wesentlichen Limitationen des Forschungsbeitrags werden bereits in der Forschungsmethodik erläutert. Zu der grundsätzlichen Limitation dieses Vorhabens gehört die relativ niedrige Anzahl Fälle, weshalb die Erkenntnisse nicht auf alle grossen Familienunternehmen in Deutschland übertragbar sind. Die Übertragbarkeit ist ausserdem eingeschränkt, da zum heutigen Zeitpunkt keine institutionalisierte oder regelmässig aktualisierte Liste der grössten Familienunternehmen in Deutschland verfügbar ist. Ausserdem ist zu kritisieren, dass die Datenerhebung trotz vorformuliertem Leitfaden teilweise unstrukturiert war und deshalb teilweise nicht für alle Fallstudien dieselben Daten erhoben werden konnten. Aufgrund der relativ stark formalisierten Konstrukte wird die interne und Konstruktvalidität aber insgesamt hoch eingeschätzt. Schliesslich wird auch die Reliabilität aufgrund von Tonbandaufnahmen insgesamt hoch eingeschätzt.

7.2.2. Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement

Zusätzlich zu einer vertieften Untersuchung der Implementierung von Wertmanagement im Kontext grosser Familienunternehmen wurden auch die Einflussfaktoren untersucht, die zu Unterschieden in der Implementierung führen. Die Resultate der empirischen Studie zeigen, dass die bisherige Ansicht, dass Wertmanagement mit zunehmender Unternehmensgrösse stärker implementiert wird, kaum haltbar ist bzw. zumindest von den Resultaten vorliegender Studie nicht besonders stark unterstützt wird (Krol, 2009; Gonschorek, 2009). Gemessen an Grössenkriterien vergleichbarer empirischer Studien zum Wertmanagement im Mittelstand sowie mittelständischen Grössenkriterien sind die Fallunternehmen dieser Studie alle als Grossunternehmen zu betrachten (Gonschorek, 2009; Krol, 2009; Tappe, 2009; Khadjavi, 2005). Im Durchschnitt erwirtschaftete ein Unternehmen dieser Studie im Jahr 2011 Umsatzerlöse in Höhe von EUR 2,6 Mrd.. Wie vorher dargestellt wurde, wird in dieser Gruppe von Unternehmen aber sehr selten eine systematische wertorientierte Unternehmensführung implementiert. Auch aus einem Vergleich der Wertorientierung zwischen ähnlich grossen Familienunternehmen sowie zwischen den grösseren und kleineren Familienunternehmen werden keine wesentlichen Muster deutlich. Vergleicht man bspw. die Fallstudien B und D, ist zu beobachten, dass B trotz deutlich geringerer Grösse eine relativ höhere Wertorientierung aufweist. Ausserdem weisen etwa gleichgrosse Unternehmen im

Hinblick auf Umsatzerlöse und Mitarbeiterzahl wesentliche Unterschiede in der Wertorientierung auf (C, D, E, R). Dazu passen die Ergebnisse der Interviews. Nur drei Familienunternehmen dieser Studie identifizieren die Unternehmensgröße tatsächlich als Faktor, der zu einer stärkeren Wertorientierung geführt hat. Fünf weitere Familienunternehmen identifizieren die Unternehmensgröße zwar als Faktor, der zu einer stärkeren Formalisierung der Unternehmensführung und Anpassung der aktuellen Steuerungsinstrumente geführt hat bzw. in Zukunft führen könnte. Allerdings zeigt sich in diesen Fällen kein expliziter Bezug zur Implementierung von Wertmanagement an sich. Insgesamt stellt sich der Einfluss der Unternehmensgröße auf eine zunehmende Wertorientierung deutlich komplexer dar als der lineare Zusammenhang, der in bisherigen empirischen Studien vermutet wird (Gonschorek, 2009; Krol, 2009). Selbst in den drei zuvor beschriebenen Fallstudien hat nicht die Unternehmensgröße an sich, sondern ein höherer Grad der Dezentralisierung bedingt durch eine hohe Anzahl internationaler Standorte zu einer verstärkten Wertorientierung geführt. Ausserdem scheint eine wertorientierte Steuerung im Zusammenhang von Portfolio-Management an Bedeutung zu gewinnen. In den anderen Fällen ist kein direkter Bezug der Unternehmensgröße zu der Einführung einer wertorientierten Unternehmensführung an sich erkennbar. Die Bedeutung der Unternehmensgröße scheint deshalb hinsichtlich ihres Beitrags zur Erklärung von Unterschieden in der Wertorientierung mittelständischer Unternehmen nicht so wesentlich wie bis anhin angenommen.

Darüber hinaus scheint die Sichtweise, dass Wertmanagement eher implementiert wird, wenn der Familieneinfluss in der Geschäftsleitung abnimmt, problematisch (Gonschorek, 2009; Speckbacher und Wentges, 2012). Die Erkenntnisse dieser Studie zeigen, dass der zentrale Treiber der Implementierung von Wertmanagement in den befragten Familienunternehmen der Unternehmer bzw. die Eigentümerfamilie war. Hier einen sich die Erkenntnisse zu den Einflussfaktoren bei allen Familienunternehmen, die Wertmanagement implementiert haben. In allen Fällen war der Eigentümer-CEO die treibende Kraft hinter der Implementierung, unabhängig vom Einfluss der Familie in der Geschäftsleitung oder gemessen an der SFI-Skala (Speckbacher und Wentges, 2012; Payer-Langthaler et al., 2012). Zwar ist in diesen Unternehmen der Anteil der Familie an der Geschäftsführung relativ gering, aber dennoch werden die Interessen des bzw. der Eigentümer durch die Position des CEO voll umgesetzt. Insofern ist der Eigentümer-CEO eher ein Garant für die

Implementierung als das Gegenteil. Allerdings gilt diese Erkenntnis nicht unbeschränkt in allen Familienunternehmen. In anderen Fällen macht sich dieser Einfluss hinsichtlich der Implementierung von Wertmanagement auch negativ bemerkbar. Einige Eigentümerfamilien lehnen die Implementierung von Wertmanagement implizit oder explizit ab. Somit scheinen weniger die strukturellen Besonderheiten des Familieneinflusses in der Geschäftsleitung bedeutend als die Vorstellungen des Unternehmers und die Erkenntnis, dass hinsichtlich Veränderungen des internen und des externen Unternehmenskontextes eine wertorientierte Unternehmensführung eingeführt werden sollte. Ausserdem ist zu beobachten, dass die Implementierung in einem grossen Teil der Fälle durch externe Berater begleitet wurde.

7.3. Implikationen für die Unternehmenspraxis

7.3.1. Gestaltungsempfehlungen für die Implementierung von Wertmanagement in grossen Familienunternehmen

Die normativen Anforderungen an die Unternehmensführung im Zusammenhang einer Implementierung von Wertmanagement sind in dieser Studie theoretisch erschöpfend behandelt worden und in der Literatur bekannt. Diese normativen Anforderungen umfassen im Kern die wertorientierte Ausgestaltung von *Performance Management-Systemen* (PMS) bzw. *Management Control-Systemen* (MCS), um die Entscheidungen des Managements auf allen Ebenen des Unternehmens auf die Steigerung des Unternehmenswertes auszurichten. Wertorientierte Steuerungskonzepte unterstützen dabei die Operationalisierung und Verständlichkeit der relativ komplexen Zielgrösse des intrinsischen Unternehmenswertes. An diesen grundsätzlichen Anforderungen sowohl im Hinblick auf *Frameworks*, die wertorientierte PMS abbilden, als auch angesichts der vorgestellten wertorientierten Steuerungskonzepte werden keine Adaptionen für Familienunternehmen vorgenommen. Grundsätzlich teilt der Autor die Auffassung, dass die Implementierung einer wertorientierten Unternehmensführung den Anforderungen, die in der normativen Literatur aufgeführt werden, entsprechen sollte. Auch wenn in den meisten Familienunternehmen scheinbar „(...) *einfach die richtigen Dinge [passieren]* (...)“ (E), scheint ein formalisiertes Wertmanagement vor dem Hintergrund der diskutierten internen und externen Rahmenbedingungen unverzichtbar. In diesem Zusammenhang zeigen die befragten Familienunternehmen entlang der fünf Teilaspekte wertorientierter Unternehmensführung teilweise wesentliche Lücken hinsichtlich der Zielsetzung der langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes.

Dennoch ergeben sich entlang der fünf Teilaspekte wertorientierter Unternehmensführung auf Basis der empirischen Studie Einblicke, wie die Orientierung an der Steigerung des Unternehmens besser an die Bedürfnisse grosser Familienunternehmen angepasst werden kann. Aufbauend auf den Erkenntnissen dieser Studie und den normativen Anforderungen an eine wertorientierte Unternehmensführung werden diese nun thesenartig entlang der fünf Teilaspekte von Wertmanagement diskutiert.

„Wir haben uns immer mal damit [Wertmanagement] auseinandergesetzt. Aber wenn ich überlege, in der Vergangenheit, das war bis vor wenigen Jahren verpönt, geradezu verpönt über den Shareholder Value-Ansatz zu sprechen. Das waren immer die Idioten, die die Welt zerstörten. Unsere Altvorderen haben noch so gedacht. Dass das allein selig Machende sicher nicht die auf Nachhaltigkeit und soziale Verantwortung gehende Unternehmensführung ist, die man eigentlich die letzten 150 Jahre bei uns praktiziert hat, aber dass auch der reine Shareholder Value-Ansatz sicher nicht gesund ist auf Dauer, ich glaube, das haben wir inzwischen gelernt und dass man da eher einen Mittelweg gehen muss.“ (R)

7.3.1.1. Integration der Wertsteigerung in das Zielsystem von Familienunternehmen

Die Steigerung des Unternehmenswertes sollte in grossen Familienunternehmen verstanden werden als Voraussetzung, um die Existenz des Unternehmens nachhaltig zu sichern. Die Steigerung des Unternehmenswertes sollte deshalb eine abgeleitete Zielsetzung sein, um nachhaltig die Existenz des Familienunternehmens zu sichern. *„Am Ende des Tages ist Unabhängigkeit immer finanziell.“ (G)* Ganz explizit sollte dabei eine Maximierung der langfristigen freien Cashflows verfolgt werden und nicht eine kurz- und mittelfristige Optimierung von Ergebnisgrössen, die im Rahmen von Multiplikatorenverfahren auch zur Schätzung des Unternehmenswertes herangezogen können. Nur durch eine Optimierung der freien Cashflows wird auch die oberste finanzwirtschaftliche Zielsetzung der jederzeitigen Zahlungsfähigkeit des Unternehmens sichergestellt (Franke und Hax, 1995). Ergänzt werden sollte diese Zielsetzung aber um die Nebenbedingung der finanziellen Unabhängigkeit, die sich in einer für das Unternehmen verträglichen Höhe von Netto-Bankverbindlichkeiten (im Verhältnis zum EBITDA des Unternehmens) widerspiegelt. Die Verträglichkeit richtet sich dabei nach der Zyklizität der Branche und der Notwendigkeit, ausreichende liquide Mittel und Eigenkapital vorzuhalten, um auch wirtschaftlich schwierige Phasen zu überstehen und keine Abhängigkeit von externen Kapitalgebern zu riskieren. Letztlich sollte die Eigentümerfamilie als wichtigste Anspruchsgruppe angesehen werden, da sie das totale Ausfallrisiko trägt.

