

# **MASTERARBEIT**

zur Erlangung des akademischen Grades

Master of Arts in Business

am Masterstudiengang Rechnungswesen & Controlling

der FH CAMPUS 02

## **Einflussfaktor „Management“ auf den Unternehmenswert**

—

Empirische Evidenz und Überlegungen zur Berücksichtigung von Ergebniseffekten  
in der Planungsrechnung im Mittelstand

BetreuerIn:

René Peter Thaller, BA MA

vorgelegt von:

Barbara Maria Klammer, BA (2010532026)

Graz, 22.04.2022

## **Ehrenwörtliche Erklärung**

Ich erkläre ehrenwörtlich, dass ich die vorliegende Arbeit selbstständig und ohne fremde Hilfe verfasst, andere als die angegebenen Quellen nicht benutzt und die den Quellen wörtlich oder inhaltlich entnommenen Stellen als solche kenntlich gemacht habe. Die Arbeit wurde bisher in gleicher oder ähnlicher Form keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch noch nicht veröffentlicht. Die vorliegende Fassung entspricht der eingereichten elektronischen Version.

Graz, 22.04.2022

Barbara Maria Klammer, BA

## Kurzfassung

Im Zuge von Bewertungsprozessen von Unternehmen müssen unter der Berücksichtigung der Richtlinien des Fachgutachtens KFS/BW 1 Managementfaktoren identifiziert und in der Ermittlung des Unternehmenswertes einbezogen werden. Der Kooperationspartner PwC Steiermark Wirtschaftsprüfung und Steuerberatung GmbH berücksichtigt derzeit den Einflussfaktor „Management“ insofern, als dass er adäquate kalkulatorische Unternehmerlöhne in die Bewertungsrechnungen aufnimmt. In der aufwandsseitigen Berücksichtigung von Einflussfaktoren sieht er das Defizit darin, dass potenzielle Ergebnissteigerungen durch ein idealtypisches Management vernachlässigt werden und es möglicherweise zu künstlich hervorgerufenen Unterbewertungen kommen könnte.

Die vorliegende Masterarbeit beschäftigt sich im Detail mit dem Einflussfaktor „Management“ auf den Unternehmenswert und identifiziert mithilfe fach einschlägiger Literaturquellen fünf bewertungsrelevante Faktoren, die von der Managerperson auf den Unternehmenserfolg oder -performance einwirken. Unter diese Faktoren fallen persönliche Eigenschaften wie das Alter und Intellektuelle Kapital, der vorherrschende Managementstil, individuelle Beteiligungen am Unternehmen und bezogene Gehaltsvergütungen. Mithilfe von veröffentlichten Studienergebnissen zu den einzelnen Faktoren wird ein Idealtypus identifiziert, der in weiterer Folge als Maßstab für die Beurteilung von Managementfaktoren zukünftiger Bewertungsobjekte eingesetzt werden soll. Des Weiteren wird mithilfe des definierten Idealtypus am europäischen Kapitalmarkt nach Unternehmen gesucht, die in der Vergangenheit von CEOs mit idealtypischen Ausprägungen des Managementfaktors geführt wurden.

Im empirischen Teil der Masterarbeit wird auf der Datenbasis von drei Unternehmen mit nachweislicher idealtypischer Führung in der Vergangenheit untersucht, ob sich in den Beobachtungszeiträumen unter idealtypischen Managements eine signifikant bessere Unternehmensleistung feststellen lässt als vor oder nach der Funktionsperiode der idealtypischen Managerfiguren. Hierfür werden Mittelwerte der Unternehmensrenditen und Unterschiedsbeträge des Aktienindex STOXX 600 Europe, der stellvertretend für den Markt steht, im Zeitreihenvergleich untersucht. In Anlehnung an die Ergebnisse der statistischen Testverfahren wird folglich nachgewiesen, dass idealtypische Managements unabhängig der Unternehmensbranche zu einer höheren Unternehmensperformance führen.

Diese Erkenntnis und die der Literaturrecherche werden als Praxisoutput der Masterarbeit in eine Berechnungsvorlage für zukünftige Bewertungen übergeleitet und an einem anonymisierten Unternehmensbeispiel getestet bzw. angewendet. Die erstellte Datei und ein konzeptionierter Beurteilungsbogen für Managements werden dem Kooperationspartner als wissenschaftlich erarbeitete Leitlinie zur künftigen Berücksichtigung des Einflussfaktors „Management“ übergeben.

## **Abstract**

By the professional guidelines KFS/BW 1, management factors must be identified and considered in the estimation of cash flows. The cooperation partner PwC Steiermark Wirtschaftsprüfung und Steuerberatung GmbH currently considers the influence of management factors by taking adequate calculated management remuneration into its valuation calculations. However, PwC sees a deficit in the cost-based consideration of management factors in the sense that potential increases in earnings due to ideal management are neglected, which could lead to synthetically caused undervaluation.

Therefore, this master thesis examines in detail the factor “management” and identifies, thanks to relevant literature sources, five factors that are relevant regarding valuation and that have an impact on firm profits and performance. These factors include personal characteristics such as age and intellectual capital, the dominant management style, individual shareholdings, and remuneration. With the help of published survey results on individual factors, an ideal Manager was identified, who is subsequently to be used as a benchmark for the assessment of management factors in future valuation companies. Furthermore, the defined ideal type was used to identify companies in the European capital market that were managed in the past by CEOs with ideal-typical characteristics of the management factor.

In the empirical part of the master's thesis, the data of three companies with a proven history of ideal-typical management are used to investigate whether the performance of the company under ideal-typical management is significantly better than before or after the period in which it was managed by the ideal-typical manager. For this purpose, average company returns and differences relating to the STOXX 600 Europe share index, which represents the market, were examined in a time series analysis. The results of the statistical assessments provide evidence that ideal-typical management leads to higher company performance regardless of the sector.

These findings and those of the literature research are transferred as practical output of the master thesis into a calculation template for future assessments and applied to an anonymized company example. The generated file and a designed assessment form for managements will be handed over to the cooperation partner as a science-based guideline for the future consideration of the influencing factor “management”.

# Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung .....	1
1.1	Ausgangssituation .....	1
1.2	Problemstellung .....	2
1.3	Praxisoutput.....	3
1.4	Aufbau und verwendete Methoden .....	3
1.5	Limitierungen und Abgrenzung .....	5
2	Grundsätze der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen .....	7
2.1	Anlässe und Zwecke der Unternehmensbewertung .....	7
2.1.1	Bewertungsanlässe .....	7
2.1.2	Unterscheidung der Bewertungszwecke und -funktionen.....	8
2.2	Diskontierungsverfahren .....	10
2.2.1	Ermittlung der Zahlflüsse .....	11
2.2.2	Bruttoverfahren (Entity-Verfahren).....	13
2.2.1	APV-Verfahren .....	17
2.2.2	Nettoverfahren (Equity-Verfahren).....	18
2.3	Besonderheiten bei der Bewertung von KMU .....	19
2.3.1	Quantitative und qualitative Definition KMU .....	20
2.3.2	Abgrenzung des Bewertungsobjekts.....	22
2.3.3	Besonderheiten bei der Prognose der finanziellen Überschüsse .....	23
2.3.4	Bedingte Anwendbarkeit des Capital Asset Pricing Modells.....	24
2.4	Zusammenfassung der Grundsätze der Bewertungsverfahren in Bezug auf KMU .....	25
3	Einflüsse der idealtypischen Managerfigur .....	27
3.1	Bewertungsrelevante Einflussfaktoren der Managementfigur .....	27
3.1.1	Alter.....	28
3.1.2	Intellektuelles Kapital .....	30
3.1.3	Managementstil .....	32
3.1.4	Rollen des Managements im Unternehmen .....	34
3.1.5	Gehaltsvergütung .....	36

3.1.6	Exkurs Einflussfaktor "Geschlecht" .....	40
3.2	Idealtypische Managementfigur .....	41
3.3	Ableitung des Beurteilungsbogen von Managements .....	43
3.3.1	Konzeptionierung des Beurteilungsbogens.....	43
3.3.2	Auswertungsfomular in MS-Excel .....	45
4	Analyse idealtypisch geführter Unternehmen am Kapitalmarkt .....	46
4.1	Untersuchungsobjekte .....	46
4.1.1	Henkel AG & Co. KGaA unter der Führung von Kasper Rorsted .....	47
4.1.2	L'Oréal SA unter der Führung von Jean-Paul Agon .....	49
4.1.3	Lloyds Banking Group unter der Führung von António Horta-Osório .....	51
4.2	Auswertung der erzielten Renditen unter idealtypischer Führung .....	54
4.2.1	Datenauswahl und Bereinigung von Ausreißer .....	54
4.2.2	Hypothesenbildung und Auswahl des Testverfahrens.....	57
4.2.3	Ergebnisinterpretation.....	60
4.3	Überleitung in Berechnungstool.....	64
5	Berücksichtigung des Einflussfaktors „Management“ in der Bewertung .....	68
5.1	Datenauswahl und Festlegung der Bewertungsparameter.....	68
5.1.1	Ermittlung des gemischten Kapitalkostensatz WACC .....	70
5.1.2	Bestimmung des Einflussfaktors Management .....	72
5.1.3	Weitere Annahmen und Erläuterungen.....	74
5.2	Berechnung des subjektiven Unternehmenswertes .....	75
6	Resümee.....	76
6.1	Antworten auf die Forschungsfragen .....	76
6.2	Resümee und Ausblick .....	78
6.3	Handlungsempfehlung.....	79
	Literaturverzeichnis .....	80
	Anhang.....	90

## Abbildungsverzeichnis

<b>Abbildung 1:</b> Übersicht Forschungsfragen,.....	3
<b>Abbildung 2:</b> Kategorisierung Bewertungsanlässe, .....	8
<b>Abbildung 3:</b> Schwellenwerte KMU Definition Europäische Kommission.....	21
<b>Abbildung 4:</b> Full Range Leadership-Modell.....	34
<b>Abbildung 5:</b> Scoring-Panel mit Beispieldaten .....	66

## Tabellenverzeichnis

<b>Tabelle 1:</b> Berechnungsschema Zahlflüsse,.....	12
<b>Tabelle 2:</b> Synthetisches Rating in Abhängigkeit von der Zinsdeckungsquote,.....	17
<b>Tabelle 3:</b> Einteilung Altersgruppen,.....	28
<b>Tabelle 4:</b> Ergebnis t-Test der Renditedifferenz zwischen Henkel AG & Co. KGaA und STOXX 600 Europe,.....	60
<b>Tabelle 5:</b> Ergebnis t-Test der Rendite der Henkel AG & Co. KGaA unter und ohne idealtypische Führung,.....	61
<b>Tabelle 6:</b> Ergebnis t-Test der Renditedifferenz zwischen der L'Oréal SA und STOXX 600 Europe,.....	62
<b>Tabelle 7:</b> Ergebnis t-Test der Rendite der L'Oréal SA unter und ohne idealtypische Führung, .....	62
<b>Tabelle 8:</b> Ergebnis t-Test der Renditedifferenz zwischen der Lloyds Banking Group und STOXX 600 Europe,.....	63
<b>Tabelle 9:</b> Ergebnis t-Test der Rendite der Lloyds Banking Group unter und ohne idealtypische Führung,.....	64
<b>Tabelle 10:</b> Ableitung der Einflussgröße des idealtypischen Managements, .....	65
<b>Tabelle 11:</b> Auswertung des MLQ 6S Fragebogens, .....	73

## Formelverzeichnis

<b>Formel 1:</b> Ermittlung Marktwert des Eigenkapitals mittels Bruttoverfahren, .....	13
<b>Formel 2:</b> Berechnung des gewogenen Kapitalkostensatzes WACC, .....	14
<b>Formel 3:</b> Ermittlung Eigenkapitalkosten mittels CAPM,.....	14
<b>Formel 4:</b> Betafaktor des verschuldeten Unternehmens,.....	16
<b>Formel 5:</b> Berechnung Fremdkapitalkosten,.....	17
<b>Formel 6:</b> Ermittlung Marktwert des Eigenkapitals mittels APV-Verfahren,.....	18
<b>Formel 7:</b> Ermittlung Marktwert des Eigenkapitals mittels Equity-Verfahren,.....	19
<b>Formel 8:</b> Berechnung monatliche Unternehmensrendite, .....	54
<b>Formel 9:</b> Berechnung monatliche Rendite des Aktienindex STOXX600 Europe, .....	54
<b>Formel 10:</b> Hypothesen zur Entwicklung der Unternehmensentwicklung,.....	58
<b>Formel 11:</b> Berechnung t-Wert,.....	59
<b>Formel 12:</b> Berechnung der Streuung der Differenzen, .....	59
<b>Formel 13:</b> Berechnung Abstandsmaß d,.....	59
<b>Formel 14:</b> Berechnung des annualisierten Ergebnispotentials des Idealtypus, .....	65
<b>Formel 15:</b> Berechnung der annualisierten Mehrrendite des Idealtypus, .....	66
<b>Formel 16:</b> Berechnung des der annualisierten Mehrrendite des Idealtypus der Periode t, .	66
<b>Formel 17:</b> Berechnung des Einflussfaktors zur idealtypischen Managerfigur, .....	67
<b>Formel 18:</b> Berechnung des Marktwertes des Eigenkapitals unter idealtypischer Führung, .	67
<b>Formel 19:</b> Berechnung MRP,.....	71
<b>Formel 20:</b> Berechnung Debt Beta, .....	72