7.3.1.2. Bestimmung wertorientierter Zielvorgaben

Möglicherweise sind die aus den Kapitalmarktmodellen ableitbaren Verzinsungsanforderungen im Kontext von Familienunternehmen zu niedrig. Vor diesem Hintergrund des Ziels der finanziellen Unabhängigkeit von externen Kapitalgebern sind die Anforderungen an die Generierung ausreichender freier Cashflows höher als in börsennotierten Grossunternehmen, die neues Fremd- oder Eigenkapital am Kapitalmarkt aufnehmen können (Stern et al., 2003). Insofern ist bei der Vorgabe von Zielwerten neben allen intern und extern verfügbaren Informationen auch zu überprüfen, ob Investitionsvolumen aus den operativen Cashflows des Unternehmens gedeckt werden können und welche internen Kapital- und Umsatzrenditen dazu notwendig sind. Es ist bspw. denkbar, dass trotz der Erzielung eines Ergebnisses über den Kapitalkosten nicht ausreichend Liquidität für zukünftige Expansions- und Wachstumspläne zur Verfügung steht bzw. geschaffen wird.

„Wir müssen langfristig finanziell überlebensfähig sein, weil wir eben genau nicht den Zugang zum Kapitalmarkt haben. Das heisst, was wir nicht verdienen oder sparen oder anlegen in der Firma, können wir nicht ausgeben.“ (U)

7.3.1.3. Auswahl eines wertorientierten Steuerungskonzeptes für Zielsetzung, Leistungsmessung und Vergütung

Im Hinblick auf wertorientierte Steuerungskonzepte sollten Familienunternehmen ergebnisbasierte Residualwertmodelle in der Unternehmenssteuerung wie EVA[®] oder Economic Profit wählen (Copeland et al., 1996; Stern et al., 2003). Für diese Steuerungskennzahlen sprechen die intuitive Verständlichkeit sowie der vergleichsweise geringe administrative Aufwand, mit welchem eine Implementierung verbunden ist.

„Ich würde jedem von einem CVA abraten. Und zwar nicht, weil es vom Konzept nicht richtig ist und nicht der richtigere Ansatz ist. Das unterschreibe ich sofort. Aber die Komplexität im täglichen Geschäft ist gigantisch bei einem CVA. Ich würde jedem empfehlen EVA[®] zu machen. (...) Sie schaffen zusätzlich Reportingstrukturen mit dem CVA bis hin zu einer zweiten

Anlagenbuchhaltung und das ist unglaublich komplex. Auch wenn es sicherlich vom theoretischen Anspruch her und von der Sache her das Richtige ist. Aber es ist vom Aufwand her gigantisch.“ (F)

Angesichts der bestehenden Steuerungssysteme der befragten Familienunternehmen zeigt sich, dass häufig keine grundsätzliche Veränderung als eine Weiterentwicklung bzw. Neuordnung der Spitzenkennzahl und der Werttreiber ausreichend wäre, um die Unternehmensführung stärker an der Steigerung des Unternehmenswertes auszurichten. Implizit ist die Unternehmensführung einiger Unternehmen heute bereits auch aus finanzieller Sicht auf die Steigerung des Unternehmenswertes ausgerichtet bspw. durch Berücksichtigung von Ergebnis- und Nettoumlaufvermögen in der Leistungsmessung, die als wesentlich Treiber wertorientierter Spitzenkennzahlen angesehen werden können. Die Einführung eines wertorientierten Steuerungskonzeptes sollte in Familienunternehmen als internes Steuerungsinstrument verstanden werden, das eine stärkere Berücksichtigung von Erfolgsrechnungs- als auch Bilanzeffekten in der Entscheidungsfindung des Managements fördert und somit die Ausrichtung der Unternehmensführung auf eine langfristige und nachhaltige Steigerung der überlebenswichtigen freien Cashflows fördert. Ansonsten ist der Einsatz wertorientierter Steuerungskonzepte in Familienunternehmen von geringerer Bedeutung, bspw. im Rahmen der Kapitalmarkt- oder Bankenkommunikation (siehe Abschnitt 6.4.2.3.1.). Zudem erleichtert ein solches Konzept die Diskussion über den Unternehmenswert und macht ihn in der operativen Unternehmensführung greifbarer.

„[Durch Unternehmensbewertungen] (...) stelle ich fest, das Unternehmen ist zehn Millionen oder 20 Millionen mehr wert geworden. Da kann ich nicht so viel mit anfangen. Wenn ich aber eine gewisse Umsatzrendite erwirtschafte und den Free Cashflow positiv habe, dann weiss ich, das Unternehmen hat Substanz und [hat] sehr wahrscheinlich an Substanz hinzugewonnen.“ (G)

7.3.1.4. Bewusstsein über die Herausforderungen der Implementierung

Die Implementierung einer wertorientierten Unternehmensführung stellt eine tiefgreifende organisatorische Veränderung dar (Copeland et al., 1996). Für eine zunehmende Wertorientierung ist zentral, dass die Impulse zur Veränderungen von der obersten Unternehmensleitung ausgehen. Die Resultate der Studie zeigen, dass es sehr

lange dauern kann, bis die Wertorientierung im Unternehmen tatsächlich gelebt wird. Um eine nachhaltige Verankerung des Steuerungskonzeptes zu erreichen, sind bedeutend eine langfristige Unterstützung der obersten Führungsebene, Vereinfachung wertorientierter Steuerungskonzepte sowie die Schulung des Managements.

„Ein wesentlicher Erfolgsfaktor einer wertorientierten Steuerung ist die tiefe Kenntnis, umfassende Kenntnis dieses Steuerungskonzeptes, um letztlich eine Akzeptanz auch zu erzielen im Management.“ (K)

Ausserdem sind mögliche technische Probleme im Vorhinein zu beheben wie die Verfügbarkeit von Bilanzen auf Ebene der Teileinheiten des Unternehmens.

7.3.2. Relevanz von Wertmanagement angesichts Veränderungen der Unternehmenssituation

Eine zunehmende Wertorientierung ist in den befragten Familienunternehmen vor dem Hintergrund folgender Veränderungen des internen und externen Kontextes des Unternehmens relevant geworden.

- Zunehmender Grad der Dezentralisierung im Rahmen einer internationalen Expansion und Aufbau weltweiter Produktionsstandorte.
- Abgeschlossener oder zukünftiger Rückzug des Unternehmers aus der operativen Geschäftsleitung und Beschäftigung einer externen Geschäftsführung.
- Gestiegene Kapitalbindung und Verschuldung durch einen Preisanstieg des wichtigsten Rohmaterials.
- Erstmalsige Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt.
- Drastische Verschlechterungen der Unternehmensleistung durch Verschärfung des Wettbewerbs oder externe Krisensituationen.

Insofern scheint die Einführung einer wertorientierten Unternehmensführung vor allem für grosse und dezentralisierte Familienunternehmen relevant zu sein, in welchen das investierte Kapital eine wesentliche Grösse darstellt. Zudem gewinnt Wertmanagement vor dem Hintergrund einer zunehmenden Beschäftigung externer

Manager an Bedeutung. Schliesslich haben aber auch Verschlechterungen der Unternehmensleistung zu einer verstärkten Wertorientierung geführt. Dennoch kann die Implementierung auch für Familienunternehmen nützlich sein, die nicht notwendigerweise von einer der oben genannten Veränderungen betroffen sind. Obwohl der Grossteil der befragten Familienunternehmen erfolgreich ist, scheinen noch wesentliche Potenziale insbesondere in der Optimierung des investierten Kapitals vorhanden zu sein, die zum Zeitpunkt der Untersuchung nicht aktiv (genug) verfolgt werden.

„Es gilt ja der saloppe Spruch: die Mängel der Organisation treffen sich im Lager wieder.“ (D)

Diese Optimierungspotenziale dürfen grosse Familienunternehmen angesichts verschärfter globaler Wettbewerbsbedingungen sowie potenziell existenzbedrohlicher volkswirtschaftlicher Verwerfungen nicht ausser Acht lassen, um nachhaltig fortzubestehen.

7.3.3. Schaffung eines förderlichen Umfelds für organisatorischen Wandel

Schliesslich ist bedeutend, dass Familienunternehmen ein förderliches Umfeld für einen organisatorischen Wandel schaffen sowie konstant daran arbeiten betriebswirtschaftliches Know-how zu akquirieren. Die Resultate der empirischen Studie zeigen, dass in einigen Familienunternehmen wesentliche Änderungsbarrieren aufgrund langfristig gewachsener Unternehmensstrukturen und aktuellem bzw. historischem Unternehmenserfolg bestehen. Der aktuelle Unternehmenserfolg sollte nicht weiteren Entwicklungen der Unternehmensführung entgegenstehen. Ausserdem ist ersichtlich, dass betriebswirtschaftliches Know-how für die Weiterentwicklung der Führungsinstrumente fehlt. Insofern sollte die Eigentümerfamilie sicherstellen, ausreichend Zugang zu externem Wertmanagement-Know-how zu erhalten. Die reine Präsenz eines Kontrollgremiums oder eines externen CFOs reicht nicht aus. Der Grossteil der teilnehmenden Familienunternehmen in dieser Studie weist diese Eigenschaften auf. Deutlich wichtiger ist das Know-how sowie die Erfahrung der Führungskräfte und die Möglichkeit Einfluss auf die Gestaltung des Unternehmens zu nehmen. Sofern externes Management in das Familienunternehmen kommt, müssen

auch die organisatorischen Voraussetzungen gegeben sein, dass dieses externe Know-how wirksam werden kann. Die Eigentümerfamilie sollte Sorge dafür tragen, ausreichende Entscheidungsspielräume und Einflussmöglichkeiten bereitzustellen. Das externe Management sollte ausserdem auf möglichst hoher hierarchischer Ebene im Unternehmen vertreten sein. In der empirischen Studie zeigte sich, dass die Wertorientierung durch CFO als auch durch einen neuen Aufsichtsratspräsidenten mit Wertmanagement-Know-how getrieben wurde. Auch die Unterstützung durch externe Berater kann dazu beitragen Know-how im Unternehmen aufzubauen. Zusätzlich ist der Austausch mit Universitäten hinsichtlich der Beschaffung von Know-how zum Wertmanagement relevant. Wenigstens in zwei Unternehmen kamen erste Impulse und Denkanstösse durch wissenschaftliche Arbeiten, die durch ehemalige oder aktuelle Mitarbeiter der jeweiligen Unternehmen angefertigt wurden. An dieser Stelle haben die meisten befragten Familienunternehmen Nachholbedarf. Nicht selten waren die befragten Familienunternehmen in ihren jeweiligen technischen Produktbereichen führend auf dem Weltmarkt. Hinsichtlich Wertmanagements wiesen sie aber Nachholpotenziale auf. Insofern sollten Familienunternehmen sicherstellen, auch im Hinblick auf die betriebswirtschaftliche Theorie/Praxis auf dem aktuellsten Stand der Technik zu sein.