## Anhangsverzeichnis

<b>Anhang 1:</b> Beurteilungsbogen Management in MS-Forms .....	90
<b>Anhang 2:</b> CEO Profil Kasper Rorsted .....	94
<b>Anhang 3:</b> CEO Profil Jean-Paul Agon .....	95
<b>Anhang 4:</b> CEO Profil António Horta-Osório .....	95
<b>Anhang 5:</b> Auswertung Fragebogen am Beispiel der Z-GmbH .....	97
<b>Anhang 6:</b> Interpretationspanel am Beispiel der Z-GmbH .....	98
<b>Anhang 7:</b> Scoring-Panel am Beispiel der Z-GmbH .....	98
<b>Anhang 8:</b> Ableitung Einflussgröße des Idealtypus am Beispiel der Z-GmbH.....	99
<b>Anhang 9:</b> WACC – Parameter der Z-GmbH.....	99
<b>Anhang 10:</b> Bilanz der Z-GmbH – Aktiva Seite.....	100
<b>Anhang 11:</b> Bilanz der Z-GmbH – Passiva Seite.....	101
<b>Anhang 12:</b> Gewinn- und Verlustrechnung der Z-GmbH .....	102
<b>Anhang 13:</b> Geldflussrechnung der Z-GmbH .....	103
<b>Anhang 14:</b> Berechnung des FCF der Z-GmbH .....	104
<b>Anhang 15:</b> Plausibilisierungskennzahlen der Z-GmbH .....	104
<b>Anhang 16:</b> Ermittlung des Gesamtunternehmenswertes der Z-GmbH .....	105

## Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
APV	Adjusted Present Value
B2B	Business to Business
B2C	Business to Customer
bzw.	Beziehungsweise
CAPM	Capital Pricing Modell
CEO	Chef Executive Officer
Co. KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
CS	Credit Spread
d.h.	das heißt
DCF	Discounting Cash Flow
df	Freiheitsgrade
E 3	Empfehlung 3
E 7	Empfehlung 7
EK	Eigenkapital
EK <sub>MW</sub>	Marktwert des Eigenkapitals
EU	Europäische Union
EUR	Euro
F&E	Forschung und Entwicklung
FCF	Free Cashflow
FK	Fremdkapital
FK <sub>MW</sub>	Marktwert des Fremdkapitals
FTE	Flow To Equity (Geldfluss zu Eigenkapitalgebern)
FTSE	Financial Times Stock Exchange
GK <sub>MW</sub>	Marktwert des Gesamtkapitals
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HBOS	Halifax Bank Of Scotland
HEI	Higher Education Institute
IC	Intellectual Capital
INSEAD	Institut Européen d'Administration des Affaires
KFS/BW 1	Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer für Wirtschaftstreuhänder zur Unternehmensbewertung KFS/BW 1
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
MBA	Master of Business Administration
Mio.	Millionen

MLQ	Multi Leadership Questionnaire
Mrd.	Milliarden
MRP	Marktrisikoprämie
MS	Microsoft
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OROA	Operating Return on Assests
plc	Public Limited Company
PwC	PricewaterhouseCoopers International
RD	Renditedifferenz
ROA	Return on Assests
ROE	Return on Equity
ROS	Return on Sales
Rz	Randziffer
S.	Seite
SA	Société Anonyme
T	Tausend
TSB	Trustee Savings Bank
UGB	Unternehmensgesetzbuch
UN	Unternehmen
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WdF	Wirtschaftsforum der Führungskräfte
z.B.	zum Beispiel

## Symbolverzeichnis

%	Prozent
§	Paragraf
d	Abstandsmaß d
H1 <sub>0</sub>	Nullhypothese der Hypothese 1
H1 <sub>1</sub>	Alternativhypothese der Hypothese 1
H2 <sub>0</sub>	Nullhypothese der Hypothese 2
H2 <sub>1</sub>	Alternativhypothese der Hypothese 2
k <sub>D</sub>	Fremdkapitalkosten
k <sub>E</sub>	Eigenkapitalkosten
K <sub>i</sub>	Kurs des Aktienindex i
K <sub>u</sub>	Kurs der Unternehmensaktie u
n	Anzahl von Werten
r <sub>D</sub>	Fremdkapitalzinsen
r <sub>f</sub>	risikoloser Basiszinssatz
R <sub>i</sub>	Rendite des Aktienindex i
r <sub>ideal</sub>	annualisierte Mehrrendite des Idealtypus
r <sub>m</sub>	Marktrendite
R <sub>u</sub>	Rendite des Unternehmens u
t	Periode
T	Anzahl der Detail- und Grobplanungsperioden
x	Einflussfaktor der idealtypischen Managerfigur
y	Potential zum Idealtypus
α	Alpha
β	Beta
β <sub>D</sub>	Debt Beta
β <sub>u</sub>	Beta des unverschuldeten Unternehmens
β <sub>v</sub>	Beta des verschuldeten Unternehmens
δ <sub>p.a.</sub>	annualisiertes Ergebnispotentials des Idealtypus
μ	Mittelwert
Σ	Summe
σ <sub>diff</sub>	Streuung der Differenzwerte
τ	Steuersatz für Körperschaftsteuer
$\bar{X}_{diff}$	Differenz der Mittelwerte von zwei Stichproben
$\bar{x}_{diff}$	Mittelwert der Differenzwerte

# 1 Einleitung

## 1.1 Ausgangssituation

Für die Masterarbeit geht die Studentin Barbara Klammer eine Kooperation mit der PwC Steiermark Wirtschaftsprüfung und Steuerberatung GmbH ein. Der Kooperationspartner ist Teil des globalen Netzwerkes PricewaterhouseCoopers International (PwC) und vertritt einen der fünf Standorte in Österreich. Am Standort Graz bietet PwC Leistungen im Bereich der Steuerberatung, Wirtschaftsprüfung, Rechts- und Unternehmensberatung an. Die Mitarbeiter und Mitarbeiterinnen der Abteilung Unternehmensberatung betreuen Mittelstandbetriebe bei komplexen Themenstellungen wie Unternehmenstransaktionen und unterstützen Führungskräfte bei Restrukturierungen, Optimierungsprozessen und sonstigen Veränderungsmaßnahmen.

Der Kooperationspartner wird zu gewissen Anlässen als Berater oder neutraler Gutachter für die Bestimmung von Unternehmenswerten kontaktiert. Diese Bewertungsanlässe können dabei gesetzlich begründet sein (z. B. Umgründung, Squeeze-Out) oder aus sonstigen Gründen hervorgehen, etwa ein bevorstehender Unternehmenskauf oder -verkauf. Der Zweck einer Bewertung liegt in Folge entweder darin, einen subjektiven Entscheidungswert, einen objektivierten Unternehmenswert oder einen Schiedswert zu ermitteln. Speziell bei der Bewertung von KMU und familiengeführten Unternehmen besteht die Herausforderung darin, die sogenannten „Managementfaktoren“ zu identifizieren, diese monetär zu bewerten und bei der Bewertung der Unternehmung zu berücksichtigen.

Im Fachgutachten KFS/BW 1 ist festgehalten, dass bei der objektivierten Unternehmensbewertung grundsätzlich von durchschnittlichen Managementleistungen (typisierte Managementfaktoren) auszugehen ist und bei personenbezogenen Unternehmen Einflüsse, die auf die Personen der Unternehmenseigner zurückzuführen sind, zu eliminieren sind. Bezüglich der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswertes schreibt das Fachgutachten KFS/BW 1 vor, dass aus der Perspektive des Käufers potenzielle Überschüsse aus individuellen Managementfaktoren anzusetzen und als Verkäufer auch persönliche Managementfaktoren bei der Findung der Preisuntergrenze zu berücksichtigen sind.

Unter den vorliegenden Bestimmungen berücksichtigt derzeit der Kooperationspartner die Managementfaktoren insofern, als dass er adäquate kalkulatorische Unternehmerlöhne in die Berechnung des Unternehmenswertes einfließen lässt. In dieser asymmetrischen, aufwandsseitigen Berücksichtigung von Einflussfaktoren des Managements sieht der Kooperationspartner allerdings die Gefahr einer möglichen Unterbewertung, weswegen dieser nach einer fundierten Leitlinie zur Berücksichtigung der ertragsseitigen Chancen von typisierten Managementfiguren sucht.

## 1.2 Problemstellung

Die klassischen Unternehmensbewertungsmodelle wurden anhand von kapitalmarktorientierten Unternehmen entwickelt, weshalb sich der Großteil der Literatur mit der Bewertung dieser auseinandersetzt. Kommt es zu einer Bewertung von KMU, so ergeben sich besondere Herausforderungen bei der Anwendung dieser Bewertungsmodelle. Aus dieser Aufgabenstellung heraus gilt es in der Arbeit zu erforschen, welche Besonderheiten bei der Bewertung von Klein- und Mittelstandbetrieben zu berücksichtigen sind, wobei der Fokus in dieser Arbeit auf mittelgroße Unternehmen im Sinne der Größenklassifizierung der EU-Kommission gelegt wird. Ferner stellt sich die Frage, welchen Einfluss der Bewertungsanlass auf den damit verbundenen Bewertungszweck hat.

Speziell bei Unternehmen, bei denen Eigentümerschaft als auch Geschäftsführung auf denselben Personenkreis fallen, können Einflüsse auftreten, die es bei fremdgeführten Unternehmen nicht gibt. Beispielsweise können Leitungsübergaben innerhalb des Eigentümerkreises dazu führen, dass Nachfolger\*innen ohne adäquate Managementausbildungen oder entsprechenden Motivationsanreizen Schlüsselpositionen im Unternehmen einnehmen und folglich suboptimale Geschäftstätigkeiten ausführen, die den Unternehmenserfolg beeinträchtigen. Trotz der regelmäßig angeforderten Bewertungen von Mittelstandbetrieben ist die Vorgehensweise zur Identifikation und Quantifizierung dieser Einflussfaktoren nicht einheitlich festgelegt. Folglich ist der Frage nachzugehen, welche Einflussfaktoren des Managements bei Mittelstandsbetrieben bewertungsrelevant sind und welche nicht.

Im Zuge der Erarbeitung der Masterarbeit soll weiters empirisch validiert werden, ob Unternehmen in den Zeiträumen unter idealtypischer Führung eine höhere Unternehmensrendite bzw. einen höheren Renditedifferenzbetrag zum Markt erzielen als in den Zeiträumen vor oder nach den Managements durch Personen mit idealtypischen Managementausprägungen. Das Ergebnis dieser Untersuchung soll Rückschlüsse zulassen, ob ein Managementwechsel zu einem mit idealtypischem Ausprägungen nicht nur zu Mehrkosten, sondern auch zu gesteigerten Ergebnissen bzw. einer potenziellen Überperformance zum Markt führen kann.

Die zentralen Leitfragen der Arbeit sind folglich, ob mit der derzeitigen Vorgehensweise eine Unterbewertung von Unternehmen auftreten kann und ob ein ergänzender Zugang hinsichtlich der Bereinigung von Managementfaktoren erforderlich ist. Zur Beantwortung dessen müssen die vorangegangenen Fragestellungen geklärt werden, um daraus einen Berechnungsansatz für das geplante Fallbeispiel zu konzeptionieren.

		Methodik	Kapitel
<b>1. Hauptfrage</b>	<b>Aktuelle Vorgehensweise beim Kooperationspartner</b>		
1.1. Unterfrage	Welchen Einfluss hat der Bewertungsanlass auf den damit verbundenen Bewertungszweck?	Literaturrecherche	Kapitel 2
1.2. Unterfrage	Welche Besonderheiten sind bei der Bewertung von Klein- und Mittelstandbetrieben zu berücksichtigen?	Literaturrecherche	Kapitel 2
<b>2. Hauptfrage</b>	<b>Welche Einflussfaktoren des Managements bei Mittelstandsbetrieben sind bewertungsrelevant und welche nicht?</b>	<b>Literaturrecherche</b>	<b>Kapitel 3</b>
<b>3. Hauptfrage</b>	<b>Kann ein Manager, der idealtypische Führung beweist, Renditen über dem Marktmittel und des Unternehmens unter anderer Führung erzielen?</b>	<b>empirische Kapitalmarktanalyse</b>	<b>Kapitel 4</b>

**Abbildung 1:** Übersicht Forschungsfragen,  
Quelle: eigene Darstellung

### 1.3 Praxisoutput

Als Praxisoutput für den Kooperationspartner stellt sich die Identifikation bewertungsrelevanter Einflussfaktoren von Manager\*innen und die Definition der idealtypischen Managementfigur durch die Beschreibung der Ausprägung fünf bewertungsrelevanten Einflussfaktoren dar. Ergänzend dazu wird als Output ein Beurteilungsformular zur Erfassung und Feststellung der Ausprägungen der Einflussfaktoren des Managements in digitaler MS-Forms Version für zukünftige Bewertungsanlässe konzeptioniert und um ein MS-Excel-Auswertungsblatt zur Beurteilung der Angaben und Interpretation derer erweitert.

Das MS-Excel-Auswertungsblatt befindet sich in der aufbereiteten Datei, die im Zuge der Ermittlung des subjektiven Unternehmenswertes des Fallbeispiels erstellt wurde. Die Berechnungsdatei umfasst neben dem Tabellenblatt zur Auswertung der Beurteilungsbogenergebnisse auch ein Berechnungsblatt zur Bestimmung des gewogenen Kapitalkostensatzes WACC und eine Vorlage zur Erstellung von zukünftigen Planungsrechnungen, die unter geringem Aufwand potenzielle Ergebnissteigerungen durch ein idealtypisches Management in der Berechnung erfassen kann. Des Weiteren werden dem Kooperationspartner die gewonnenen Erkenntnisse und Ergebnisse aus der empirischen Kapitalmarktanalyse als Empfehlung für weiterführende Forschungsarbeiten übergeben.