7.4. Ausblick und zukünftiger Forschungsbedarf

Sowohl die Forschung zu Familienunternehmen als auch die Forschung zu Implementierung, Einflussfaktoren und Erfolgswirkung der Anwendung eines ganzheitlichen wertorientierten *Performance Management*-Systems stehen noch am Anfang. Folglich ist auch die Schnittstelle zwischen Familienunternehmen und Wertmanagement in bestehenden Forschungsbemühungen nicht ausreichend berücksichtigt worden. Zukünftig ergeben sich an dieser Stelle vielfältige Ansätze für zusätzliche Forschungsvorhaben. Diese Forschungsbemühungen können einerseits zentrale Erkenntnisse fördern, die zur empirischen Wertmanagement-Forschung beitragen, als auch die Forschung zu Familienunternehmen bereichern. Neue Forschungsmöglichkeiten ergeben sich aus alternativen forschungsmethodischen Ansätzen zur Untersuchung von Wertmanagement als auch aus weiteren inhaltlichen Ergänzungen bzw. Fokussierungen.

Methodisch wären aufgrund der Beschaffenheit vorliegender Studie sowohl eine Einzelfallstudie als auch eine breit angelegte Fragebogenuntersuchung grosser Familienunternehmen in Deutschland besonders interessant. Anhand einer Einzelfallstudie könnten die Dynamiken der Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement sowie der Auswirkung auf den Unternehmenswert im Detail untersucht und verstanden werden. Anhand einer solchen Untersuchung könnte auch ausgewertet werden, wie die Implementierung von Wertmanagement tatsächlich zu einer Steigerung des Unternehmenswertes beiträgt. Mithilfe einer breit angelegten empirischen Fragebogenuntersuchung könnten die entdeckten Muster dieser Studie statistisch bestätigt/widerlegt werden. Möglicherweise können die Erkenntnisse dieser Studie auch neue Impulse zur Formulierung von Hypothesen hinsichtlich Einflussfaktoren sowie Operationalisierung des Wertmanagement-Konstrukts beitragen.

Inhaltlich bieten sich ausserdem vielfältige Ergänzungsmöglichkeiten vorliegender Studie. Analog zu bestehenden Forschungsbemühungen im Kontext börsennotierter Grossunternehmen könnten einzelne Aspekte von Wertmanagement, die in vorliegender Studie möglicherweise zu oberflächlich behandelt worden sind, einzeln untersucht werden. Zu denken ist vor allem an die zentralen Aspekte wie die

Investitionsrechnung oder die Anreiz- und Vergütungsstrukturen des Managements. Vor allem die Vergütung des Managements war für die befragten CFO in vorliegender Studie ein Kernanliegen und ein Themenbereich, der in der jüngeren Vergangenheit hohe Aufmerksamkeit erhalten hat. Hier bestehen vielfältige Ansatzpunkte sowohl aus normativer als auch aus empirischer Sicht. Aus normativer Sicht wäre interessant zu erarbeiten, wie die Vergütungsstrukturen optimalerweise für das externe Management in grossen Familienunternehmen ausgestaltet sein sollten.¹⁶⁴ Aus empirischer Sicht wäre die Untersuchung der tatsächlichen Ausgestaltung der Vergütungssysteme relevant. Im Kontext börsennotierter Unternehmen ist die Vergütung des Managements regelmässig Bestandteil der öffentlichen Diskussion und empirischer Forschung. Im Zusammenhang privat gehaltener Familienunternehmen wird kaum berichtet oder geforscht. Hier könnten ähnliche Forschungsfragen zur Anwendung kommen wie in vorliegender Studie. Ausserdem wären Ländervergleiche sowie Anschlussuntersuchungen an diese Studie interessant, sodass im Zeitverlauf analysiert werden kann, ob und weshalb sich die Wertorientierung grosser Familienunternehmen verändert (hat). Es ergeben sich auch Forschungsfelder, die besonders gut mit qualitativen Forschungsmethoden bearbeitet werden können.

Schliesslich ist zu hoffen, dass das Forschungsgebiet Familienunternehmen generell und an der Schnittstelle zu Fragen der finanziellen Führung in Zukunft zunehmend an Bedeutung gewinnt und somit auch die Unternehmenspraxis von wissenschaftlichen Erkenntnissen profitieren kann, die einen kleinen Teil zu einem langfristigen Bestand von Familienunternehmen beitragen.

¹⁶⁴ Erste Ansatzpunkte bei Schomaker und Günther (2006) sowie Arbeitskreis wertorientierte Führung in mittelständischen Unternehmen e. V. (2006).

Literaturverzeichnis

- Abernethy, M. A. & Lillis, A. M. (1995). The impact of manufacturing flexibility on management control system design. *Accounting, Organization and Society*, 20: 4.
- Achleitner, A.-K. & Bassen, A. (2000). Shareholder Value in klein- und mittelständischen Unternehmen (KMU). In H. Siegwart (Hrsg.), *Jahrbuch zum Finanz- und Rechnungswesen* (S. 145–173). Zürich.
- Achleitner, A.-K. & Bassen, A. (2002). Entwicklungsstand des Shareholder-Value-Ansatzes in Deutschland – Empirische Befunde. In H. Siegwart & J. Mahari (Hrsg.), *Corporate Governance, Shareholder Value & Finance* (S. 611–636). Basel: Lichtenhahn.
- Achleitner, A.-K., Schraml, S. C. & Tappeiner, F. (2008). Private Equity in Familienunternehmen: Erfahrungen mit Minderheitsbeteiligungen. Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.). Abgerufen von:
http://www.familienunternehmen.de/media/public/pdf/studien/Studie_Stiftung_Familienunternehmen_Minderheitsbeteiligungen.pdf [Juni 2013].
- Achleitner, A.-K., Kaserer, C., Günther, N. & Volk, S. (2011). Die Kapitalmarktfähigkeit von Familienunternehmen. Unternehmensfinanzierung über Schuldschein, Anleihe und Börsengang. Stiftung Familienunternehmen & PricewaterhouseCoopers Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (Hrsg.). Abgerufen von:
http://www.pwc.de/de_DE/de/mittelstand/assets/sfu_studie_kapitalmarkt_e4_zA.PDF [Dezember 2012].
- Aken, van, J. E. (2004). Management research based on the paradigm of design sciences: The quest for field-tested and grounded technological rules. *Journal of Management Studies*, 41: 2.
- Alkaraan, F. & Northcott, D. (2006). Strategic capital investment decision-making: A role for emergent analysis tools? A study of practice in large UK manufacturing companies. *The British Accounting Review*, 38: 2.

- Arbeitskreis wertorientierte Führung in mittelständischen Unternehmen e. V. (2006). Gestaltung wertorientierter Vergütungssysteme für mittelständische Unternehmen. *Betriebsberater*, 61: 38.
- Arnold, D. O. (1970). Dimensional sampling: An approach for studying a small number of cases. *American Sociologist*, 5: 2.
- Aronoff, C. E. (1998). Megatrends in family business. *Family Business Review*, 11: 3.
- Astrachan, J. H., Klein, S. B. & Smyrnios, K. X. (2002). The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem. *Family Business Review*, 15: 1.
- Astrachan, J. H. & Jaskiewicz, P. (2008). Emotional returns and emotional costs in privately held family businesses: Advancing traditional business valuation. *Family Business Review*, 21: 2.
- Ballwieser, W. (2004). Wertorientierte Unternehmensführung. In G. Schreyögg & A. Werder (Hrsg.), *Handwörterbuch Unternehmensführung und Organisation* (S. 1615–1623). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Ballwieser, W. (2004). Das Residualgewinnmodell für Zwecke der Unternehmensbewertung. In P. Albrecht, E. Lorenz & B. Rudolph (Hrsg.), *Risikoforschung und Versicherung: Festschrift für Elmar Helten* (S. 51–64). Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft.
- Ballwieser, W. (2009). Shareholder Value als Element von Corporate Governance. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Februar 2009.
- Bankenverband (2011). Folgen von Basel III für den Mittelstand. Abgerufen von: <https://www.bankenverband.de/publikationen/ods/folgen-von-basel-iii-fuer-den-mittelstand> [September 2012].
- Bea, F. X. & Thissen, S. (1997). Institutionalisierung des Shareholder-Value-Konzepts bei der GmbH. *Der Betrieb*, 16.

- Berry, A. J. & Otley, D. T. (2004). Case-based research in accounting. In C. Humphrey & B. Lee (Hrsg.) *The Real Life Guide to Accounting Research: A Behind the Scenes View of Using Qualitative Research Methods* (S. 231–256). London: Elsevier.
- Biddle, G. C., Bowen, R. M., Wallace, J. S. (1997). Does EVA beat earnings? Evidence on the associations with stock returns and firm values. *Journal of Accounting and Economics*, 24: 3.
- Bötzel, S. & Schwilling, A. (1998). Erfolgsfaktor Wertmanagement. Unternehmen wert- und wachstumsorientiert steuern. München: Hanser.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2008). Principles of Corporate Finance (9. Auflage). Boston: McGraw-Hill Irwin.
- Bruns, W. J. & McKinnon, S. M. (1993). Information and managers: A field study. *Journal of Management Accounting Research*, 5.
- Bühler, C. B. (2006). Family Business Governance. Zehn Leitlinien einer “Good Governance”. Sonderdruck: Aktuelle Juristische Praxis. Lachen: Dike Verlag.
- Burkart, M., Panunzi, F. & Shleifer, A. (2003). Family Firms. *The Journal of Finance*, 58: 5.
- Burkert, M. & Lueg, R. (2013). Differences in the sophistication of Value-based Management – The role of top executives. *Management Accounting Research*, 24: 1.
- Carr, C. & Tomkins, C. (1996). Strategic investment decisions: The importance of SCM. A comparative analysis of 51 case studies in U. K., U. S. and German companies. *Management Accounting Research*, 7: 2.
- Casson, M. (1999). The economics of the family firm. *Scandinavian Economic History Review*, 47: 1.