### 1.4 Aufbau und verwendete Methoden

Die Masterarbeit wird in vier Hauptkapitel gegliedert und beginnt mit einem allgemeinen Einleitungskapitel. Dem Einleitungskapitel folgt ein Literaturabschnitt, welcher sich mit den Grundlagen der Unternehmensbewertung zur Erarbeitung der späteren Vorgehensweise bei der Bewertung des Beispielunternehmens beschäftigt. Das zweite Kapitel wird zu diesem Zweck in drei weitere Unterkapitel gegliedert. Im ersten Unterkapitel wird auf bekannte Bewertungsanlässe

eingegangen und die Unterschiede zwischen objektivierten und subjektiven Unternehmenswert hinsichtlich ihrer Ermittlungsverfahren und Charakteristika dargestellt werden. Das darauffolgende Unterkapitel befasst sich mit den bekannten Gesamtbewertungsverfahren. Im Speziellen wird auf das Entity-Verfahren, bei dem Zahlflüsse mit den durchschnittlichen Kapitalkosten des Unternehmens abgezinst werden, eingegangen, da dieses als IST-Vorgehensweise bei der Bewertung des Beispiels in Kapitel 5 genutzt wird. Abgeschlossen wird das erste Hauptkapitel mit der Beleuchtung der Herausforderungen bei der Ermittlung des Unternehmenswertes von Mittelstandbetrieben.

Das dritte Kapitel der Masterarbeit widmet sich der Identifikation der bewertungsrelevanten Einflussfaktoren eines Managements, der Definition eines Idealtypus und der Ableitung eines Beurteilungsbogens. Für diese Zwecke wird die idealtypische Managerfigur hinsichtlich seiner\*ihrer zu erwartenden Kosten, Eigenschaften und Rollen im Unternehmen umschrieben. Insbesondere werden in dem Abschnitt die verschiedenen Ausprägungsmöglichkeiten der bewertungsrelevanten Einflussfaktoren des Managements Alter, Intellektuelles Kapital, Managementstil, Beteiligung und Gehaltsvergütung aufgezeigt. Zur Ermittlung und Beschreibung dieser Einflussfaktoren werden entsprechende Literaturquellen, unter anderem Fachartikel aus dem angloamerikanischen Bereich, herangezogen und auf das Expertenwissen und die Erfahrungswerte des Kooperationspartners zurückgegriffen. Die Konzeptionierung des Beurteilungsbogens für zukünftige Managements basiert auf dem definierten Idealtypus und stellt den ersten Teil des Praxisoutputs dar bzw. wird bei der späteren Berechnung des Fallbeispiels erstmalig angewendet. Der Beurteilungsbogen wird insofern aufgebaut, als dass er aus der Sicht des Managements befüllt wird und von dem\*der Bewerter\*in unabhängig ausgewertet und interpretiert wird.

Im vierten Kapitel wird die empirische Untersuchung von börsennotierten Unternehmen vorgenommen. Die Begründung für die Auswertung von Kapitalmarktdaten und nicht entsprechender Daten von Mittelstandbetrieben liegt darin, dass die Datenmenge von Mittelstandbetrieben begrenzt ist, da diese erst ab einer gewissen Größe bzw. Rechtsform der Publizitäts- oder Offenlegungspflicht unterliegen. Überdies hinaus ist es in der Praxis eine gängige Vorgehensweise, aus Kapitalmarktdaten adaptierte Modelle und Ansätze für die Bewertung von Mittelstandbetriebe abzuleiten. Die Auswahl der Untersuchungsobjekte erfolgte zufällig, unabhängig von der Branche und umfasst die Henkel AG & Co. KGaA, die L'Oréal S.A und die Lloyds Banking Group. Alle drei Unternehmen wurden in der Vergangenheit über einen Zeitraum von über fünf Jahren von einem Manager, der nachweislich idealtypische Ausprägungen der Einflussfaktoren aufweist, geleitet. Zur Feststellung, ob die Unternehmen unter der idealtypischen Führung eine bessere Leistung zeigen oder nicht, werden die Mittelwerte der Unternehmensrenditen und Differenzbeträge zum Aktienindex STOXX 600 Europe unter und vor bzw. nach der Führung der Idealtypen miteinander

verglichen. Die Kursdaten für die Untersuchung der Renditeentwicklung werden allesamt von dem Kooperationspartner zur Verfügung gestellt und mit MS-Excel ausgewertet.

Am Ende des vierten Kapitels werden die gewonnenen Erkenntnisse aus der Kapitalmarktanalyse als Begründung zur Annahme eines zusätzlichen Ergebnisbeitrags, der von Managements mit idealtypischen Eigenschaften erzielt werden kann, festgehalten und für die darauffolgende Bewertung eines Beispielunternehmens in ein Scoring-Modell zur Berücksichtigung individueller Ausprägungsstärken von Einflussfaktoren übergeleitet.

Im fünften Kapitel wird schließlich die Bewertung eines vom Kooperationspartner gewählten Unternehmens einerseits nach der Ist-Vorgehensweise des Kooperationspartners und andererseits unter der besonderen Bedachtnahme von potenziellen Ergebnissteigerungen unter idealtypischer Führung, dargestellt. Das zu bewertende Unternehmen wird lediglich in Bezug auf dessen Managementstruktur und der agierenden Branche beschrieben, damit die Anonymität der Gesellschaft und der Führungskraft gewahrt wird. Hierfür wird das bestehende Management des Unternehmens auf Basis des konzeptionierten Beurteilungsbogen hinsichtlich der idealtypischen Ausprägungen beurteilt und eine zusätzliche Mehrrendite als Ansatz für das Potenzial, welches ein idealtypisches Management zu leisten vermag, in die subjektive Unternehmenswertermittlung aufgenommen. Demgemäß ist das Fallbeispiel für den Kooperationspartner von großem Interesse und dient als Begründung der Handlungsempfehlung zur Berücksichtigung des Ergebnispotentials von idealtypischen Managerfiguren. Die um das Beispiel aufgebaute MS-Excel Datei wird inklusive der darin enthaltenden Annahmen und Auswertungsblatt des Beurteilungsbogens als Teil des Praxisoutputs dem Kooperationspartner übergeben.

Als abschließendes Kapitel werden die Erkenntnisse aus der Literaturforschung mit den Untersuchungsergebnissen aus dem empirischen Teil der Arbeit zusammengefasst, miteinander kombiniert und kritisch beurteilt. Überdies wird ein Ausblick für weiterführende Arbeiten und Studien in dem Themengebiet dargestellt und eine Leitlinie zur Berücksichtigung der Ergebnispotentiale der idealtypischen Managerfigur als abschließenden Praxisoutput für den Kooperationspartner empfohlen.

## 1.5 Limitierungen und Abgrenzung

Bei der Definition des\*der idealtypischen Managers\*in wird explizit nicht auf das Geschlecht eingegangen. Grund dafür ist, dass bisher veröffentlichte Forschungsarbeiten zu unterschiedlichen Ergebnissen hinsichtlich des Einflusses des Geschlechtes der Führungskraft kommen. Beispielsweise stellen JAGGIA und THOSAR<sup>1</sup> keinen wesentlichen Unterschied in der Performance zwischen weiblichen und männlichen Managern fest. Im Kontrast dazu identifizieren CHEN und

---

<sup>1</sup> Vgl. JAGGIA/ THOSAR (2021), S.1482.

HASSAN<sup>2</sup> einen negativen Einfluss von weiblichen Führungskräften auf die Unternehmensleistung.

Aufgrund der begrenzten Informationsquellen zu idealtypischen Managerfiguren, insbesondere betreffend des Einflussfaktors „Managementstil“, werden lediglich drei börsennotierte Unternehmen untersucht. Ferner ist es kein Ziel der Arbeit, potenzielle Ergebnisbeiträge einer idealtypischen Managerfigur auf die identifizierten Einflussfaktoren zu unterteilen und eine Gewichtung des individuellen Faktors auf den Gesamteinfluss des Managements auf den Unternehmenswert zu erforschen. Deshalb wird eine Gewichtung von 20 % pro Faktor auf den Gesamteinfluss festgelegt. In diesem Zusammenhang wird in der Arbeit weder eine Gehaltsstudie von Führungskräften bei KMU durchgeführt, noch ein Modell zur Bewertung von Führungsstilen entwickelt.

Ein weiteres Nicht-Ziel der Arbeit ist es, die verschiedenen bekannten Bewertungsverfahren im Detail zu analysieren und auf ihre Tauglichkeit bei der Bewertung von KMU zu prüfen. Es erfolgt somit beispielsweise keine Grundsatzdiskussion zur Anwendbarkeit des Capital Asset Pricing Models bei KMU. Es ist auch nicht Teil der Arbeit zu erforschen, inwiefern sich ein Managementwechsel auf mögliche Risikobewertungen auswirken und ob in weiterer Folge Diskontierungssätze bei DCF-Verfahren anzupassen wären.

Des Weiteren sollen neben den Managementfaktoren keine weiteren qualitativen Einflussfaktoren bei der Berechnung des Fallbeispiels einfließen. Der Fokus der vorliegenden Arbeit liegt auf der Erforschung des Ergebnispotentials einer idealtypischen Managerfigur und die Findung einer Möglichkeit zur Einbeziehung in den Bewertungskalkulationen. Es ist keine Aufgabenstellung, ein Bewertungsgutachten zu verfassen. Abschließend ist als Nicht-Ziel dieser Arbeit die Neuinterpretation des Fachgutachtens KFS/BW 1 zu nennen.

---

<sup>2</sup> Vgl. CHEN/ HASSAN (2022), S.291.

## 2 Grundsätze der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen

Im folgenden Kapitel werden die Grundsätze der Bewertung von KMU dargelegt. Es wird in erster Linie darauf eingegangen, in welcher Hinsicht der Bewertungsanlass relevant für die Wahl des Verfahrens zur Bestimmung des Unternehmenswertes ist. Des Weiteren werden die Gesamtbewertungsverfahren der Bewertungslehre vorgestellt und dem Leser das sogenannte „Entity-Verfahren“ detaillierter präsentiert, da diese vom Kooperationspartner als IST-Vorgehensweise bei angeforderten Bewertungsfällen herangezogen wird. Den Abschluss dieses Kapitels bildet der Ausblick auf die Besonderheiten, die einer Bewertung von KMU zugeschrieben werden.

### 2.1 Anlässe und Zwecke der Unternehmensbewertung

Eine Unternehmensbewertung kann durch Anlässe unterschiedlichster Natur erfordert werden. Darunter fallen freiwillige Gründe den Wert zu bestimmen, z. B. bei Kauf-/Verkaufsabsichten oder rechtlich begründete Fälle, wie Teilungen nach dem Erbrecht. Hinsichtlich der unterschiedlichen Bewertungsanlässe ist es erforderlich, den errechneten Unternehmenswert immer im Hinblick auf den zugrunde liegenden Bewertungszweck zu interpretieren.

In dem nachstehenden Teil wird insbesondere auf die Bewertungsanlässe von kleinen und mittleren Unternehmen bzw. auf den objektivierten und subjektiven Unternehmenswert eingegangen.

#### 2.1.1 Bewertungsanlässe

Damit ein Überblick über die Vielzahl von Bewertungsanlässen gewonnen werden kann, erscheint es sinnvoll, die Anlässe im ersten Schritt in die Gruppen transaktionsbezogene und nicht transaktionsbezogene Anlässe zu unterteilen. Unter transaktionsbezogene Anlässe fallen jene Bewertungsanlässe, die in einer Veränderung der Eigentümerstruktur enden. Im Gegensatz dazu gilt es bei nicht transaktionsbezogenen Anlässen den errechneten Unternehmenswert als Grundlage für beispielsweise Besteuerungen oder wertorientierte Steuerung von Unternehmen zu nutzen.<sup>3</sup>

Die bereits erwähnten transaktionsbezogenen Bewertungsanlässe sind weiter in dominierte und nicht dominierte Verhandlungssituationen zu unterteilen. „Eine nicht dominierte Verhandlungssituation liegt vor, wenn jede Partei die Option hat, die Vertragshandlungen abzubrechen und den Status quo beizubehalten.“<sup>4</sup> Konträr dazu sind dominierte Verhandlungssituationen geprägt von der Eigenschaft, dass eine beteiligte Partei die Möglichkeit besitzt, ohne Zustimmung

---

<sup>3</sup> Vgl. SCHÜTTE-BIASTOCH (2011), S.11.

<sup>4</sup> Vgl. DRUKARCZYK/ SCHÜLER (2015), S.3.

der Gegenpartei die Änderung von Eigentumsverhältnissen einer Unternehmung zu erzwingen, z. B. bei einem Squeeze-Out nach dem Gesellschafter-Ausschlussgesetz.<sup>5</sup>

Bewertungsanlässe, die durch Bestimmungen im Gesellschafts-, Familien- und Erbrecht begründet sind, weisen eine besondere Relevanz im Kontext der KMU-Bewertung auf. Zwar ist die Durchführung einer Wertermittlung gesetzlich durch die Anwendung einer betriebswirtschaftlichen Methode festgehalten, jedoch gibt es kein rechtlich begründetes Standardvorgehen, wie diese Bewertung zu erfolgen hat.<sup>6</sup>

Des Weiteren stellen geplante Eigen- oder Fremdkapitalzuführungen für KMU häufig den Anlass dar, eine Bewertung des Unternehmens durchzuführen. Beispielsweise kann im Zuge einer Kreditwürdigkeitsprüfung einer Bank, bei der Verpfändung von Anteilen zugunsten der Bank oder zur Risikoreduktion von Venture-Capital Unternehmen eine zukunftsorientierte Bewertung gefordert werden.<sup>7</sup>

Die nachstehende Abbildung zeigt zusammenfassend die Kategorisierung der Bewertungsanlässe mit stellvertretenden Beispielen:

BEWERTUNGSANLÄSSE		
TRANSAKTIONSBEZOGEN		NICHT TRANSAKTIONSBEZOGEN
DOMINIERT	NICHT DOMINIERT	
AUSSCHEIDEN EINES GESELLSCHAFTERS	GRÜNDUNG	STEUERLICHE ANLÄSSE
FAMILIEN- & ERBRECHTLICHE ANLÄSSE	EINTRITT	SANIERUNG
	KAUF & VERKAUF	WERTORIENTIERTE UN- STEUERUNG

**Abbildung 2:** Kategorisierung Bewertungsanlässe,  
Quelle: SCHÜTTER (2011), S.11 (leicht modifiziert)

### 2.1.2 Unterscheidung der Bewertungszwecke und -funktionen

Neben dem vorliegenden Bewertungsanlass ist auch die eingenommene Funktion des\*der Bewerter\*Beraterin und der Bewertungszweck maßgeblich bei der Annahme von Berechnungsgrößen und Werteeinflüssen, welche sich in weiterer Folge direkt auf die Höhe des ermittelten Unternehmenswertes auswirken. Der Bewertungszweck leitet sich dabei direkt vom

<sup>5</sup> Vgl. DRUKARCZYK/ SCHÜLER (2015), 4 ff.

<sup>6</sup> Vgl. SCHÜTTE-BIASTOCH (2011), S.11.

<sup>7</sup> Vgl. IHLAU/ DUSCHA (2019), 34 ff.

Bewertungsanlass ab.<sup>8</sup> Im Fachgutachten KFS/BW 1 werden in weiterer Folge die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes, eines subjektiven Unternehmenswertes und eines Schiedswertes als praxisrelevante Bewertungszwecke abgeleitet.<sup>9</sup>

Die Kölner Funktionslehre kennt neben den drei Hauptfunktionen zusätzlich drei Nebenfunktionen. Unter die Hauptfunktionen fallen die mit dem Fachgutachten KFS/BW 1 überschneidende Beratungs- und Vermittlungsfunktion, sowie ergänzend die Argumentationsfunktion. Zu den Nebenfunktionen zählen weiters die Bilanz-, Steuerbemessungs- und Vertragsfunktion.<sup>10</sup>

#### Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten

„Der objektivierte Unternehmenswert wird unter typisierenden Annahmen mithilfe eines Diskontierungsverfahrens ermittelt. Er repräsentiert jenen Unternehmenswert, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, der finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie der sonstigen Einflussfaktoren ergibt.“<sup>11</sup>

Bezüglich der Berücksichtigung von Managementfaktoren sieht das Fachgutachten KFS/BW1 vor, „...von einem unveränderten Management oder für den Fall des Wechsels des Managements von durchschnittlichen Managementleistungen auszugehen (typisierte Managementfaktoren).“<sup>12</sup> In der Praxis wird dieser Vorschrift durch den Ansatz eines angemessenen, kalkulatorischen Unternehmerlohns Folge getragen.

Der\*die Bewerter\*in tritt bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes in die Rolle des\*der neutralen Gutachter\*in. Als beispielhafter Bewertungsanlass, der einen objektivierten Unternehmenswert verlangt, ist die rechtliche Situation zu nennen, wenn aus erbrechtlichen Auseinandersetzungen heraus die Berechnung von Ausgleichszahlungen gefordert wird.<sup>13</sup> In der Praxis verlangen primär Gesellschaftsverträge bei einem Gesellschafterwechsel oder bei Umgründungen die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes.

#### Ermittlung von subjektiven Unternehmenswerten

In die Ermittlung von Entscheidungswerten sind konträr zu den objektivierten Unternehmenswerten etwaige Synergieeffekte und subjektiv gesehene Einflüsse aus persönlichen

---

<sup>8</sup> Vgl. IHLAU/ DUSCHA (2019), S.36.

<sup>9</sup> Vgl. Fachgutachten zur Unternehmensbewertung KFS/BW 1 (2014), Rz 15.

<sup>10</sup> Vgl. SCHACHT/ FACKLER (2009), S.19.

<sup>11</sup> Fachgutachten zur Unternehmensbewertung KFS/BW 1 (2014), Rz 16.

<sup>12</sup> Fachgutachten zur Unternehmensbewertung KFS/BW 1 (2014), Rz 81.

<sup>13</sup> Vgl. IHLAU/ DUSCHA (2019), S.135.

Verhältnissen und Vorstellungen des\*der Eigentümer\*in miteinzuberechnen. Die Plausibilität wird sinngemäß der Vorgehensweise bei objektivierten Unternehmenswerten geprüft.<sup>14</sup>

Bei der Wertfindung des subjektiven Entscheidungswertes nimmt der\*die Bewerter\*in eine beratende Funktion ein. Dies setzt voraus, dass der\*die Berater\*in nur für eine Partei arbeitet und folglich aus der Sicht der beauftragten Seite (z. B. Käufer- oder Verkäufersicht) Bewertungsannahmen trifft bzw. individuelle Einflussfaktoren berücksichtigt.<sup>15</sup>

Subjektive Unternehmenswerte dienen dem\*der potenziellen Käufer\*in eines Unternehmens als Preisobergrenze und aus Sicht des\*der Verkäufers\*Verkäuferin als Preisuntergrenze. Der am Ende vereinbarte Transaktionspreis muss aber weder der ermittelten Obergrenze noch der Untergrenze entsprechen.

#### Ermittlung von Schiedswerten

Unter der Auseinandersetzung zwischen verschiedenen Parteien hat der\*die Bewerter\*in durch Berücksichtigung von Investitionsalternativen und persönlichen Verhältnissen der Parteien einen Schiedswert zu ermitteln, der als fairer Interessenausgleich dient.<sup>16</sup>

Der Schiedswert liegt dabei in einem Werteraum, der durch den Entscheidungswert des\*der Verkäufers\*Verkäuferin als Untergrenze und durch den Entscheidungswert des\*der Käufers\*Käuferin als Obergrenze definiert ist. Dieser Werteraum wird als Transaktionsbereich bezeichnet und gilt vom\*n der Bewerter\*in zu ermitteln. Es besteht kein Transaktionsbereich, wenn der Fall vorliegt, dass die Verkaufsuntergrenze über dem Entscheidungswert des\*der Käufers\*Käuferin liegt.<sup>17</sup>

In der Praxis spielt die Ermittlung von Schiedswerten nur eine untergeordnete Rolle und wird selten gefordert. Aufgrund der Tatsache, dass es nur bei der Ermittlung von subjektiven Unternehmenswerten erlaubt ist individuelle und persönliche Managementfaktoren zu berücksichtigen,<sup>18</sup> beziehen sich die nachstehenden Kapitel der Arbeit und der Praxisoutput nur auf die Ermittlung von subjektiven Entscheidungswerten.

## 2.2 Diskontierungsverfahren

Neben dem Diskontierungsverfahren (DCF-Verfahren) zählen das Ertragswertverfahren und Vergleichsverfahren zu den Gesamtbewertungsverfahren. Gesamtbewertungsverfahren kennzeichnen sich dadurch aus, als dass das zu bewertende Objekt als singuläre

---

<sup>14</sup> Vgl. Fachgutachten zur Unternehmensbewertung KFS/BW 1 (2014), Rz 19.

<sup>15</sup> Vgl. GUSERL/ PERNSTEINER (2015), S.186.

<sup>16</sup> Vgl. Fachgutachten zur Unternehmensbewertung KFS/BW 1 (2014), Rz 20.

<sup>17</sup> Vgl. SEPPELFRICKE (2020), S.27.

<sup>18</sup> Vgl. Fachgutachten zur Unternehmensbewertung KFS/BW 1 (2014), Rz 91–92.

Bewertungseinheit gesehen wird.<sup>19</sup> Auf Einzelbewertungsverfahren, wie beispielsweise substanzwertorientierte Verfahren, wird nicht weiter eingegangen, da diese nicht von Bedeutung für die Konzeptionierung des Leitfadens sind oder als Bewertungsmethoden des Fallbeispiels angewendet werden.

Nachfolgend werden die Methoden „Nettoverfahren“, „APV-Verfahren“ und „Bruttoverfahren“ als Varianten der Gesamtbewertungsverfahren vorgestellt. Die verschiedenen Ansätze unterscheiden sich in der Höhe der zu diskontierenden Zahlflüsse und der angewandten Diskontierungssätze, die Vorgehensweise der Abzinsung ist für jedes der einzelnen drei Unterverfahren gleich.<sup>20</sup> Jedes Diskontierungsverfahren führt zu demselben Unternehmenswert, sofern idente Bewertungsparameter in Bezug auf die Kapitalstruktur und der Risikobeurteilung der Steuerersparnisse aus Fremdkapitalkosten angenommen werden.<sup>21</sup>

Wie bereits an vorangegangener Stelle erwähnt, wird das Bruttoverfahren (Entity-Verfahren) vom Kooperationspartner in den überwiegenden Fällen als Bewertungsmethode eingesetzt und ist in diesem Sinne als IST-Vorgehensweise zu betrachten. Folglich wird dies in erweiterter Ausführung beschrieben und dient an späterer Stelle als gewähltes Bewertungsverfahren für die Berechnung des Fallbeispiels unter dem herkömmlichen und alternativen Berücksichtigungsansatz der Einflussfaktoren des Managements.

#### 2.2.1 Ermittlung der Zahlflüsse

Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes mit Hilfe von DCF-Verfahren werden zukünftige Zahlflüsse (Cashflows) durch einen adäquaten Zinssatz diskontiert und zu einem Gegenwartswert (Present Value) aufsummiert. Diese Vorgehensweise ist der erfolgsorientierten Unternehmensbewertung zuzuschreiben.<sup>22</sup>

Den Ausgangspunkt für die Berechnung des freien Zahlflusses (FCF) bildet das unternehmensrechtliche Jahresergebnis. Nach Definition fließt der FCF sowohl Eigenkapitalgebern\*Eigenkapitalgeberinnen als auch Fremdkapitalgebern\*Fremdkapitalgeberinnen zu, weshalb im Zuge der Berechnung des FCF ausgewiesene Fremdkapitalzinsen und davon resultierende Steuerersparnisse (Tax Shield) dem Jahresergebnis zugerechnet werden. Das daraus resultierende Ergebnis vor Zinsen nach angepassten Ertragssteuern wird nachfolgend um nicht zahlungswirksame Aufwendungen bzw. Erträge (z. B. Abschreibungen) und die Veränderungen des Nettoumlaufvermögens korrigiert und mit dem Cashflow aus Investitionstätigkeit addiert, um den FCF zu erhalten. Alternativ besteht die Möglichkeit, den FCF direkt über die Kapitalflussrechnung zu

---

<sup>19</sup> Vgl. SEPPELFRICKE (2020), S.31.

<sup>20</sup> Vgl. IHLAU/ DUSCHA (2019), S.54.

<sup>21</sup> Vgl. Fachgutachten zur Unternehmensbewertung KFS/BW 1 (2014), Rz 117.

<sup>22</sup> Vgl. SEPPELFRICKE (2020), S.35.

ermitteln. Hierfür wird der Cashflow aus der Betriebstätigkeit zum Cashflow aus der Investitionstätigkeit mit Fremdkapitalzinsen addiert und um den Betrag des Tax Shield subtrahiert.<sup>23</sup>

	Unternehmensrechtliches Jahresergebnis
+	Fremdkapitalzinsen
-	Steuerersparnis aus der Absetzbarkeit der Fremdkapitalzinsen (Tax Shield)
=	Ergebnis vor Zinsen nach angepassten Ertragsteuern
+/-	Aufwendungen/Erträge aus Anlagenabgängen
+/-	Abschreibungen/Zuschreibungen
+/-	Bildung/Auflösung langfristiger Rückstellungen und sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen/Erträge
-/+	Erhöhung/Verminderung des Nettoumlaufvermögens (ohne kurzfristige verzinsliche Verbindlichkeiten)
-/+	Cash-Flow aus Investitionen/Desinvestitionen
=	Free Cash-Flow (FCF)

**Tabelle 1:** Berechnungsschema Zahlflüsse,  
Quelle: KFS/BW1 Gutachten (2014), Rz 36.

In der Regel werden Zahlflüsse unter der Berücksichtigung der Phasenmethode in einer näheren Detailplanungsphase und einer fernerer Fortführungsphase kalkuliert. Die Detailplanungsphase beginnt am Bewertungsstichtag und umfasst die Perioden bis zum Ende des Planungshorizontes. Der nachstehenden Fortführungsphase liegen keine expliziten Planungsrechnungen mehr vor, anstelle dessen wird von pauschalen bzw. globalen Annahmen ausgegangen.<sup>24</sup>

Das Fachgutachten KFS/BW 1 sieht vor, die integrierte Planung in zwei bis drei Phasen zu unterteilen. Phase eins wird als Detailplanungsphase bezeichnet und ist für die ersten drei bis fünf Jahre des Planungshorizontes vorgesehen. Auf die Detailplanungsphase folgt Phase zwei, die Grobplanungsphase, im Fall dessen, dass der\*die Bewerter\*in keinen Beharrungszustand nach der Detailplanungsphase annehmen kann oder sonstige Sondereffekte wie etwa außerordentliche Wachstumsraten dies erfordern. Die dritte Phase respektive Rentenphase ist geprägt von einer unterstellten unendlichen Unternehmenslebensdauer und konstanten Entwicklungen von Finanzüberschüssen.<sup>25</sup>

Für die Berechnung der zu erwartenden Cash-Flows in der Detail- und Grobplanungsphase gilt es vorab eine integrierte Unternehmensplanung durchzuführen. Eine derartige Planung beinhaltet die Erstellung einer Ertragsplanung, einer Plan-Bilanz und eines daraus abgeleiteten Finanzplans. Das Leistungsbudget bzw. die Plan-Gewinn- und Verlustrechnung ist entweder nach dem Umsatz- oder Gesamtkostenverfahren zu planen und sieht die Budgetierung von operativen

<sup>23</sup> Vgl. HEESEN (2019), 10 ff.

<sup>24</sup> Vgl. DREFKE (2016), S.63.

<sup>25</sup> Vgl. Fachgutachten zur Unternehmensbewertung KFS/BW 1 (2014), Rz 59–63.