- Chen, S. & Dodd, J. L. (1997). Economic Value Added (EVA™): An empirical examination of a new corporate performance measure. *Journal of Managerial Issues*, 9: 3.
- Chenhall, R. H. (2003). Management control systems design within its organizational context: Findings from contingency-based research and directions for the future. *Accounting, Organizations and Society*, 28: 2–3.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H. & Sharma, P. (2005). Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29: 5.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Pearson, A. W. & Barnett, T. (2012). Family involvement, family influence, and family-centered non-economic goals in small firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36: 2.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J. & Sharma, P. (1999). Defining the business by behaviour. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23: 4.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J. & Bergiel, E. B. (2009). An agency theoretic analysis of the professionalized family firm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33: 2.
- Coenenberg, A. G., Mattner, G. R. & Schultze, W. (2002). Wertorientierte Steuerung: Anforderungen, Konzepte, Anwendungsprobleme. In A. Rathgeber, H.-J. Tebroke & M. Wallmeier (Hrsg.), *Finanzwirtschaft, Kapitalmarkt und Banken, Festschrift für Manfred Steiner zum 60. Geburtstag* (S. 1–24). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Coenenberg, A. G. & Salfeld, R. (2003). Wertorientierte Unternehmensführung. Vom Strategieentwurf zur Implementierung. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Coenenberg, A. G. & Salfeld, R. (2007). Wertorientierte Unternehmensführung. Vom Strategieentwurf zur Implementierung (2. Auflage). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

- Cooper, S. & Crowther, D. (2008). The adoption of value-based management in large UK companies. A case for diffusion theory. *Journal of Applied Accounting Research*, 9:3.
- Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (1996). Valuation. Measuring and managing the value of companies (2. Auflage). New York: John Wiley & Sons.
- Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (2000). Valuation: Measuring and managing the value of companies (3. Auflage). New York: John Wiley & Sons.
- Corbetta, G. & Salvato, C. A. (2004). The board of directors in family firms: One size fits all? *Family Business Review*, 17: 2.
- Craig, J. & Moores, K. (2005). Balanced scorecards to drive the strategic planning of family firms. *Family Business Review*, 18: 2.
- Craig, J. & Moores, K. (2010). Strategically aligning family and business systems using the Balanced Scorecard. *Journal of Family Business Strategy*, 1:2.
- Creswell, J. W. (2009). Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches (3. Auflage). London: Sage.
- Damodaran, A. (2006). Damodaran on valuation: Security analysis for investment and Corporate Finance (2. Auflage). London: Prentice Hall.
- Dekker, H. C., Groot, T., Schoute, M. & Wiersma, E. (2012). Determinants of the use of value-based performance measures for managerial performance evaluation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39: 9 & 10.
- Di Giuli, A., Caselli, S. & Gatti, S. (2011). Are small family firms financially sophisticated? *Journal of Banking and Finance*, 35: 11.
- Drobetz, W., Pensa, P. & Wöhle, C. B. (2006). Kapitalstruktur in Theorie und Praxis: Ergebnisse einer Fragebogenuntersuchung. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 76: 3.

- Duller, C., Feldbauer-Durstmüller, B. & Mitter, C. (2011). Corporate governance and management accounting in family firms: does generation matter? *International Journal of Business Research*, 11: 1.
- Ebeling, C. (2007). Erfolgsfaktoren einer wertorientierten Unternehmensführung. Dissertation Universität zu Köln.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, 14: 4.
- Eisenhardt, K. M. & Graebner, M. E. (2007). Theory building from case studies: opportunities and challenges. *Academy of Management Journal*, 50: 1.
- Europäische Gemeinschaft. (2006). Die neue KMU-Definition: Benutzerhandbuch und Mustererklärung. Abgerufen von: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme_definition/sme_user_guide_de.pdf [Januar 2013]
- Feldbauer-Durstmüller, B., Wimmer, B. & Duller, C. (2007). Controlling in österreichischen Familienunternehmen – dargestellt am Bundesland Oberösterreich. *Zeitschrift für Planung & Unternehmenssteuerung*, 18: 4.
- Filbeck, G. & Lee, S. (2000). Financial management techniques in family businesses. *Family Business Review*, 13: 3.
- Flick, U. (2009). An Introduction to qualitative research (4. Auflage). London: Sage.
- Flick, U. (2011). Introducing research methodology. London: Sage.
- Fiss, P. C. & Zajac, E. (2004). The diffusion of ideas over contested terrain: the (non) adoption of a shareholder value orientation among German firms. *Administrative Science Quarterly*, 49: 4.
- Franke, G. & Hax, H. (1995). Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt (5. Auflage). Berlin: Springer.

- Gallo, M. A., Tàpies, J. & Cappunys, K. (2004). Comparison of family and nonfamily business: Financial logic and personal preferences. *Family Business Review*, 17: 4.
- Gallo, M. A. & Vilaseca, A. (1996). Finance in family business. *Family Business Review*, 9: 4.
- Gebhardt, G. & Mansch, H. (2005). Wertorientierte Unternehmenssteuerung in Theorie und Praxis. Düsseldorf: Verlagsgruppe Handelsblatt.
- Gibbert, M., Ruigrok, W. and Wicki, B. (2008). What passes as a rigorous case study? *Strategic Management Journal*, 29: 13.
- Giersberg, G. (2010). Am Kodex scheiden sich die Geister. In Steltzner, H. (Hrsg.), *Die 100 Größten* (Seite U6). Eine Beilage der Wirtschaftsredaktion der Frankfurter Allgemeinen Zeitung. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 06.07.2010 (Nr. 154). Abgerufen von: http://www.unicore.de/show_F1007071.U06.pdf [Juli 2013].
- Gläser, J. & Laudel, G. (2010). Experteninterviews und qualitative Inhaltsanalyse als Instrumente rekonstruierender Untersuchungen (4. Auflage). Wiesbaden: Springer Fachmedien.
- Gleadle, P. & Cornelius, N. (2007). A case study of financialization and EVA[®]. *Critical Perspectives on Accounting*, 19, 8.
- Golsner, C. (2012). Effektives Wertmanagement im Mittelstand – eine systemische Perspektive. Dissertation Universität St. Gallen.
- Gonschorek, T. (2009). Einflussfaktoren der Anwendung wertorientierter Unternehmensführung im deutschen Mittelstand. Dresden, Verlag der Wissenschaften. Zugl.: Dresden, Technische Universität, Dissertation.
- Goutas, L. & Lane, C. (2009). The translation of shareholder value in the German business system: A comparative study of DaimlerChrysler and Volkswagen AG. *Competition and Change*, 13: 4.

- Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60: 2–3.
- Günther, T. & Gonschorek, T. (2006). Werte(e)orientierte Unternehmensführung im Mittelstand – Erste Ergebnisse einer empirischen Untersuchung. In Die Professoren der Fachgruppe Betriebswirtschaftslehre (Hrsg.), *Dresdner Beiträge zur Betriebswirtschaftslehre Nr. 114/06* (S. 1–29). Abgerufen von: <http://www.qucosa.de/fileadmin/data/qucosa/documents/1728/1155120256369-8819.pdf> [August 2012].
- Günther, T. & Gonschorek, T. (2008). Wert(e)orientierte Unternehmensführung im Mittelstand. In V. Lingnau (Hrsg.), *Die Rolle des Controllers im Mittelstand* (S. 51–70). Köln: Josef-Eul.
- Günther, T. & Gonschorek, T. (2011). Wertorientierte Unternehmensführung im deutschen Mittelstand – Ergebnisse einer empirischen Studie. *Controlling*, 23: 1.
- Günther, T. (1997). Unternehmenswertorientiertes Controlling. München: Franz Vahlen.
- Günther, T. (2002). Wertorientierte Kennzahlen zur Steuerung mittelständischer Unternehmen. *Controlling und Management*, 46: 1.
- Hahn, D. (2006). Kennzahlen des Wertsteigerungsmanagements. In D. Hahn & B. Taylor (Hrsg.), *Strategische Unternehmensplanung – Strategische Unternehmensführung* (S. 115–136). Berlin: Springer.
- Hahn, D. & Hintze, M. (2006). Konzepte wertorientierter Unternehmensführung. In D. Hahn & B. Taylor (Hrsg.), *Strategische Unternehmensplanung – Strategische Unternehmensführung* (S. 83–114). Berlin: Springer.
- Haunschild, L. & Wallau, H.-J. (2010). Volkswirtschaftliche Bedeutung von Familien- und Frauenunternehmen. In Institut für Mittelstandsforschung (Hrsg.), *IfM-Materialien Nr. 199*. Bonn.

- Haunschild, L. & Wallau, F. (2010a). Die grössten Familienunternehmen in Deutschland. In Institut für Mittelstandsforschung (Hrsg.), *IfM-Materialien Nr. 192*. Bonn.
- Helfferrich, C. (2005). Die Qualität qualitativer Daten. Manual für die Durchführung qualitativer Interviews. Wiesbaden: VS Verlag.
- Helmström, J. & Ketokivi, M. (2009). Bridging practice and theory: A design science approach. *Decision Sciences*, 40: 1.
- Hiebl, M. (2012). Die Rolle des Chief Financial Officer in grossen Familienunternehmen. Dissertation Johannes Kepler Universität Linz.
- Hiebl, M. R. W. (2012a). Peculiarities of financial management in family firms. *International Business & Economics Research Journal*, 11: 3.
- Hiebl, M. R. W., Feldbauer-Durstmüller, B. & Duller, C. (2013). The changing role of management accounting in the transition from a family business to a non-family business. *Journal of Accounting & Organizational Change*, 9: 2.
- Hilse, H. & Wimmer, R. (2009). Führung in Familienunternehmen. In T. A. Rösen, A. Schlippe & T. Groth (Hrsg.), *Familienunternehmen – Exploration einer Unternehmensform* (S. 25–46). Köln: Josef Eul.
- Hirsch, B., Gunkel, J. D. & Lambrecht, S. (2008). Die wertorientierte Steuerung konglomerater Familienunternehmen. In V. Lingnau (Hrsg.), *Management kleiner und mittlerer Unternehmen – Stand und Perspektiven der KMU-Forschung* (S. 635–656). Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.
- Hirsch, B. & Scherm, A. (2011). Verhaltenswissenschaftliche Erklärungen für Implementierungsprobleme des wertorientierten Berichtswesens und Konsequenzen für die Theoriebildung des Controllings. In M. Meyer und J. Weber (Hrsg.), *Controlling und begrenzte kognitive Fähigkeiten* (S. 313–335). Wiesbaden: Springer.