Teilplänen als Voraussetzung an. Aus den operativen Teilplänen werden die zu erwartenden Aufwendungen und Erträge gegenübergestellt und die resultierende Differenz als Plan-Unternehmensgewinn dargestellt.<sup>26</sup>

Im Zuge der Ableitung des Finanzplans wird mithilfe des direkten (Liquiditätsplan) oder indirekten (Cash-Flow Statement) Finanzplans die Zahlungsfähigkeit des Unternehmens budgetiert. Sowohl bei der direkten als auch bei der indirekten Finanzplanung wird durch die Gegenüberstellung von Ein- und Auszahlungen bzw. Einnahmen und Ausgaben der Finanzmittelüberschuss oder – bedarf kalkuliert. Basierend auf diesem Ergebnis wird weiters über effiziente Mittelverwendungen bei Überschuss und der Einsatz von zusätzlichen Finanzierungsquellen (z. B. Aufnahme eines Kredites als Fremdkapitalfinanzierung) bei Illiquidität entschieden. Die dabei vorgenommene Detailplanung des Kredit- und Tilgungsbudgets geht simultan in die Plan-Bilanz ein, die die budgetierte Vermögens- und Kapitalstruktur eines Unternehmens widerspiegelt.<sup>27</sup>

### 2.2.2 Bruttoverfahren (Entity-Verfahren)

Das Bruttoverfahren dient dem Kooperationspartner als gängige Vorgehensweise bei angeforderten Bewertungen von Unternehmen. Dabei werden im ersten Schritt die Zahlungsströme, welche für Eigenkapital- und Fremdkapitalgeber\*innen zur Verfügung stehen (sog. Free Cash Flows) für das nachstehende Diskontierungsverfahren berechnet. Im Anschluss wird der Gesamtwert des zu bewertenden Unternehmens durch die Diskontierung der freien Zahlflüsse ermittelt. Für die weitere Kalkulation des Marktwerts des Eigenkapitals wird vom Gesamtwert das verzinsliche Netto-Fremdkapital (Net Debt) abgezogen.<sup>28</sup>

$$EK_{MW} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + WACC_t)^t} - FK_{MW}$$

$FCF_t$  .....Free Cashflow der Periode t

$WACC_t$  .....gewogene Kapitalkostensatz der Periode t

t.....Periode

$FK_{MW}$  .....Marktwert des Fremdkapitals

**Formel 1:** Ermittlung Marktwert des Eigenkapitals mittels Bruttoverfahren,  
Quelle: in Anlehnung an IHLAU/DUSCHA (2019), S. 55.

<sup>26</sup> Vgl. PRELL-LEOPOLDSIEDER (2021), S.57.

<sup>27</sup> Vgl. PRELL-LEOPOLDSIEDER (2021), S.58.

<sup>28</sup> Vgl. SEPPELFRICKE (2020), S.36.

Zur Diskontierung der FCF wird der gewogene Kapitalkostensatz (WACC), welcher einen Mischzinssatz von Eigen- und Fremdkapitalkosten darstellt, angewendet.<sup>29</sup> Der WACC wird mittels der folgenden Formel berechnet:<sup>30</sup>

$$WACC = k_E * \frac{EK_{MW}}{GK_{MW}} + k_D * \frac{FK_{MW}}{GK_{MW}} * (1 - \tau)$$

$EK_{MW}$  .....Marktwert des Eigenkapitals

$FK_{MW}$  .....Marktwert des Fremdkapitals

$GK_{MW}$  .....Marktwert des Gesamtkapitals

$k_E$  .....Eigenkapitalkosten

$k_D$  .....Fremdkapitalkosten

$\tau$  .....Körperschaftsteuersatz

**Formel 2:** Berechnung des gewogenen Kapitalkostensatzes WACC,  
Quelle: SCHACHT/FACKLER (2009), S. 132. (leicht modifiziert)

$$k_E = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

$r_f$  .....risikoloser Basiszinssatz

$r_m$  .....Rendite des Marktportfolios

$\beta$  .....Betafaktor

**Formel 3:** Ermittlung Eigenkapitalkosten mittels CAPM,  
Quelle: SCHMID/HÜTTSCHE (2019), S. 269. (leicht modifiziert)

Zur Berechnung der Eigenkapitalkosten  $k_e$  wird das Capital Asset Pricing Model (CAPM) angewendet. Den Ausgangspunkt des CAPM stellt der Zinssatz einer risikolosen Anlage  $r_f$  dar.<sup>31</sup> Dadurch, dass es in der Praxis keine zur Gänze risikofreien Anlagen gibt, werden alternativ Renditen von langfristigen Staatsanleihen mit „sehr guten“-Rating als Approximation verwendet.<sup>32</sup> Gemäß dem Fachgutachten KFS/BW 1 ist zum Bewertungsstichtag ein laufzeitäquivalenter Basiszinssatz aus der gültigen Zinsstrukturkurve abzuleiten.<sup>33</sup> Üblicherweise wird bei vorgenommenen Bewertungen von einem unendlichen Unternehmensbestehen ausgegangen. Allerdings

<sup>29</sup> Vgl. HEESEN (2019), S.7.

<sup>30</sup> Vgl. SCHACHT/ FACKLER (2009), S.110.

<sup>31</sup> Vgl. HÜPER (2019), S.18.

<sup>32</sup> Vgl. HEESEN (2019), S.211.

<sup>33</sup> Vgl. Fachgutachten zur Unternehmensbewertung KFS/BW 1 (2014), Rz 104.

geben Staaten wie Österreich oder Deutschland keine Anleihen mit unbeschränkter Laufzeit aus, weshalb Bezug auf Anleihen mit maximaler Laufzeit (z. B. 30 Jahren) genommen wird.<sup>34</sup>

Die Differenz zwischen dem risikofreien Basiszinssatz  $r_f$  und der alternativ zu erzielenden Rendite des Marktportfolios  $r_m$  wird als Marktrisikoprämie oder als Risikoprämie betitelt.<sup>35</sup> Unter der Annahme, dass historische Marktrisikoprämien die geeignetste Methode zur Schätzung der zukünftigen Marktrisikoprämie darstellen, errechnet sich die Risikoprämie aus der langfristigen durchschnittlichen Renditedifferenz zwischen riskanten Kapitalmarktanlagen (z. B. Aktienindex) und risikofreien Anlagen (z. B. Staatsanleihen).<sup>36</sup>

Die Heranziehung der historischen Marktrisikoprämie zur Approximation der zukünftigen Risikoprämie ist umstritten, weil der Betrachtungszeitraum, die gewählte Methode zur Mittelwertberechnung und den betrachteten Finanztiteln wesentlichen Einfluss auf das Rechenergebnis nimmt. So verzerren Finanz- und Kapitalmarktkrisen trotz ausgedehnten Betrachtungszeiträumen den historischen Mittelwert von Aktienrenditen maßgeblich.<sup>37</sup> Des Weiteren ist davon auszugehen, dass historische Marktrisikoprämien sensitiv auf die Risikoaversion der Marktteilnehmer\*innen reagieren und tendenziell steigen, wenn die Risikoaversion zunimmt.<sup>38</sup> Angesichts dessen ist es unerlässlich, Effekte aus Kapitalmarktrisiken und modifizierten Risikoakzeptanz von Anleger\*innen in der Abschätzung der zukünftigen Marktrisikoprämie zu berücksichtigen.

Zur vollständigen Bestimmung der Eigenkapitalkosten gilt es ergänzend zu dem Basiszinssatz und der Marktrisikoprämie, den Betafaktor  $\beta$  zu ermitteln. Das Beta spiegelt das nicht diversifizierbare zukünftige Risiko des Bewertungsobjektes wider und wird von dem Unternehmensumfeld, dem operativen Risiko und dem finanziellen Risiko bestimmt. Das operative Risiko ist von dem Verhältnis zwischen variablen Kosten und Fixkosten abhängig, wobei Unternehmen, die geringe Fixkostenanteile ausweisen, niedrigere Betafaktoren angeben als Unternehmen mit hohem Fixkostenanteil. Die Kapitalstruktur bzw. der Verschuldungsgrad des Bewertungsobjektes wirkt sich auf das finanzielle Risiko aus, das zunimmt, je höher der Fremdfinanzierungsanteil im Unternehmen ist. Ist ein Unternehmen zur Gänze durch Eigenkapital finanziert (sog. unverschuldetes Unternehmen), berücksichtigt der Betafaktor ausschließlich des operativen Risikos des Unternehmens und wird als „unlevered Beta“ bezeichnet. Existiert ein Fremdfinanzierungsanteil, so wird das damit verbundene finanzielle Risiko in der Berechnung des Betafaktors des verschuldeten Unternehmens zusätzlich zu dem operativen Risiko berücksichtigt.<sup>39</sup>

---

<sup>34</sup> Vgl. SCHMID/ HÜTTSCHE (2019), S.269.

<sup>35</sup> Vgl. HEESEN (2019), S.211.

<sup>36</sup> Vgl. HÜPER (2019), S.19.

<sup>37</sup> Vgl. HÜPER (2019), S. 19 – 20.

<sup>38</sup> Vgl. DAMODARAN (2015), S.31.

<sup>39</sup> Vgl. SCHACHT/ FACKLER (2009), S.118.

Für börsennotierte Unternehmen besteht die Möglichkeit den Betafaktor über eine statistische Regressionsanalyse der Rendite der Aktie und des Marktportfolios, simplifiziert durch die Heranziehung eines umfangreichen Aktienindex, abzuleiten. Wenn das zu bewertende Unternehmen nicht börsennotiert ist, kann alternativ die Betrachtung der Betafaktoren von Vergleichsunternehmen in einer Peer Group erfolgen.<sup>40</sup>

$$\beta_v = \beta_u + (\beta_u - \beta_D) * (1 - \tau) * \frac{FK}{EK}$$

$\beta_u$  .....Betafaktor des unverschuldeten Unternehmens

$\beta_D$  .....Debt Beta

$\tau$  .....Körperschaftsteuersatz

$EK$  .....Eigenkapital

$FK$  .....Fremdkapital

**Formel 4:** Betafaktor des verschuldeten Unternehmens,  
Quelle: SCHACHT/FACKLER (2009), S.127. (leicht modifiziert)

Die Höhe der Fremdkapitalkosten hängt von dem aktuellen Zinsniveau, dem individuellen Kreditausfallrisiko des Unternehmens und aus Rechnungslegungsvorschriften resultierenden Steuervorteilen ab.<sup>41</sup> Das Ausfallrisiko wird durch den Credit Spread (CS) ausgedrückt und für börsennotierte Unternehmen von namhaften Ratingagenturen klassifiziert. Für den Fall, dass keine Aussagen von Ratingagenturen abrufbar über das Ausfallrisiko vorliegen, beispielsweise bei KMU, ist es unerlässlich, ein synthetisches Rating zu erstellen, dieses als Grundlage für die Auswahl von Vergleichsunternehmen zu nutzen und die von der Peer Gruppe abgeleiteten Credit Spreads durch Vergleiche mit bereits bezahlten Risikoprämien des Fremdkapitals zu plausibilisieren.<sup>42</sup> Durch die Berechnung der Zinsdeckungsquote ist es möglich, ein synthetisches Rating mithilfe der Tabelle 2 für das Bewertungsobjekt abzuleiten.<sup>43</sup>

<sup>40</sup> Vgl. HÜPER (2019), S. 21 – 22.

<sup>41</sup> Vgl. HEESEN (2019), S.229.

<sup>42</sup> Vgl. SCHACHT/ FACKLER (2009), S.130.

<sup>43</sup> Vgl. IHLAU/ DUSCHA (2019), S.231.

Zinsdeckungsquote			
von	bis	Rating	Credit Spread
12,50	100000	Aaa/AAA	0,67 %
9,50	12,4999	Aa2/AA	0,82 %
7,50	9,4999	A1/A+	1,03 %
6,00	7,4999	A2/A	1,14 %
4,50	5,9999	A3/AG	1,29 %
4,00	4,4999	Baa2/BBB	1,59 %
3,50	3,9999	Ba1/BB+	1,93 %
3,00	3,4999	Ba2/BB	2,15 %
2,50	2,9999	B1/B+	3,15 %
2,00	2,4999	B2/B	3,78 %
1,50	1,9999	B3/B-	4,62 %
1,25	1,4999	Caa/CCC	7,78 %
0,80	1,2499	Ca2/CC	8,80 %
0,50	0,7999	C2/C	10,76 %
-100000	0,4999	D2/D	14,34 %

**Tabelle 2:** Synthetisches Rating in Abhängigkeit von der Zinsdeckungsquote, Quelle: Vgl. DAMODARAN (2022). (leicht modifiziert)

Zur Berechnung der Fremdkapitalkosten wird schließlich die Formel 5 herangezogen<sup>44</sup>:

$$k_D = r_f + CS$$

$r_f$  .....risikoloser Basiszinssatz

$CS$  .....Credit Spread

**Formel 5:** Berechnung Fremdkapitalkosten, Quelle: SCHACHT/FACKLER (2009), S.131 (leicht modifiziert)

Sowohl bei der Berechnung des Betafaktors des verschuldeten Unternehmens als auch des gewogenen Kapitalkostensatzes WACC wird der Marktwert des Eigenkapitals und des Fremdkapitals benötigt. Während der Buchwert des Fremdkapitals vereinfacht eingesetzt werden kann, ergibt sich bei der Ermittlung des Marktwertes des Eigenkapitals das sogenannte Zirkularitätsproblem. Als Problemlösungsansätze stellen sich die mathematische Iteration oder das Roll-back-Verfahren dar, wobei sich die Rechenschritte des Roll-back-Verfahrens als wesentlich einfacher erweisen.<sup>45</sup>

### 2.2.1 APV-Verfahren

Die Ermittlung des Gesamtwertes eines Unternehmens erfolgt bei dem „Adjusted Present Value“-Verfahren auf mehrstufiger und unter isolierender Betrachtung von Kapitalwerten. Zu

<sup>44</sup> Vgl. SCHACHT/ FACKLER (2009), S.131.

<sup>45</sup> Vgl. ENZINGER/ KOFLER (2012), S. 195 – 197.

Beginn wird eine gänzliche Eigenfinanzierung unterstellt und folglich von einem unverschuldeten Unternehmen ausgegangen. Durch die Diskontierung der zukünftigen Zahlflüsse (FCF) durch die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber\*innen und der Addition des Marktwertes der nicht betriebsnotwendigen Vermögens errechnet sich der Marktwert des unverschuldeten Unternehmens. Im zweiten Schritt wird die Fremdfinanzierung des Unternehmens berücksichtigt, indem Steuerersparnisse (Tax Shield, berechnet durch  $\tau * r_D * FK_t$ ) aus der Zahlung von Fremdkapitalzinsen diskontiert werden und diese in Addition mit dem Marktwert des unverschuldeten Unternehmens den Marktwert des verschuldeten Unternehmens ergeben. Für die Ermittlung des Marktwertes des Eigenkapitals wird dem vorherigen Ergebnis der Marktwert des Fremdkapitals abgezogen.<sup>46</sup>

$$EK_{MW} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + (r_f + MRP * \beta_u))^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\tau * r_D * FK_t}{(1 + r_f)^t} - FK_{MW}$$

$FCF_t$  .....Free Cashflow der Periode t

$r_f$  .....risikoloser Basiszinssatz

$MRP$  .....Marktrisikoprämie

$\beta_u$  .....Betafaktor des unverschuldeten Unternehmens

$r_D$  .....Renditeforderung der Fremdkapitalgeber

$\tau$  .....Körperschaftsteuersatz

$FK_t$  .....Fremdkapital der Periode t

$FK_{MW}$  .....Marktwert des Fremdkapitals

t.....Periode

**Formel 6:** Ermittlung Marktwert des Eigenkapitals mittels APV-Verfahren,  
Quelle: in Anlehnung an KRANEBITTER/ MAIER (2017), S.45.

### 2.2.2 Nettoverfahren (Equity-Verfahren)

Im Zuge des Nettoverfahrens wird der Wert des Eigenkapitals direkt über die Diskontierung der Zahlflüsse, die den Eigenkapitalgebern\*Eigenkapitalgeberinnen zuzurechnen sind, ermittelt.<sup>47</sup> Der Marktwert des Eigenkapitals ergibt sich insgesamt aus dem Barwert der Flows to Equity zuzüglich des Marktwertes des nicht betriebsnotwendigen Vermögens. Die FTE werden hierfür unter der Bedachtnahme von künftigen Fremdkapitalzinsen, daraus resultierenden Tax Shields

<sup>46</sup> Vgl. HEESSEN (2019), S. 13 – 14.

<sup>47</sup> Vgl. SEPPELFRICKE (2020), S.36.

und der Veränderung des Fremdkapitalbestandes für nachstehende Perioden angenommen. Als Diskontierungszinssatz wird die Eigenkapitalrendite des verschuldeten Unternehmens ( $k_E$ ) herangezogen, welche aufgrund der Unterstellung einer konstanten Kapitalstruktur für zukünftige Perioden nicht adaptiert wird.<sup>48</sup>

$$EK_{MW} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FTE_t}{(1 + k_E)^t}$$

$FTE_t$  .....Free Cashflow der Periode t

$k_E$  .....Eigenkapitalkosten des verschuldeten Unternehmens

t.....Periode

**Formel 7:** Ermittlung Marktwert des Eigenkapitals mittels Equity-Verfahren,  
Quelle: MANDL/RABEL (2019), S. 80. (leicht modifiziert)

## 2.3 Besonderheiten bei der Bewertung von KMU

In der Theorie aufgezeigte Unternehmensbewertungsverfahren sind grundsätzlich auf kapitalmarktorientierte Unternehmen ausgelegt und vernachlässigen relevante Charakteristiken von KMU.<sup>49</sup> Aufgrund von engen Verflechtungen des\*der Eigentümer\*in mit der Gesellschaft ergeben sich Synergieeffekte und Faktoren, die wesentlichen Einfluss auf die Ertragskraft und folglich auf den Wert eines Unternehmens nehmen. Es ergeben sich weiters Herausforderungen bei der Anwendung von kapitalmarktorientierten Bewertungsverfahren und Berücksichtigung von sonder-spezifischen Eigenschaften von KMU, wie etwa die geringere Diversifizierung, eingeschränkte Produktportfolios und fehlende Größeneffekte.<sup>50</sup>

Dieses Unterkapitel grenzt im ersten Abschnitt kleinst, klein und mittlere Unternehmen von Großunternehmen ab. Einerseits werden quantitative Schwellenwerte für die Definition von KMU aufgezeigt und andererseits auf die qualitativen Merkmale bzw. Unterschiede zu Großunternehmen eingegangen. Darauf aufbauend werden die Schwierigkeiten bei der Abgrenzung des Bewertungsobjektes und die Besonderheiten bei der Anwendung des Bruttoverfahrens zur KMU-Wertermittlung dargelegt.

<sup>48</sup> Vgl. MANDL/ RABEL (2019), S. 75-76. (2019), S. 75 – 76.

<sup>49</sup> Vgl. SULZER/ BÖNNER (2019), S.305.

<sup>50</sup> Vgl. IHLAU/ DUSCHA (2019), S.117.

### 2.3.1 Quantitative und qualitative Definition KMU

Die Abgrenzung von KMU von Großunternehmen ist einerseits durch quantitative und andererseits durch qualitative Merkmale möglich. Bereits bei der quantitativen Abgrenzung unterscheiden sich Gesetzgeber bei der Unterscheidung der Größenklassen kleinst, klein und mittlere Unternehmen. Unter § 221 UGB finden sich die vom österreichischen Gesetzgeber vorgelegten Größenklassen für Kapitalgesellschaften, die sich jedoch von den definierten Schwellenwerten der Europäischen Kommission hinsichtlich der Kriterien Bilanzsumme und Umsatzerlöse unterscheiden.

Unternehmen sind als Kleinstkapitalgesellschaften zu klassifizieren, wenn sie keine Investmentunternehmen oder Beteiligungsgesellschaften sind und die folgenden Angaben nicht überschreiten:

- 350.000 Euro Bilanzsumme,
- 700.000 Euro Umsatzerlöse in den zwölf Monaten vor dem Abschlussstichtag,
- im Jahresdurchschnitt 10 Arbeitnehmer.<sup>51</sup>

Als kleine Kapitalgesellschaften gelten jene Unternehmen, die mindestens zwei von drei der nachstehenden Angaben nicht überschreiten:

- 5 Mio. Euro Bilanzsumme,
- 10 Mio. Euro Umsatzerlöse in den zwölf Monaten vor dem Abschlussstichtag,
- im Jahresdurchschnitt 50 Arbeitnehmer.<sup>52</sup>

Mittlere Kapitalgesellschaften liegen unter mindestens zwei der folgenden Grenzen und übersteigen mindestens zwei der Grenzen für kleine Kapitalgesellschaften:

- 20 Mio. Euro Bilanzsumme,
- 40 Mio. Euro Umsatzerlöse in den zwölf Monaten vor dem Abschlussstichtag,
- im Jahresdurchschnitt 250 Arbeitnehmer.<sup>53</sup>

Die Abbildung 3 zeigt im Vergleich die Einteilung der Größenklassen nach den Schwellenwerten der Europäischen Kommission. Sowohl die KMU Forschung Austria als auch die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) berufen sich auf die

---

<sup>51</sup> S. §221 Abs 1a UGB.

<sup>52</sup> S. § 221 Abs 1 UGB.

<sup>53</sup> S. § 221 Abs 1 UGB.

Größenklassifizierung der Europäischen Kommission, weshalb sich die vorliegende Masterarbeit im Weiteren auch auf diese bezieht.



**Abbildung 3:** Schwellenwerte KMU Definition Europäische Kommission  
Quelle: EUROPÄISCHE KOMMISSION (2015), S. 11. (leicht modifiziert)

Bezüglich der qualitativen Differenzierung von KMU zu Großunternehmen sind besonders die folgenden Punkte von Relevanz:<sup>54</sup>

- KMU werden in den überwiegenden Fällen von zumindest einem Mitglied der Eigentümerkreises geleitet, d. h. es besteht eine Personalunion zwischen Eigentümerschaft und Geschäftsführung. Dies birgt mitunter die Gefahr, dass es zu keiner klaren Trennung zwischen betrieblichen und privaten Vermögenspositionen kommt und Konfliktsituationen (z. B. Bewertungsanlässe) den\*die Eigentümer\*in persönlich einbindet/n.

- Arbeitet der\*die Eigentümer\*in selbst im Unternehmen mit, so gilt er\*sie als zentrale Entscheidungsinstanz. Vor allem in Betrieben mit überschaubarer Mitarbeiteranzahl entwickeln sich enge und persönliche Beziehungen zwischen Führungskraft und Belegschaft. Einerseits bringt dies den Vorteil von kurzen Informationswegen, andererseits besteht die Gefahr, dass Entscheidungen zugunsten von privaten Belangen und nicht im Sinne des Unternehmens getroffen werden.

- Des Weiteren hängt der Unternehmenserfolg wesentlich von der Person des\*der Eigentümers\*in ab. Neben den persönlichen Kontakten des\*der Inhaber\*in eines KMU zu Lieferanten\*Lieferantinnen und Kunden\*Kundinnen, ist auch dessen\*deren Wissen prägende Einflussfaktoren für das Unternehmen. Zukünftige Erfolgsprognosen sind schwer bis gar nicht von vergangenen Perioden abzuleiten und werden insbesondere bei einem Eigentümerwechsel unvorhersehbar.

Neben diesen Aspekten differenzieren sich KMU in noch weiteren qualitativen Kennzeichen von Großunternehmen. Eine Kategorisierung der Kennzeichen erfolgt dabei in die funktionalen

<sup>54</sup> Vgl. MATSCHKE/ BRÖSEL (2013), 340 ff.

Gruppen Unternehmensführung, Organisation, leistungsbezogene Funktionen und Finanzierung. Stellvertretende Beispiele dieser Gruppen sind:<sup>55</sup>

- Begrenzte Unternehmensführungskennnisse
- Fehlende Kontrollorgane
- Personenbezogene Rechtsform
- Geringe Marktmacht
- Kapitalbindung des\*der Eigentümers\*Eigentümerin

Eine allgemeingültige Definition von KMU aus den qualitativen Abgrenzungsmerkmalen abzuleiten, ist nicht möglich. Das Vorliegen von KMU-Charakteristika muss für jedes Unternehmen individuell geprüft werden.

### 2.3.2 Abgrenzung des Bewertungsobjekts

Um eine ordnungsgemäße Bewertung zu gewährleisten, ist es unerlässlich, das Bewertungsobjekt klar von der privaten Sphäre der Eigentümer\*innen zu trennen. Diese Trennung hat sowohl auf Aktiva als auch auf Passiva Seite der Bilanz und in Bezug auf die Gewinn-und-Verlust-Rechnung zu erfolgen. Das Vermögen wird in betriebsnotwendiges Vermögen, willkürliches Betriebsvermögen und Privatvermögen abgegrenzt.<sup>56</sup>

Jegliche Vermögensgegenstände, die zu Erbringung der Unternehmensleistung erforderlich sind, gehören der Gruppe des notwendigen Betriebsvermögens an.<sup>57</sup> Darunter fallen für die Produktion genutzte Maschinen und Wirtschaftsgüter, die überwiegend (>50 %) der laufenden Geschäftstätigkeit dienen.<sup>58</sup> Vermögenswerte, die mehr als 10 %, allerdings unter 50 % für betriebliche Zwecke genutzt werden, sind dem gewillkürten Betriebsvermögen zuzuschreiben, sofern diese in der Bilanz ausgewiesen sind. Der\*die Eigentümer\*in ist in der Position eine willkürliche Entscheidung zu treffen, ob diese Vermögensgegenstände dem Betriebs- oder dem Privatvermögen zugeordnet werden. Güter, die bis zu 10 % oder weniger betriebliche Nutzung erfahren, werden automatisch dem Privatvermögen zugeschrieben.<sup>59</sup>

Im Hinblick auf das Bewertungsverfahren ist die Sicherstellung der Zugänglichkeit der Wirtschaftsgüter des betriebsnotwendigen Vermögens entscheidend. Der\*die Bewerter\*in hat die Aufgabe, marktübliche Konditionen für den Ankauf oder Nutzungsüberlassung derartiger Güter in Erfahrung zu bringen und diese in der Bewertung zu berücksichtigen. Beispielsweise sind

---

<sup>55</sup> Vgl. SCHÜTTE-BIASTOCH (2011), S.7.

<sup>56</sup> Vgl. IHLAU/ DUSCHA (2019), S. 117 – 118.

<sup>57</sup> Vgl. WÜNSCHE (2016), S.453.

<sup>58</sup> Vgl. IHLAU/ DUSCHA (2019), S.117.

<sup>59</sup> Vgl. NICKENIG (2017), S.5.