- Hoepfl, M. C. (1997). Choosing qualitative research: A primer for technology education researchers. *Journal of Technology Education*, 9: 1.
- Hofmann, E. (2004). Betriebswirtschaft als anwendungsorientierte Wissenschaftsdisziplin – Zur Diskrepanz von Wissenschaft und Praxis bei der Erarbeitung von Gestaltungsempfehlungen. In H.-Chr. Pfohl (Hrsg.), *Netzkompetenz in Supply Chains – Grundlagen und Umsetzung* (S. 285–298). Wiesbaden: Gabler.
- Horster, J. & Knauer, T. (2012). Eignung und Einsatz finanzieller Steuerungskennzahlen zur wertorientierten Unternehmenssteuerung. *Controlling & Management*, 56: 2.
- Hostettler, S. & Stern, H. J. (2007). Das Value Cockpit. Sieben Schritte zur wertorientierten Führung für Entscheidungsträger (2. Auflage). Weinheim: Wiley-VCH.
- Huber, G. & Praschil, M. (1995). Die Sicherung des Familienvermögens, Strategien zur Vermögensanlage für Familienunternehmer. In B.-H. Hennerkes (Hrsg.), *Unternehmenshandbuch Familiengesellschaften* (S. 541–572). Köln: Carl Heymanns.
- Institut für Mittelstandsforschung (2012). KMU-Definition des IfM Bonn. Abgerufen von: <http://www.ifm-bonn.org/mittelstandsdefinition/definition-kmu-des-ifm-bonn/> [Januar 2012].
- Ittner, C. D. & Larcker, D. F. (2001). Assessing empirical research in management accounting: a value based management perspective. *Journal of Accounting and Economics*, 32: 1–3.
- Ittner, C. D. & Larcker, D. F. (2002). Empirical management accounting research: are we just describing management consulting practice? *European Accounting Review*, 11: 4.
- Jensen, M. C. (2001). Value maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function. *European Financial Management*, 7: 3.

- Jensen, M. C. (2010). Value maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22: 1.
- Kaplan, R. S. & Norton, D. P. (1992). The Balanced Scorecard – Measures that drive performance. *Harvard Business Review*, January 1992.
- Kaplan, R. S. & Norton, D. P. (1995). Putting the Balanced Scorecard to work. In C. E. Schneier, D. G. Shaw, R. W. Beatty & L. S. Baird (Hrsg.), *The performance measurement, management, and appraisal sourcebook* (S. 66–79). Massachusetts: Human Resource Development Press.
- Kaplan, R. S. (1984). The evolution of management accounting. *The Accounting Review*, 59: 3.
- Karmasin, M. & Ribing, R. (2011). Die Gestaltung wissenschaftlicher Arbeiten. Ein Leitfaden für Seminararbeiten, Bachelor-, Master- und Magisterarbeiten sowie Dissertationen (6. Auflage). Wien: Facultas Verlag und Buchhandel.
- Kayser, G. & Wallau, F. (2003). Der industrielle Mittelstand – ein Erfolgsmodell. In Bundesverband der Deutschen Industrie e. V. (BDI) & Ernst & Young AG (Hrsg.), *BDI-Drucksache Nr. 347*. Berlin: Industrie-Förderung Gesellschaft.
- Keating, P. J. (1995). A framework for classifying and evaluating the theoretical contribution of case research in management accounting. *Journal of Management Accounting Research*, 7: 66.
- Khadjavi, K. (2005). Wertmanagement in KMU. Dissertation Universität St. Gallen.
- Kieser, A. & Walgenbach, P. (2003). Organisation (5. Auflage). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Kieser, A. (2006). Der situative Ansatz. In A. Kieser & M. Ebers (Hrsg.), *Organisationstheorien* (6. Auflage) (S. 215–245). Stuttgart: Kohlhammer.

- Kleiman, R. T. (1999). Some new evidence on EVA™ companies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12: 2.
- Klein, S. B. (2000). Family business in Germany: Significance and structure. *Family Business Review*, 13: 3.
- Klein, S. B., Astrachan, J. H. & Smyrnios, K. X. (2005). The F-PEC scale of family influence: Construction, validation, and further implication for theory. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29: 3.
- Klein, S. B. (2009). Familienunternehmen. Theoretische und empirische Grundlagen. Köln: Lohmar.
- Knight, J. A. (1998). Value based management. Developing a systematic approach to creating shareholder value. New York: McGraw-Hill.
- Koller, T. (1994). What is value-based management? *McKinsey Quarterly*, Sommer 1994, Nr. 3. Abgerufen von: http://www.mckinseyquarterly.com/What_is_value-based_management_59 [April 2013].
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2010). Valuation. Measuring and managing the value of companies. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Koller, T., Dobbs, R. & Huyett, B. (2011). Value: The four cornerstones of corporate finance. New Jersey: John Wiley & Sons.
- KPMG-Consulting (2000). Value Based Management. Shareholder Value-Konzepte – Eine Untersuchung der DAX 100-Unternehmen (2. Auflage). Frankfurt: KPMG.
- Kranz, M. & Sander, K. (2013). Top 500. Die grössten Familienunternehmen in Deutschland. Wirtschaftsblatt: Das Standortmagazin des deutschen Mittelstands. Ausgabe 1/ 14. 2. Jahrgang. Abgerufen von: <http://www.wirtschaftsblatt.de/data/pdf/Top500-2013.pdf> [September 2013].

- Krol, F. (2009). Wertorientierte Unternehmensführung im Mittelstand – Eine empirische Analyse von Einfluss- und Wirkungsfaktoren. Dissertation Westfälische Wilhelms-Universität Münster.
- Kromrey, H. (2002). Empirische Sozialforschung (10. Auflage). Opladen: Leske + Budrich.
- Kubicek, H. (1975). Empirische Organisationsforschung. Stuttgart: Metzlersche Verlagsbuchhandlung und Carl Ernst Poeschel Verlag.
- Kvale, S. (2007). Doing interviews. Los Angeles: Sage.
- Lamnek, S. (2010). Qualitative Sozialforschung (5. Auflage). Weinheim: Beltz.
- Leibfried, P. (2008). Financial Governance – Rahmenkonzept für eine integrierte finanzielle Führung. In *Festschrift zum 80. Geburtstag von Max Boemle* (S. 81–92). Zürich: SKV.
- Lewis, T. G. (1994). Steigerung des Unternehmenswertes: Total Value Management. Landsberg: Lech.
- Lillis, A. M. (2002). Managing multiple dimensions of manufacturing performance – an exploratory study. *Accounting, Organizations and Society*, 27: 6.
- Lillis, A. M. (1999). A framework for the analysis of interview data from multiple field research sites. *Accounting and Finance*, 39: 1.
- Lillis, A. M. & Mundy, J. (2005). Cross-sectional field studies in management accounting research – Closing the gaps between survey and case Studies. *Journal of Management Accounting Research*, 17: 1.
- Lincoln, Y. S. & Guba, E. G. (1985). Naturalistic inquiry. London: Sage.
- Lovata, L. M. & Costigan, M. L. (2002). Empirical analysis of adopters of economic value added. *Management Accounting Research*, 13: 2.

- Lueg, R. & Schäffer, U. (2010). Assessing empirical research on value-based management: Guidelines for improved hypothesis testing. *Journal für Betriebswirtschaftslehre*, 60: 1.
- Mahto, R. V., Davis, P. S., Pearce, J. A. & Robinson, R. B. (2010). Satisfaction with firm performance in family businesses. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34: 5.
- Malmi, T. & Granlund, M. (2009). In search of management accounting theory. *European Accounting Review*, 18: 3.
- Malmi, T. & Ikäheimo, S. (2003). Value based management practices – some evidence from the field. *Management Accounting Research*, 14: 3.
- Martin, J. D. & Petty, J. W. (2000). Value Based Management. The corporate response to the shareholder revolution. Boston: Harvard Business School Press.
- Martin, J. D., Petty, J. W. & Wallace, J. S. (2007). Value-Based Management with corporate social responsibility. New York: Oxford University Press.
- Mayring, P. (2011). Qualitative Inhaltsanalyse. Grundlagen und Techniken (11. Auflage). Weinheim: Beltz.
- McConaughy, D. L. (1999). Is the cost of capital different for family firms? *Family Business Review*, 12: 4.
- Merchant, K. A. (1981). The design of the corporate budgeting system: influences on managerial behaviour and performance. *The Accounting Review*, 56: 4.
- Merchant, K. A. & Manzoni, J.-F. (1989). The achievability of budget targets in profit centers: A field study. *The Accounting Review*, 64: 3.
- Miles, M. B. & Huberman, A. M. (1994). Qualitative data analysis (2. Auflage). Thousand Oaks: Sage.

- Miller, D. & Le Breton-Miller, I. (2005). Insights from great and struggling family businesses. *Long Range Planning*, 38: 6.
- Natermann, E. & Schönecker, L. (1995). Die Finanzierung des Familienunternehmens. In B.-H. Hennerkes (Hrsg.), *Unternehmenshandbuch Familiengesellschaften* (S. 133–150). Köln: Carl Heymanns.
- Neale, B. & McElroy, T. (2004). Business finance. A value based approach. Harlow: Pearson Education.
- Otley, D. T. (1980). The contingency theory of management accounting: Achievement and prognosis. *Accounting, Organizations and Society*, 5: 4.
- Otley, D. T. (1999). Performance management: a framework for management control systems research. *Management Accounting Research*, 10: 4.
- Otley, D. T. (2001). Extending the boundaries of management accounting research: developing systems for performance management. *British Accounting Review*, 33: 3.
- Otley, D. T. & Ferreira, A. (2009). The design and use of performance management systems: an extended framework for analysis. *Management Accounting Research*, 20: 4.
- PA Consulting. (2003). Managing for Shareholder Value. Management: The key to competitive advantage. International Survey Results. London: PA Knowledge.
- Pape, U. (2009). Wertorientierte Unternehmensführung (4. Auflage). Sternenfels: Verlag Wissenschaft & Praxis.
- Payer-Langenthaler, S., Duller, C. & Feldbauer-Durstmüller, B. (2012). Performance measurement in family firms: evidence from Austrian medium and large sized companies. *International Journal of Strategic Management* (Forthcoming). Abgerufen von: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2044759 [November 2012]

- Pellens, B., Crasselt, N. & Rockholtz, C. (1998). Wertorientierte Entlohnungssysteme für Führungskräfte. Anforderungen und empirische Evidenz. In B. Pellens (Hrsg.), *Unternehmenswertorientierte Entlohnungssysteme* (S. 1–28). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Pellens, B., Tomaszewski, C. & Weber, N. (2000). Beteiligungscontrolling in Deutschland. Eine empirische Analyse der DAX-100-Unternehmen. Arbeitsbericht Nr. 85. Bochum, Ruhr-Universität Bochum.
- Pellens, B., Tomaszewski, C. & Weber, N. (2000). Wertorientierte Unternehmensführung in Deutschland. Eine empirische Untersuchung der DAX-100-Unternehmen. *Der Betrieb*, 53: 37.
- Perlitz, M., Bufka, J. & Specht, A. (1997). Wertorientierte Unternehmensführung – Einsatzbedingungen und Erfolgsfaktoren. Mannheim: Universität Mannheim.
- Perridon, L. & Steiner, M. (2002). Finanzwirtschaft der Unternehmung (10. Auflage). München: Vahlen.
- Punch, K. (2005). Introduction to social research: Quantitative and qualitative approaches (2. Auflage). London: Sage.
- Rappaport, A. (1986). Creating shareholder value: The new standard for business performance. New York: The Free Press.
- Rappaport, A. (1998). Creating shareholder value – A guide for managers and investors (2. Auflage). New York: The Free Press.
- Ryan, B., Scapens, R. & Theobald, M. (2002). Research method & methodology in finance & accounting. Hampshire: Cengage Learning.
- Ryan, H. E. & Trahan, E. A. (2007). Corporate financial control mechanisms and firm performance: The case of value-based management systems. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34: 1–2.

- Salvato, C. & Moores, K. (2010). Research on accounting in family firms: Past accomplishments and future challenges. *Family Business Review*, 23: 3.
- Scapens, R. W. (1990). Researching management accounting practice: The role of case study methods. *British Accounting Review*, 22: 3.
- Scapens, R. W. (2004). Doing case study research. In C. Humphrey & B. Lee (Hrsg.), *The real life guide to accounting research: A behind the scenes view of using qualitative research methods* (S. 231–256). London: Elsevier.
- Schachner, M., Speckbacher, G. & Wentges, P. (2006). Steuerung mittelständischer Unternehmen: Grösseneffekt und Einfluss der Eigentums- und Führungsstruktur. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 76: 6.
- Schedler, B. (2005). Leistungsmessung in multinationalen Unternehmen. Dissertation Universität St. Gallen.
- Schomaker, M. & Günther, T. (2006). Wertorientiertes Management für den Mittelstand. In N. Schweikart und A. Töpfer (Hrsg.), *Wertorientiertes Management: Werterhaltung – Wertsteuerung – Wertsteigerung ganzheitlich gestalten* (S. 215–237). Berlin: Springer.
- Schraml, C. (2011). Finanzierung von Familienunternehmen. Berlin: Springer-Verlag.
- Schulz, W. (1977). Zum Stellenwert qualitativer Untersuchungsmethoden in der empirischen Forschung. *Österreichische Zeitschrift für Soziologie*, 2: 5.
- Schulze, W. S. & Gedajlovic, E. R. (2010). Whither family business? *Journal of Management Studies*, 47: 2.
- Schwientek, R., Schmiedl, A., Bretz, M. & Gude, H. (2011). Cash for Growth 2011 – Wachstum finanzieren – Working Capital optimieren. Roland Berger Strategy Consultants & Creditreform (Hrsg.). Abgerufen von:
http://www.rolandberger.com/media/pdf/Roland_Berger_Cash4Growth_20111231.pdf [August 2012].

- Seal, W. (2010). Managerial discourse and the link between theory and practice: from ROI to value-based management. *Management Accounting Research*, 21: 2.
- Sharma, P., Chrisman, J. C. & Chua, J. H. (1997). Strategic management of the family business: past research and future challenges. *Family Business Review*, 10: 1.
- Sharma, P. (2004). An overview of the field of family business studies: current status and directions for the future. *Family Business Review*, 17: 1.
- Sharma, P., Chrisman, J. J. & Chua, J. H. (2008). Das Management von Familienunternehmen: Einleitung und Folgerungen. *Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship*, 56: 1–2.
- Songini, L. (2006). The professionalization of family firms: theory and practice. In P. K. Poutziouris, K. X. Smyrnios & S. B. Klein (Hrsg.), *Handbook of Research on Family Business* (S. 269–297). Cheltenham: Edward Elgar.
- Speckbacher, G. & Schachner, M. (2004). Performance Management in mittelständischen Unternehmen. In G. Seicht (Hrsg.), *Jahrbuch für Controlling und Rechnungswesen 2004* (S. 423–438). Wien: LexisNexis Verlag.
- Speckbacher, G. & Wentges, P. (2012). The impact of family control on the use of performance measures in strategic target setting and incentive compensation: A research note. *Management Accounting Research*, 23: 1.
- Spremann, K., Pfeil, O. P. & Weckbach, S. (2005). *Lexikon Value Management*. München: Oldenbourg.
- Stake, R. E. (1995). *The art of case study research*. London: Sage.
- Stewart, B. (1991). *The quest for value: The EVA™ management guide*. Harper Collins.
- Stern, J. M. & Shiley, J. S. (2001). *The EVA™ challenge: Implementing value-added change in an organization*. New York: John Wiley & Sons.

- Stern, J. M., Shiley, J. S. & Ross, I. (2003). Wertorientierte Unternehmensführung mit EVA™-Strategie, Umsetzung, Praxisbeispiele. München: Econ Ullstein List.
- Stern, J. M., Stewart, G. B. & Chew, D. H. (1995). The EVA™ financial management system. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8: 2.
- Stewart, A. & Hitt, M. A. (2011). Why can't a family business be more like a nonfamily business? Modes of professionalization in family firms. *Family Business Review*, 25: 1.
- Stiefle, J. & Westerholt von, K. (2008). Wertorientiertes Management. Wie der Unternehmenswert gesteigert werden kann. München: Oldenbourg.
- Stiftung Familienunternehmen (2011). Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen. Abgerufen von: <http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/gutachten/Familienunternehmen2011.pdf> [September 2012].
- Stührenbeck, L., Streich, D. & Henke, J. (2003). Wertorientierte Unternehmensführung. Theoretische Konzepte und empirische Befunde. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.
- Swanborn, P. (2010). Case Study Research. What, why and how? London: Sage.
- Tagiuri, R. & Davis, J. (1996). Bivalent attributes of the family firm. *Family Business Review*, 9: 2.
- Tappe, R. (2009). Wertorientierte Unternehmensführung im Mittelstand. Eine Überprüfung der Anwendbarkeit. Frankfurt am Main, Peter Lang. Zugl.: Dortmund, Technische Universität, Dissertation.
- Trahan, E. A. & Gitman, L. J. (1995). Bridging the theory-practice gap in Corporate Finance: A survey of Chief Financial Officers. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 35: 1.

- Ulrich, H. (1984). Die BWL als anwendungsorientierte Sozialwissenschaft. In T. Dyllick & J. B. Probst (Hrsg.), *Management* (S. 168–199). Bern: Verlag Paul Haupt.
- Ulrich, J., Lung, Y., Volpato, G. & Frigant, V. (2002). The arrival of shareholder value in the European auto industry: a case study comparison of four car makers. *Competition and Change*, 6: 1.
- Van der Stede, W. A., Young, S. M. & Chen, C. X. (2005). Assessing the quality of evidence in empirical management accounting research: The case of survey studies. *Accounting, Organizations and Society*, 30: 7–8.
- Villalonga, B. & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80: 2.
- Volery, T. & Khadjavi, K. (2009). Wertmanagement in mittelständischen Unternehmen. *Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship*, 57: 1.
- Volkart, R. (2002). Unternehmensbewertung und Akquisitionen (2. Auflage). Zürich: Versus.
- Volkart, R. (2008). Corporate Finance (4. Auflage). Zürich: Versus.
- Volkart, R. (2008a). Kapitalkosten und Risiko. Cost of capital als zentrales Element der betrieblichen Finanzpolitik. Zürich: Versus.
- Wallace, J. S. (1997). Adopting residual income-based compensation plans: Do you get what you pay for? *Journal of Accounting and Economics*, 24: 3.
- Wallau, F. & Haunschild, L. (2007). Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen. In Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.), *IfM-Materialien Nr. 172*. Bonn.

- Weber, J., Bramseman, U., Heineke C. & Hirsch, B. (2004). Wertorientierte Unternehmenssteuerung. Konzepte – Implementierung – Praxisstatements. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler.
- Wimmer, R. (2004). Familienunternehmen. In G. Schreyögg & A. Werder (Hrsg.), *Handwörterbuch Unternehmensführung und Organisation* (S. 267–275). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Wolf, J. (2011). Organisation, Management, Unternehmensführung. Theorien, Praxisbeispiele und Kritik (4. Auflage). Wiesbaden: Gabler.
- Wolter, H.-J. & Hauser, H.- E. (2001). Die Bedeutung des Eigentümerunternehmens in Deutschland – eine Auseinandersetzung mit der qualitativen und quantitativen Definition des Mittelstands. In Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.), *Jahrbuch zu Mittelstandsforschung 1/2001* (S. 25–77). Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag.
- Wortmann, A. (2001). Shareholder Value in mittelständischen Wachstumsunternehmen. Wiesbaden: Springer Fachmedien.
- Yin, R. (2009). Case study research: Design and methods (4. Auflage). London: Sage.
- Young, S. D. & O’Byrne, S. F. (2001). EVA™ and Value Based Management. New York: McGraw-Hill.
- Zellweger, T. (2006). Wertmanagement in Familienunternehmen – Der Ausgleich zwischen finanziellen und nicht-finanziellen Zielen. Abgerufen von: www.alexandria.unisg.ch/export/DL/46208.pdf [Juli 2012].
- Zellweger, T. M. (2007). Time horizon, costs of equity, and generic investment strategies of firms. *Family Business Review*, 20: 1.
- Zellweger, T. M. & Nason, R. S. (2008). A stakeholder perspective on family firm performance. *Family Business Review*, 21: 3.

Zimmerman, J. L. (2001). Conjectures regarding empirical managerial accounting research. *Journal of Accounting and Economics*, 32: 1–3.

Zirkler, B. (2002). Der Economic Value Added (EVA™) als Konzept für den Mittelstand. *Controlling und Management*, 46: 1.

Anhang

Anhang A: Interviewleitfaden

Teil 1: Einführung in das Gespräch

Ablauf	Inhalt	Informationen für Studienteilnehmer
1	Ziel und Umfang Untersuchung	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Untersuchung der Implementierung, Einflussfaktoren und Erfolgswirkung von Wertmanagement in grossen Familienunternehmen (FU). ▪ 20 Interviews mit CFO grosser FU in Deutschland. ▪ Ganzheitlich: (a) Anzahl Dimensionen der Implementierung und (b) Vertiefung pro Dimension. ▪ Grosse FU: > EUR 1 Mrd. Umsatz, SFI > 1.
2	Hintergrund Forschungsprojekt	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Wertmanagement-Forschung und Forschung zu FU vernachlässigt grosse FU hinsichtlich (a) Notwendigkeit und (b) Implementierung, Einflussfaktoren und Erfolgswirkung von Wertmanagement in der Praxis.
3	Klärung Begrifflichkeit	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Verschiedene Begrifflichkeiten üblich: Wertmanagement, Value Based Management, wertorientierte Unternehmensführung. Synonyme Verwendung. ▪ Definition: Ausrichtung Unternehmensführung auf finanzielle Wertsteigerung.
4	Kern-Annahmen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Implementierung Wertmanagement für privat gehaltene, grosse Familienunternehmen relevant. ▪ Implementierung als Erfolgsfaktor des nachhaltigen Fortbestands.
5	Vertraulichkeit	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Weder Rückschlüsse auf Gesprächspartner noch Unternehmen sollen möglich sein. ▪ Massnahmen: (a) Anonymisierung Gesprächspartner und Unternehmensnamen, (b) Auswertungsstrategie erfolgt im Fallvergleich nicht einzeln pro Fall und (c) Auswertung vorgenommen durch Alexander Wenzel.
6	Wettbewerber	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Keine Interviews mit direkten Wettbewerbern des Unternehmens.
7	Ablauf und Struktur	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Sowohl Reihenfolge als auch Formulierung der Fragen festgelegt, um Vergleichbarkeit zu ermöglichen. ▪ Teil 1: Implementierung Wertmanagement. (1.1) Ziele und Strategie, (1.2) Zielplanung, (1.3) Leistungsmessung, (1.4) Vergütung Management und (1.5) Entscheidungen

Ablauf	Inhalt	Informationen für Studienteilnehmer
8	Aufzeichnung	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Sofern Einverständnis, Aufzeichnung Gespräch auf Tonband. ▪ Aufzeichnung erlaubt Interview bestmöglich auszuwerten und in der Konsequenz die Verlässlichkeit der Forschungsergebnisse zu erhöhen.
9	Anwärmfrage	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Haben Sie an dieser Stelle eine Frage? ▪ Seit wann arbeiten Sie in Ihrem Unternehmen? ▪ Können Sie bitte kurz die wichtigsten Schritte Ihrer beruflichen Laufbahn beschreiben?