Konditionen zwischen verwandten Besitz- und Betriebsunternehmen auf eine angemessene Höhe zu evaluieren und gegebenenfalls bei der integrierten Planungsrechnung anzupassen.<sup>60</sup>

Gemäß dem Fachgutachten KFS/BW 1 ist das nicht betriebsnotwendige Vermögen mindestens zum Liquidationswert zu bewerten, grundsätzlich soll jedoch der Barwert zukünftiger Zahlflüsse, welche aus dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen resultieren, zur Wertbestimmung herangezogen werden.<sup>61</sup> Unter der Voraussetzung, dass der Liquidationswert den errechneten Barwert übersteigt, wird zur Vermeidung einer doppelten Erfassung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, die Planungsrechnung um die erwarteten Erträge und Aufwendungen aus dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen bereinigt und anstelle dessen die Vermögensgruppe zu deren Liquidationswert bewertet.<sup>62</sup>

Insbesondere bei KMU, bei denen der Eigentümerpersonenkreis selbst in der Gesellschaft Leistungen erbringt, werden Risiken von dem Kreis eingegangen, welche nicht vom investierten Kapital gedeckt sind. Dies äußert sich beispielsweise im Vorliegen von dinglichen Sicherheiten aus dem Privatvermögen oder der Gewährung von persönlichen Bürgschaften der Gesellschafter\*innen.<sup>63</sup> Nach dem Fachgutachten KFS/BW 1 sind etwaige KMU spezifische Risikofaktoren bei der Abgrenzung des Bewertungsobjektes und der Bestimmung des Unternehmerlohns besonders in Bedacht zu nehmen.<sup>64</sup>

### 2.3.3 Besonderheiten bei der Prognose der finanziellen Überschüsse

Abhängig von dem Anlass und des Zweckes der Unternehmensbewertung ergeben sich bei der Wertermittlung von KMU ungewisse bzw. risikobehaftete Entwicklungserwartungen der Gesellschaft, die der\*die Bewerter\*in vorzugsweise in der Prognose der künftigen Zahlflüsse bzw. Planungsrechnung beachten sollte und nur im Ausnahmefall in die Berechnung des Diskontierungssatzes einfließen lässt.<sup>65</sup>

Ein wesentlicher Schwachpunkt bei der Prognose künftiger Zahlflüsse von KMU ist die limitierte Informationsbasis. Hinsichtlich der Charakteristika von KMU ist davon auszugehen, dass viele Unternehmen vereinfacht oder nur beschränkt dokumentierte Cashflow-, Bilanz- und GuV-Pläne erstellen und diese für den mittelfristigen Planungshorizont von drei bis fünf Jahren in einem schwach ausgeprägten Detaillierungsgrads aufbereiten. Tritt der Fall ein, dass die Planungsrechnung nicht im vollen Ausmaß vorliegt oder gänzlich fehlt, gilt es für externe Bewerter\*innen Zukunftsvorstellungen und Entwicklungstendenzen des zu bewertenden Unternehmens in

---

<sup>60</sup> Vgl. IHLAU/ DUSCHA (2019), S.119.

<sup>61</sup> Vgl. Fachgutachten zur Unternehmensbewertung KFS/BW 1 (2014), Rz 28.

<sup>62</sup> Vgl. IHLAU/ DUSCHA (2019), S.75.

<sup>63</sup> Vgl. WERNER (2015), S.25.

<sup>64</sup> Vgl. Fachgutachten zur Unternehmensbewertung KFS/BW 1 (2014), Rz 143.

<sup>65</sup> Vgl. IHLAU/ DUSCHA (2019), S.127.

Anlehnung an dessen historische Daten und Lageanalysen zu quantifizieren. Da die Kapitalflussrechnung kein regulärer Pflichtbestandteil des Jahresabschlusses eines KMU darstellt, sind Vergangenheitsanalysen in den überwiegenden Fällen weiters auf Bilanz und (komprimierte) GuV-Rechnungen beschränkt. So gelangt der\*die Bewerter\*in zwar zu einem Grundverständnis des Unternehmens, allerdings ist die Vorhersage von zukünftigen Zahlflüssen anhand von historischen Daten kritisch zu beurteilen.<sup>66</sup>

Stellt sich der Bewertungsanlass ein, dass ein geschäftsführendes Gesellschaftermitglied aus dem Unternehmen austritt, so gilt es genauestens zu prüfen, inwieweit die Person auf die Unternehmensleistung Einfluss nimmt und ob bzw. in welchem Ausmaß das Ausscheiden der Person sich auf den zukünftigen Unternehmenserfolg auswirkt.<sup>67</sup> Im Kontext des Charakters von KMU, dass oft enge Näheverhältnisse zwischen Eigentümerschaft und weiteren Schlüsselfiguren im Unternehmen bestehen, ist beim Austritt des\*der Gesellschafters\*Gesellschafterin weiters zu evaluieren, inwiefern das Risiko besteht, dass weitere Personen der Belegschaft gleichfalls aus der Organisation treten und welche Konsequenzen deren Abgang auf den erwarteten Unternehmenserfolg hat bzw. wie sich der Verlust ihrer Leistungen und Einflüsse in der Planung der finanziellen Überschüsse äußert.<sup>68</sup>

#### 2.3.4 Bedingte Anwendbarkeit des Capital Asset Pricing Modells

Während die Bestimmung des risikofreien Basiszinssatzes und der Marktrisikoprämie für KMU sich nicht von der für kapitalmarktorientierte Unternehmen unterscheidet, ergeben sich bei der Herleitung des Credit Spread und Betafaktors unausweichliche Probleme. Auf die alternative Schätzung des Credit Spread durch die Erstellung von einem synthetischen Rating und Bezug auf Unternehmen in Peer Groups wurde bereits im Kapitel 2.2.2. näher eingegangen.

Die praxisübliche Ableitung des Betafaktors über Kapitalmarktdaten ist für die Zwecke der Bewertung von KMU aufgrund der fehlenden historischen Aktienrenditen nicht möglich. Als alternative Vorgehensweise dient die Abschätzung des Betafaktors über die Heranziehung von Daten von gleichartigen börsennotierten Unternehmen. Bei der Wahl der Vergleichsgruppe sind auf Übereinstimmungen in Bezug auf die Größe, Branchenzugehörigkeit, geografische Lage, Wachstumsrate, etc. zu achten. Da innerhalb einer Branchengruppe davon auszugehen ist, dass vergleichbare Kostenstrukturen und Risikofaktoren vorherrschen, gilt eine Peer-Group Auswahl innerhalb einer Branchenzugehörigkeit zu priorisieren und gegebenenfalls geografische Beschränkungen zu vernachlässigen.<sup>69</sup>

---

<sup>66</sup> Vgl. SCHÜTTE-BIASTOCH (2011), S. 110 – 112.

<sup>67</sup> Vgl. IHLAU/ DUSCHA (2019), S. 127 – 129.

<sup>68</sup> Vgl. SCHÜTTE-BIASTOCH (2011), S.137.

<sup>69</sup> Vgl. SCHMID/ HÜTTICHE (2019), S. 270 – 272.

## 2.4 Zusammenfassung der Grundsätze der Bewertungsverfahren in Bezug auf KMU

Im ersten Unterkapitel wurden zunächst die unterschiedlichen Anlässe, Zwecke und Funktionen der Unternehmensbewertung aufgezeigt. Die festgehaltenen Bewertungsanlässe sind in transaktionsbezogene und nicht transaktionsbezogene Anlässe zu klassifizieren, wobei aus dem Gesellschaftsrecht resultierende Anlässe und geplante Änderungen in der Beteiligungsstruktur im Kontext der KMU-Bewertung besonders relevante Bewertungsanlässe darstellen. Abgeleitet aus dem vorliegenden Anlass zur Bewertung erfolgt die Bestimmung, ob ein Schiedswert, ein objektivierter oder subjektiver Unternehmenswert ermittelt werden muss. Dabei ist es nur bei der Bestimmung des subjektiven Unternehmenswertes erlaubt, individuelle und persönliche Managementfaktoren im Bewertungsverfahren zu berücksichtigen.

Das darauffolgende Unterkapitel befasste sich mit der IST-Vorgehensweise des Kooperationspartner bzw. mit dem Submethode „Entity-Verfahren“ der Diskontierungsverfahren. Es wurde aufgezeigt, auf welche Art und Weise künftige, zu diskontierende Zahlflüsse ermittelt werden und aus welchen Bestandteilen sich der gewogene Kapitalkostensatz WACC errechnet. Bei der Anwendung des Entity-Verfahrens oder Bruttoverfahrens werden prognostizierte Zahlflüsse, welche sowohl den Eigen- als auch Fremdkapitalgebern\*Fremdkapitalgeberinnen zur Verfügung stehen, mithilfe des WACC-Satzes zu Barwerten abgezinst und anschließend aufsummiert.

Aufgrund der beschränkten Größe und der zugeschriebenen Charakteristika von KMU, ergeben sich Besonderheiten bei der Anwendung des kapitalmarktorientierten Bruttoverfahrens, welche im dritten Unterkapitel angeführt sind. So ergeben sich bereits bei der Abgrenzung des Bewertungsobjektes von der privaten Sphäre des Eigentümerkreises Herausforderungen betreffend das Vermögen und eingesetzten Kapital, auf die der\*die Bewerter\*in in speziellen Bedacht nehmen muss. Des Weiteren erschweren beschränkte Datensätze oder Informationen zum Unternehmen die Prognostizierung zukünftiger Zahlflüsse von KMU und die Bestimmung des Diskontierungssatz WACC.

Vor allem für Unternehmen, bei denen Eigentümerschaft und Führung zusammenfallen, entstehen spezielle Einflüsse auf die Gesellschaft, die nicht unmittelbar abgegrenzt und beziffert werden können. So beeinflusst die Führungskraft den Erfolg des KMU unmittelbar durch ihre Persönlichkeitseigenschaften, gewählte Strategien und der persönlichen Gebundenheit durch die Eigentümerschaft. Der positive als auch negative Einfluss des Eigentümerkreises wird dabei umso stärker, je kleiner das Unternehmen klassifiziert ist.<sup>70</sup>

---

<sup>70</sup> Vgl. KNACKSTEDT (2019), S. 28 – 29.

Zusammenfassend ist der Einfluss des Top-Managements genauer gesagt des\*der Geschäftsführer\*in bei Mittelstandsbetrieben von außerordentlicher Bedeutung bei der Prognose von Zukunftserfolgen und der daraus resultierenden Bewertung eines Unternehmens. Es bedarf daher weiterführende Überlegungen, in welcher Art und Weise das Management Einfluss auf die zukünftige Unternehmensleistung und die Entwicklung des Unternehmenswertes nimmt. Das nachstehende Unterkapitel 3.1. widmet sich dieser Thematik im Detail.

### 3 Einflüsse der idealtypischen Managerfigur

Als grundlegende Voraussetzung für die Konzeptionierung eines Leitfadens zur Berücksichtigung des Einflussfaktors „Management“ auf den Unternehmenswert gilt es vorab die idealtypische Managerfigur zu definieren. Zu diesem Zwecke werden im ersten Unterkapitel fünf bewertungsrelevante Einflussfaktoren des Managements bestimmt und diese in ihren Ausprägungserscheinungen beschrieben. Ergänzend dazu werden Ergebnisse von Studien, die sich mit den Auswirkungen eines bestimmten Faktors oder mehreren Subeinflussfaktoren auf den Unternehmenswert oder -leistung beschäftigten, aufgeführt. Unter der Bedachtnahme der Forschungsergebnisse wird im anschließenden Unterkapitel der idealtypischen Managerfigur bestimmte Ausprägungsstufen der Einflussfaktoren zugeschrieben.

Im dritten Unterkapitel wird auf Basis des beschriebenen Idealtypus ein Beurteilungsbogen konzeptioniert, der zur Erhebung der Ausprägungsstufen der Einflussfaktoren von Managements von zukünftigen Bewertungsobjekten dienen soll. Des Weiteren wird ein Tabellenblatt zur Auswertung von beantworteten Beurteilungsbögen in MS-Excel erstellt und beschrieben.

#### 3.1 Bewertungsrelevante Einflussfaktoren der Managementfigur

Organisationsforscher befassen sich seit Jahren mit der zentralen Leitfrage, welchen Einfluss Manager\*innen, insbesondere Geschäftsführer\*innen oder geschäftsführende Vorstandsmitglieder, auf die Unternehmensrentabilität und deren Entwicklung hat. In diesem Kontext wird hinterfragt, in welchem Ausmaß identifizierte Einflussfaktoren auf Betriebsergebnisse einwirken und wie diese zu bewerten sind. Manager\*innen besitzen zwar durch ihren Führungsstil, deren gewählter Organisationsstruktur und getroffener Strategieausrichtungen Potenzial die Leistungsfähigkeit eines Unternehmens zu beeinflussen, unterliegen jedoch gleichzeitig Restriktionen von Stakeholdern (z. B. Eigentümer\*innen), die in der Position sind diesen Einfluss zu steuern.<sup>71</sup>

Die folgenden Abschnitte befassen sich mit ausgewählten, teils personenbezogenen Einflussfaktoren einer Führungskraft. Es wird die Bedeutung der Faktoren Alter, intellektuelles Kapital bzw. Ausbildung, Managementstil, die eingenommenen Rollen des Managements und des Gehaltsvergütungssystems aufgezeigt. Der Faktor „Geschlecht“ wird zwar als Einflussfaktor angeführt, allerdings liegen noch keine eindeutigen Studienergebnisse vor, weshalb dieser Faktor zum Zeitpunkt der Erstellung der Arbeit als nicht bewertungsrelevant eingestuft wird.

---

<sup>71</sup> Vgl. QUIGLEY/ HAMBRICK (2015), S. 821 – 822.

### 3.1.1 Alter

Vorab muss dem Begriff „Alter“ eine Bedeutung zugeschrieben und folgend geklärt werden, ab wann eine Person als „älter“ definiert wird. Von der OECD sind „ältere Erwerbstätige“ als jene Personen definiert, „[...] die in der zweiten Hälfte ihres Berufslebens stehen, das Pensions- / Rentenalter noch nicht erreicht haben und gesund und arbeitsfähig sind.“<sup>72</sup> Die Europäische Kommission definiert hingegen in der Lissabon Strategie „ältere Arbeitnehmer“ als Personen, die sich im erwerbsfähigen Alter zwischen 55 und 64 Jahren befinden.<sup>73</sup> Da die numerische Definition der Europäischen Kommission keinen Interpretationsraum offen hält, wird diese für die Zwecke der Masterarbeit übernommen.