Tab. 4: Einführung in das Interview.

Teil 2: Implementierung von Wertmanagement

1. Erfahrung mit Wertmanagement

- 1.1. Inwieweit sind Sie persönlich vertraut mit den theoretischen Grundlagen von Wertmanagement?
- 1.2. Hat sich Ihr Unternehmen bereits mit der Implementierung von Wertmanagement beschäftigt?

2. Unternehmensziele

- 2.1. Was ist die oberste Zielsetzung Ihres Unternehmens?
- 2.2. Anhand welcher Kennzahlen werden die Unternehmensziele quantifiziert?
- 2.3. Welches sind die wichtigsten Anspruchsgruppen des Unternehmens bei der Festlegung der Unternehmensziele?

3. Zielsetzung

- 3.1. Für welche Kennzahlen geben Sie konkrete Zielvorgaben vor?
- 3.2. Welche Zielwerte geben Sie für diese Kennzahlen vor?
- 3.3. Für welche Zeithorizonte planen Sie diese Kennzahlen?
- 3.4. Auf welcher Basis werden die Ziele abgeleitet?
- 3.5. Wie werden die Ziele geplant?

4. Leistungsmessung

- 4.1. Wie wird die Unternehmensleistung gemessen?
- 4.2. Wie werden Investitionsvorhaben ausgewertet?
- 4.3. Wird eine Balanced Scorecard zur Leistungsmessung eingesetzt?

5. Anreiz- und Vergütungsstrukturen

- 5.1. Wird das Management variabel vergütet?
- 5.2. Auf welchen Hierarchieebenen wird das Management variabel vergütet?
- 5.3. Basiert die variable Vergütung auf objektiven Kennzahlen oder auf subjektiven Einschätzungen der Vorgesetzten?
- 5.4. Auf welchen Kennzahlen basiert die variable Vergütung?
- 5.5. Wieviel Prozent der variablen Vergütung werden durch die Kennzahl(en) determiniert?
- 5.6. Orientiert sich die variable Vergütung an absoluter Performance oder Budgetvorgaben?
- 5.7. Wie hoch ist der variable Anteil der Vergütung an der gesamten Vergütung?
- 5.8. Werden Bestandteile der variablen Vergütung einbehalten?
- 5.9. Ist die maximale Höhe der variablen Vergütung beschränkt?
- 5.10. Wird das Management am Eigenkapital des Unternehmens beteiligt?

6. Entscheidungen des Managements

6.1. Strategische Entscheidungen

- 6.1.1. Werden strategische Optionen, z. B. Markteintritt, anhand des Wertbeitrags ausgewertet?
- 6.1.2. Werden wertsteigernde Akquisitionen durchgeführt?
- 6.1.3. Werden wertsteigernde Desinvestitionen durchgeführt?
- 6.1.4. Wird zwischen wertsteigerndem und nicht-wertsteigerndem Wachstum unterschieden?
- 6.1.5. Werden nur Investitionen getätigt, die einen positiven NPV aufweisen?
- 6.1.6. Erhalten Teileinheiten des Unternehmens nur Kapital, wenn sie mindestens die Kosten des eingesetzten Kapitals verdienen?

6.2. Operative Entscheidungen

- 6.2.1. Wie intensiv wird *Net Working Capital*-Management betrieben?

Teil 3: Einflussfaktoren der Implementierung

7. Interne Einflussfaktoren

- 7.1. Welche Faktoren innerhalb Ihres Unternehmens haben die Implementierung von Wertmanagement begünstigt?
 - 7.1.1. *Nachfrage*: Wie relevant ist Einfluss von ...

- 7.1.1.1. ... Unternehmensgrösse?
- 7.1.1.2. ... Eigentümerfamilie?
- 7.1.1.3. ... Kontrollgremium?
- 7.1.1.4. ... praktischen Problemen (Segmentbilanzierung, IT, Ermittlung Kapitalkosten usw.)?
- 7.1.1.5. ... anderem?

8. Externe Einflussfaktoren

8.1. Welche Faktoren ausserhalb Ihres Unternehmens haben die Implementierung von Wertmanagement begünstigt?

8.1.1. *Nachfrage*: Wie relevant ist/sind ...

- 8.1.1.1. ... finanzierende Bank(en)?
- 8.1.1.2. ... Eigentümer des Unternehmens?
- 8.1.1.3. ... Berater?
- 8.1.1.4. ... Wirtschaftsprüfer?
- 8.1.1.5. ... Universitäten?
- 8.1.1.6. ... andere?

Teil 4: Auswirkung der Implementierung auf den Unternehmenswert

9. Hat eine (teilweise) Implementierung von Wertmanagement zu einer Steigerung des Unternehmenswertes geführt?

Teil 5: Abschluss des Interviews

10. Gibt es aus Ihrer Sicht noch wichtige Aspekte des Themas, die bislang noch nicht behandelt worden sind?

Anhang B: Übersicht der Gesprächspartner
B.1. Interviewpartner im Rahmen der empirischen Studie

Fallstudie	Datum	Gesprächspartner	Ausbildung/Werdegang	Betriebszugehörigkeit	Typ Interview	Dauer	Tonband
A	1.1.– 30.12. 2012	CFO, CEO, Leitung CO/FA	WP/StB	4 Jahre	Beobachtung, persönliche Interviews	12 Monate	Nein.
B	4.2.2013	CFO	Controlling (CO) DAX-Konzern	12 Jahre	Persönlich.	1h 05m	Ja.
C	4.7.2013	CFO	Zunehmende Verantwortung im Finanzbereich von C	33 Jahre	Persönlich.	1h 17m	Ja.
D	5.7.2013	CFO	Finanzbereich börsennotierte Unternehmen, Kaufmännische Leitung FU	6 Jahre	Persönlich.	1h 09m	Ja.
E	10.7.2013	Leitung Bilanzen und Steuern	Zunehmende Verantwortung im Finanzbereich von E	17 Jahre	Telefonisch.	1h 22m	Ja.
F	25.7.2013	CFO	Bereichs-CFO grosses FU	< 1 Jahr	Telefonisch.	1h 00m	Ja.
G	29.7.2013	CFO	Controlling/kaufmännische Leitung/CFU FU	3 Jahre	Persönlich.	1h 13m	Ja.
H	30.7.2013	CFO	WP/StB, kaufmännische Leitung/CFO FU	4 Jahre	Persönlich.	0h 52m	Ja.
I	1.8.2013	CFO	Bankkaufmann, CO DAX-Konzern, kaufmännische Leitung Tochter DAX-Konzern	13 Jahre	Persönlich.	0h 41m	Ja.

Tab. 5: Übersicht der Interviewpartner im Rahmen der empirischen Studie.

Fallstudie	Datum	Gesprächspartner	Ausbildung/Werdegang	Betriebszugehörigkeit	Typ Interview	Dauer	Tonband
K	14.8.2013	CFO	WP/StB, Partner WP Gesellschaft, Bereichs-CFO DAX-Konzern	< 1 Jahr	Persönlich	1h 07m	Ja.
L	15.8.2013	CFO	Kaufmännische Leitung Deutschland eines US-Grossunternehmens	5 Jahre	Telefonisch	1h 37m	Ja.
M	16.8.2013	CFO	CO US-Grossunternehmen	22 Jahre	Persönlich	1h 00m	Ja.
N	16.8.2013	CFO	Bank (Firmenkundengeschäft)	7 Jahre	Telefonisch	1h 30m	Ja.
O	19.8.2013	CFO	Partner im Bereich M&A Anwaltskanzlei	6 Jahre	Persönlich	0h 53m	Ja.
P	20.8.2013	CFO	Unternehmensberatung, CO bei P	9 Jahre	Persönlich	1h 00m	Nein.
Q	22.8.2013	CFO	Zunehmende Verantwortung im Finanzbereich von Q	5 Jahre	Telefonisch	1h 01m	Ja.
R	27.8.2013	CFO	Geschäftsleitung Bank, Firmenkundengeschäft	13 Jahre	Persönlich	1h 28m	Ja.
S	30.8.2013	CFO	Zunehmende Verantwortung im Finanzbereich von S	18 Jahre	Persönlich	1h 11m	Ja.
T	11.9.2013	CFO	Bank (Firmenkundengeschäft)	2 Jahre	Persönlich/ Telefonisch im Anschluss	1h 24m	Nein.
U	12.8.2013	CFO	WP/StB, Finanzbereich MDAX-Konzern	6 Jahre	Persönlich.	1h 20m	Ja.

B.2. Übersicht befragter Experten zum Thema

Experte	Datum	Gesprächspartner	Ausbildung/Werdegang	Thematik des Interviews	Typ Interview	Dauer	Tonband
1	11.6.2012	Anonym	Managing Director im Bereich Firmenkunden einer deutschen Bank	Anforderungen an die finanzielle Entwicklung und Leistungsfähigkeit von Familienunternehmen.	Telefonisches Gespräch.	0h 45m	Nein.
2	13.6.2012	Anonym	Ehemaliger CFO eines grossen Familienunternehmens in der Schweiz	Erfahrungen eines CFO mit der Einführung und Umsetzung von WM.	Telefonisches Gespräch.	1h 45m	Nein.
3	10.12.2012	Anonym	CFO eines mittelgrossen Familienunternehmens in Deutschland	Bedeutung und Stand der Implementierung von WM in Familienunternehmen.	Telefonisches Gespräch (Vorstudie).	1h 15m	Nein.
4	19.12.2012	Anonym	CFO-Assistent eines grossen Familienunternehmens in Deutschland	Bedeutung und Stand der Implementierung von WM in Familienunternehmen.	Telefonisches Gespräch (Vorstudie).	1h 00m	Nein.
5	7.9.2013	Anonym	M&A Berater mit Fokus Mittelstand/Familienunternehmen in Deutschland	Besonderheiten der Unternehmensbewertung privat gehaltener Familienunternehmen.	Persönliches Gespräch.	2h 00m	Nein.
6	22.10.2013	Anonym	Nicht-aktiver Gesellschafter eines grossen Familienunternehmens in Deutschland	Relevanz finanzieller Wertsteigerung für Minderheitsgesellschafter in Familienunternehmen.	Persönliches Gespräch.	1h 00m	Nein.

Tab. 6: Überblick der befragten Experten zu ausgewählten Fragestellungen.

Anhang C: Persönliches Anschreiben an die Gesprächspartner



Universität St. Gallen
Prof. Dr. Peter Leibfried
MBA, CPA
Geschäftsführender Direktor
Institut für Accounting, Controlling
und Auditing (ACA-HSG)
Tigerbergstrasse 9
CH-9000 St. Gallen

Telefon +41 (0)71 224 76 30
Fax +41 (0)71 224 76 37
peter.leibfried@unisg.ch
www.aca.unisg.ch

7. Juni 2013

Anfrage für ein persönliches Interview

Sehr geehrte(r) Frau/Herr (...),

große Familienunternehmen zeichnen sich durch verschiedene Erfolgsfaktoren aus. Einer davon ist eine angemessene finanzielle Führung: einerseits professionell genug, um den Anforderungen einer großen Organisation gerecht zu werden. Andererseits pragmatisch genug, um die Vorteile familiären Unternehmertums zu nutzen. Im Rahmen eines Forschungsprojekts an unserem Institut untersuchen wir derzeit die Frage, ob und in welcher Form die aus börsennotierten Unternehmen bekannte wertorientierte finanzielle Führung auch in familiengeführten Gesellschaften eine Rolle spielt. In diesem Zusammenhang würden wir gerne ein etwa einstündiges Interview mit Ihnen führen. Vertrauliche Informationen, aus denen Wettbewerbsvorteile erwachsen könnten, sind nicht Bestandteil des Interviews. Es wird darüber hinaus darauf geachtet, dass keine Interviews mit direkten Wettbewerbern Ihres Unternehmens geführt werden.

In einer Vorstudie wurden bereits fünf Familienunternehmen mit einem Umsatz von jeweils mehr als EUR 500 Mio. untersucht. Zielsetzung der jetzigen Phase ist es, 20 weitere große Familienunternehmen zu befragen. Die Untersuchung wird die Anonymität aller Teilnehmer gewährleisten. Es werden weder Rückschlüsse auf Unternehmen noch auf Gesprächspartner möglich sein. Anschließend an das Interview werden Sie eine schriftliche Zusammenfassung des Gesprächs zur Autorisierung erhalten. Zudem bekommen Sie im Anschluss an die Auswertung eine Zusammenfassung unserer Ergebnisse und erfahren im Rahmen eines Benchmarking-Berichts, wo Ihr Unternehmen im relativen Vergleich steht.

Wir erlauben uns, in den nächsten Tagen telefonisch auf Sie zuzukommen, um Ihre Bereitschaft zu einer Mitarbeit zu erfahren.

Freundliche Grüsse
UNIVERSITÄT ST.GALLEN



Prof. Dr. Peter Leibfried



Alexander Wenzel M.A. HSG

Anhang D: Beispielhafter Analyseprozess

Nachfolgend wird ein Analyseprozess beispielhaft dargestellt. Hier wird die Art der Investitionsrechnungsmethode untersucht. Die Investitionsrechnungsmethode ist Teil des konzeptionellen Bezugsrahmens.

Schritt 1: Entnahme der relevanten Textstelle(n) aus dem Transkript, geleitet durch konzeptionellen Bezugsrahmen.

„Die Standardmethode ist hier eine Net Present Value-Methode (...)“.

„Wir legen zehn Prozent an. Das ist unser so genannter Discount Factor.“

„Der [Discount Factor] ist ein Stück tatsächlich aus einer Kapitalkostenannahme, abgeleitet mit einem sehr niedrigen Kapitalkosten, einem Beta, was wir eigentlich auf 1 setzen, also insofern neutralisieren, wenn man so will, und einem Branchen-Up and -Down, wenn man das aufaddiert, kommt man so auf zehn Prozent.“

Schritt 2: Verkürzte Darstellung der Textstelle(n) in einer Tabelle.

Fall- studie	Typ Investitionsrechnung			Kriterium Wirtschaftlichkeit			Berechnungsart und Herleitung Kriterium Wirtschaftlichkeit
	Methode 1	Methode 2	Methode 3	Methode 1	Methode 2	Methode 3	
A	ROI			15–20 %			Erfahrungswert.
B	NPV			> 0/ 10 %.			WACC. Basis Kapitalmarkt. Einheitlich im Konzern. Selten aktualisiert. Keine Bereinigung für Länderrisiken, z. B. Brasilien. Wirtschaftsprüfer bestätigt WACC. Anwendung auch im Impairment-Test.
...

Tab. 7: Schema einer Tabelle zur Reduktion der erhobenen qualitativen Daten.

Schritt 3: Wiederholung Schritt 1 und 2 für Fallstudien C–T.

Schritt 4: Verfassung des analytischen Textes anhand der fertig gestellten Tabelle.

Anhang E: Übersicht der Einflussfaktoren nach Fallstudien

Einflussfaktoren WM/Fall- studie(n)¹⁶⁵	A	B	C	D	E	F	G	H	I	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	T	U
Unternehmens- grösse																				
Grösse und Dezentralisierung		x, 0				x, +		x, +			x, 0						x, +			
Wachstum	x, +										x, -						x, +			
Portfolio- Management																x, +				
Veränderungen in der Führungs- struktur des Unternehmens																				
Übergabe der Geschäftsleitung an ext. Management			x, +			x, +		x, +						x, +						
Übergabe der Geschäftsführung an nächste Generation							x, 0	x, 0				x, 0					x, +		x, 0	
Know-how- Transfer aus börsen-notierten Grossunter- nehmen		x, +		x, +				x, -			x, +			x, -		x, +	x, +		x, +	x, +
Mängel bestehender Kennzahlen										x, +				x, +			x, +	x, +	x, +	

Tab. 8: Zusammenfassung aller Einflussfaktoren der Implementierung von Wertmanagement.

¹⁶⁵ „x“: Aussage in Interviews zu diesem Thema vorhanden. „+“: Positiver Einfluss auf die Wertorientierung. „-“: Negativer Einfluss auf die Wertorientierung. „0“: Kein Einfluss auf die Wertorientierung.

Einflussfaktoren WM/Fallstudie(n)	A	B	C	D	E	F	G	H	I	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	T	U
Besonderheiten Industrie und Geschäftsmodell																				
Saisonalität und Geschäftszyklen			x, -									x, -							x, -	x, -
Marktmacht Kunden und Lieferanten		x, -	x, -	x, -		x, -	x, -				x, -								x, +	
Veränderungen der Marktdynamik und Anstieg Konkurrenzintensität										x, +									x, +	
Kapitalgeber																				
Fremdkapital		x, 0		x, 0		x, 0		x, 0	x, 0											x, +
Eigenkapital			x, 0					x, 0								x, 0				

Anhang F: Schema des Analyseprozesses

1. Zusammenstellung aller verfügbaren Informationen zu jeder Fallstudie

- a. Sammlung der Archivdaten (Jahresberichte, Presseberichte usw.) und Dokumentation in Fallstudienbank
- b. Transkribierung der Interviews gemäss festgelegter Regeln der Transkribierung
 - i. Wortwörtliche Transkribierung
 - ii. Verzicht auf „verdeckte“ Signale wie Räuspern, Lachen o. ä.
- c. Erfassung relevanter Beobachtungen und Gesprächsinhalte vor, während und nach dem Interview

2. Analyse der ersten Forschungsfrage: Inwieweit implementieren grosse Familienunternehmen in Deutschland Wertmanagement?

- a. Auswahl einer Sub-Dimension von Wertmanagement, z. B. Zielsystem des Unternehmens
- b. Einzelfallanalyse der Ausgestaltung der Sub-Dimension anhand Interview-Transkript und evtl. anderer Informationen
 - i. Reduktion der Interview-Transkribierung mithilfe Kodierung der Textstellen und Übertrag in jeweilige Tabelle
- c. Fallvergleich der Ausgestaltungen der Sub-Dimensionen und Quantifizierung der ähnlichen bzw. unterschiedlichen Ausprägungen
- d. Formulierung eines analytischen Textes zur Beschreibung des Fallvergleichs angesichts der gewählten Forschungsfrage
- e. Auswahl illustrativer/explicative Zitate, um Gemeinsamkeiten innerhalb der Ausprägung darzustellen
- f. Wiederholung Schritte b.– e. und Überprüfung der Darstellung Iteration
- g. Wiederholung Schritte a.– f. für neue Sub-Dimension von Wertmanagement
- h. Zusammenfassende Analyse der Implementierung von Wertmanagement und Fazit

-
- 3. Analyse der zweiten Forschungsfrage: Welche Faktoren beeinflussen die Implementierung von Wertmanagement in grossen Familienunternehmen?**
 - a. Analyse der ex-ante vermuteten Zusammenhängen (analog Analyseschritte a.– h. bei Forschungsfrage 1)
 - b. Analyse von emergenten Mustern in den Daten (analog Analyseschritte a.– h. bei Forschungsfrage 1)

 - 4. Analyse der dritten Forschungsfrage**

Curriculum Vitae

Education

- Feb 2012–Jan 2014 **University of St. Gallen**, St. Gallen, Switzerland
PhD-Programme in Management, specialising in Accounting
Value based management in large family firms
- Feb 2010–Nov 2011 **University of St. Gallen**
M.A. in Accounting and Finance
- Oct 2006–Dec 2009 **University of Zurich**, Zurich, Switzerland
B.A. in Economics and Business Administration, specialising in
Banking and Finance
- Sep 2004–May 2006 **Bedford School**, Bedford, United Kingdom
International Baccalaureate

Work Experience/Internships

- May 2014– **McKinsey & Co.**, Associate, Zurich, Switzerland
- Feb 2012–Jul 2013 **University of St. Gallen**, Research Associate to Prof. Dr. Leibfried
- Jan–Dec 2012 **Muhr und Bender KG**, Assistant to the CFO, Attendorn, Germany
- Feb–Apr 2011 **Morgan Stanley** (Investment Banking Division), Intern, Frankfurt, Germany
- Jul–Sep 2010/2008 **McKinsey & Co.**, Intern, Zurich, Switzerland

Extra-Curricular Activities

- Feb 2010–Dec 13 **Bankers' Club**, President/Board Member, University of St. Gallen
- Jul 2008–Dec 2011 **Seeclub Zürich**, Rowing Coach, Zurich, Switzerland
- Feb 2002–Jul 2006 Competition rower, Germany and United Kingdom