Bei der Festlegung der Altershöchstgrenze der Gruppe der jüngeren Manager\*innen dient die gewählte Aufteilung der Altersklassen in der 40. Auflage der WdF-Einkommensstudie des Marktforschungsinstituts TRICONSULT als Referenzwert. Für die durchgeführte Studie wurde das Alter 39 Jahre als Obergrenze der jüngsten Personengruppe gewählt, welche ebenfalls als Definition übernommen wird.<sup>74</sup> Die getroffenen Altersgrenzen je Gruppe sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst:

Gruppenbezeichnung	Altersunter-/obergrenze
Junge/jüngere Führungskraft	Bis 39 Jahre
Führungskraft mittleren Alters	40 bis 54 Jahre
Alte/ältere Führungskraft	55 bis 64 Jahre

**Tabelle 3:** Einteilung Altersgruppen  
Quelle: eigene Darstellung

Das Alter wirkt sich in unterschiedlichen Aspekten auf die Performance eines\*r Manager\*in aus und kann nicht pauschal bewertet werden. Diverse Forschungsarbeiten zeigen Korrelationen zwischen dem Alter einer Führungskraft und ihrer Fähigkeit zur Informationsverarbeitung und -integration. Darunter fallen kognitive Leistungsmerkmale, wie etwa das Erinnerungsvermögen oder Zahlenverständnis.<sup>75</sup> Mit dem Alterungsprozess geht nachweisbar eine signifikante Abnahme kognitiver Fähigkeiten einher, die explizit als negative Veränderungen hinsichtlich der Verarbeitungsgeschwindigkeit und dem Arbeitsgedächtnis zu beobachten sind.<sup>76</sup> JAGGIA und THOSAR<sup>77</sup> stellen in diesem Zusammenhang einen nicht linearen Einfluss des Alters eines CEO

<sup>72</sup> SEYFRIED (2011), S.9.

<sup>73</sup> Vgl. Amt für Veröffentlichungen der Europäischen Union (2017), S.9.

<sup>74</sup> Vgl. WdF (2021), 63 ff.

<sup>75</sup> Vgl. ZHANG (2017), S. 545 – 546.

<sup>76</sup> Vgl. STEMLER/ PETERMANN/ DASEKING/ SIEBERT/ SCHOTT/ LEHFELD/u.a. (2013), S.766.

<sup>77</sup> Vgl. JAGGIA/ THOSAR (2021), S.1482.

auf dessen\*ihre Performance fest. Den Autoren nach verzeichnen insbesondere CEOs mittleren Alters wesentlich abweichende Leistungsergebnisse im Vergleich zur jüngeren oder älteren Vergleichsgruppe.

Ein weiterer wesentlicher Aspekt des Einflussfaktors „Alter“ ist der Gewinn an Erfahrung, den eine Führungskraft im Laufe ihrer Lebenszeit oder beruflichen Laufbahn erzielt. Besonders junge Manager\*innen stehen vor den Herausforderungen, sich in eine Führungspersönlichkeit zu entwickeln, andere im ausreichenden Ausmaß zu motivieren, zu lernen mit Rückschlägen umzugehen und Konflikte zu Kollegen\*innen und Vorgesetzten zu bewältigen<sup>78</sup>. Ältere Manager\*innen sind hingegen aufgrund weitreichender Branchen- bzw. Unternehmenskenntnissen in der Lage, aufkommende Problemstellungen aus einem anderen Blickwinkel als ihre jüngeren Kollegen\*innen zu sehen und als interne, strategische Berater\*innen zu fungieren. Weiterhin bringt die ältere Generation wertvollen Erkenntnisinhalt aus vergangenen Projekten mit, der als bedeutender Input für die Abschätzung von Entscheidungskonsequenzen zukünftiger Vorhaben zu werten ist.<sup>79</sup>

Allerdings tendieren ältere Führungskräfte gleichzeitig zu weniger risikobehafteten Entscheidungen, was sich als konträres Verhalten zur jüngeren Vergleichsgruppe zeigt.<sup>80</sup> SERFLING<sup>81</sup> kam in seiner Studie zu dem Schluss, dass CEOs der älteren Gruppe im geringeren Ausmaß in Forschungs- und Entwicklungsarbeiten investieren, auf diversifizierte Übernahmen setzen und allgemein eine risikoärmere Investitionspolitik verfolgen. Zusammenfassend stellt sich in seiner Arbeit heraus, dass das Risiko betreffend der Finanz- und Gesamtstruktur einer Unternehmung unter einer älteren Leitung am geringsten ist.

Neben den bereits erwähnten Punkten ist im Kontext des Alters die Länge der Funktionsperiode eines\*r Manager\*in relevant. Zu Beginn der Positionsübernahme besteht bei CEOs eine steile Lernkurve und die Bereitschaft Risiken einzugehen. Im folgenden Karriereverlauf sammeln sie zusätzliche Erfahrungswerte und bauen Managementfähigkeiten aus, was sich wiederum positiv auf die Unternehmensleistung auswirkt. Jedoch entwickeln sich die genannten Punkte mit zunehmender Amtszeit in eine negative Richtung. Steigende Risikoaversion und trägere Anpassungsfähigkeit an die externe Umwelt prägen die letzte Phase der Funktionsperiode.<sup>82</sup>

Besteht eine dauerhafte schlechte Unternehmensperformance, kann dies auf die gesetzten Handlungen und gewählten Strategien des Managements zurückgeführt werden. Ausgehend von dem Interesse der Stakeholder den Unternehmenswert dauerhaft zu steigern, werden ineffiziente Manager\*innen langfristig ausgetauscht und folglich sind lange Funktionsperioden von

---

<sup>78</sup> Vgl. BENJAMIN/ O'REILLY (2011), S.470.

<sup>79</sup> Vgl. STOCK-HOMBURG/ GROß (2019), S.751.

<sup>80</sup> Vgl. VISSER/ FAEMS (2015), S.364.

<sup>81</sup> Vgl. SERFLING (2014), S.270.

<sup>82</sup> Vgl. LUO/ KANURI/ ANDREWS (2014), S.492.

Leitungsorganen positiv mit der Unternehmensleistung zu assoziieren.<sup>83</sup> Allerdings kamen LIMBACH, SCHMID und SCHOLZ<sup>84</sup> in ihrer Untersuchung zum Schluss, dass ab 11 bis 12 Jahren Amtszeit eines\*r Geschäftsführer\*in die verbundenen Kosten die Vorteile überragen. Des Weiteren wurde in der Studie die Korrelation zwischen der Dauer der Funktionsperiode und der Unternehmensrentabilität als U-Kurve identifiziert. Abgeleitet aus diesen Erkenntnissen ist von einem negativen Einfluss einer längeren Funktionsperiode ab zwölf Jahren auf den Unternehmenswert auszugehen.

### 3.1.2 Intellektuelles Kapital

Das Management einer Gesellschaft hat der Pflicht nachzugehen, durch Setzung förderlicher Handlungen eine Unternehmung kaufmännisch und technisch zu leiten.<sup>85</sup> Darunter fallen Aufgaben wie die erfolgsbeabsichtigte Allokation von Unternehmensressourcen und komplexe Entscheidungsfindungen. Um solche Tätigkeiten zu bewältigen, bedarf es Manager\*innen mit entsprechenden beobachtbaren und nicht beobachtbaren Fähigkeiten.<sup>86</sup>

Als zentrale Aufgabe einer Ausbildungsstätte gilt es, angehenden Führungskräften Kompetenzen anzueignen und diese auf zukünftige Herausforderungen in der Berufswelt vorzubereiten.<sup>87</sup> An dieser Stelle ist jedoch zu erwähnen, dass überragende Managementfähigkeiten nicht zwanghaft oder ausschließlich über eine akademische Ausbildung zu erlernen sind. Zahlreiche namhafte Unternehmen (z. B. Meta Plattformen) werden erfolgreich von Menschen geleitet, die ihre Ausbildung an Eliteuniversitäten abgebrochen haben.<sup>88</sup>

In der idealen Managementausbildung steht besonders die Förderung der reflektierenden Denkweisen in den drei Gruppen Connective-, Critical- und Personal-Thinking im Mittelpunkt<sup>89</sup>. Unter dem sogenannten „Connective Thinking“ wird das Denken in Zusammenhängen bzw. das vernetzte Denken verstanden. Für die Lösung komplexer Problemstellungen wird eine Denkweise gefordert, die einerseits mehrere Einflussfaktoren berücksichtigt und andererseits auf einem integrierenden und ganzheitlichen Ansatz beruht<sup>90</sup>. Eine zusammenhängende Denkweise zeichnet sich weiters durch das Erfassen von Wechselwirkungen von Prozessen aus. Der daraus abgeleitete systemische Perspektivenwechsel ermöglicht es, Konzepte mit Ideen zu verknüpfen und zu neuen innovativen Lösungsansätzen zu gelangen.<sup>91</sup>

---

<sup>83</sup> Vgl. DIKOLLI/ MAYEW/ NANDA (2014), S.282.

<sup>84</sup> Vgl. LIMBACH/ SCHMID/ SCHOLZ S.12.

<sup>85</sup> Vgl. STACHE (2018), S.125.

<sup>86</sup> Vgl. DARMADI (2013), S.113.

<sup>87</sup> Vgl. BENJAMIN/ O'REILLY (2011), S.452.

<sup>88</sup> Vgl. DARMADI (2013), S.115.

<sup>89</sup> Vgl. BECKER (2013), S. 196 – 198.

<sup>90</sup> Vgl. PROBST/ GOMEZ (1989), S.3.

<sup>91</sup> Vgl. BECKER (2013), S.198.

Kritisches Denken ist eine Fähigkeit, die durch Ausbildung und Übung in der Umsetzung erworben werden kann.<sup>92</sup> Des Weiteren ist eine kritische Denkweise durch eine offene, informierte, skeptische und gleichzeitig unabhängigen Haltung gegenüber der zugrundeliegenden Problemstellung bzw. der hervorgebrachten Lösungsansätze gekennzeichnet. Wesentliche Handlungen sind dabei die umfassende Analyse relevanter Argumente, die Beurteilung ihrer Stärke und eine fortlaufende Begründung für oder gegen bestehende Lösungsansätze.<sup>93</sup>

BECKER<sup>94</sup> beschreibt das Personal Thinking als „[...] eine Reflexion über das eigene Bewusstsein“. Reflexion bedeutet in diesem Kontext, Sachverhalte unter verschiedenen Perspektiven zu betrachten, Vergleiche anzustellen, Alternativen abzuwägen und daraus Schlussfolgerungen zu ziehen.<sup>95</sup> Durch den betonten Einsatz von Selbstreflexion erhält eine Führungskraft die Fähigkeit, bewusst akkurate Entscheidungen zu treffen und Handlungssteuerungen einzuleiten.<sup>96</sup>

Neben den Ausprägungen der genannten Gruppen des reflektieren Denkens, ist die Wahl des Fachgebietes des Managements entscheidend für die Beurteilung des Einflussfaktors Intellektuelles Kapital oder Ausbildung. CUSTÓDIO und METZGER<sup>97</sup> schreiben CEOs mit einer Finanzausbildung oder Berufserfahrung im Finanzbereich den Charakter zu, weniger Barmittel zu halten, in höherem Ausmaß Fremdkapital einzusetzen und mehr Aktienrückkäufe zu tätigen. Des Weiteren stellten die Autoren fest, dass finanzversierte Manager\*innen öfter dazu tendieren, projektspezifische Abzinsungssätze zu verwenden, aktivere Finanzpolitik zu betreiben und Fremdkapital noch unter ungünstigen Kreditbedingungen beschaffen zu können.

Unternehmen, die von Führungskräften mit naturwissenschaftlicher oder technischer Ausbildung geleitet werden, besitzen einen geringeren Verschuldungsgrad und verbuchen geringeren Werbeaufwand und Dividendenauszahlungen. Jedoch zeigen diese Unternehmen höhere Aufwendungen im Bereich Forschung und Entwicklung (F&E), sowie eine höhere operative Kapitalrendite (OROA) und Zinsdeckungsquote. Höhere Dividendenausschüttungen und geringere F&E-Ausgaben werden mit dem Abschluss eines MBA-Studiums assoziiert.<sup>98</sup>

Resümierend wird festgehalten, dass Merkmale der Ausbildung eines\*r Managers\*Managerin, etwa die Absolvierung eines Studiums auf einer anerkannten Eliteuniversität oder das dabei gewählte Fachgebiet, nachweisbar den Managementstil beeinflusst und folglich die

---

<sup>92</sup> Vgl. MCCORMICK/ CLARK/ RAINES (2015), S.101.

<sup>93</sup> Vgl. BUTTERWORTH/ THWAITES (2013), S. 8 – 9.

<sup>94</sup> Vgl. BECKER (2013), S.198.

<sup>95</sup> Vgl. JORDAN/ MESSNER/ BECKER (2009), S.466.

<sup>96</sup> Vgl. AU (2017), S.14.

<sup>97</sup> Vgl. CUSTÓDIO/ METZGER (2014), S.125.

<sup>98</sup> Vgl. JAGGIA/ THOSAR (2021), S.1467.

Unternehmensleistung.<sup>99</sup> Der nachstehende Abschnitt beschäftigt sich in diesem Zusammenhang vertieft mit dem Einflussfaktor Managementstil.

### 3.1.3 Managementstil

In der Literatur finden sich unterschiedliche Klassifizierungen von Führungsstilen. Beispielsweise unterscheidet der deutsche Soziologe MAX WEBER (1864-1920)<sup>100</sup> zwischen den vier Stilen: autokratischen, patriarchalischen, charismatischen und bürokratischen Führungsstil.<sup>101</sup> KURT LEWIN<sup>102</sup> teilt in seinem Modell Führungsstile in die Gruppe der autoritären (hierarchischen), der demokratischen (kooperativen) und Laissez-faire-Führung ein. Für die Zwecke der Beschreibung des Einflussfaktors Führungsstil wird das sogenannte „Full Range Leadership“ Modell herangezogen. Dieses Modell wurde bereits 1991 von Avolio und Bass entwickelt und geht von den drei Hauptkategorien der transaktionalen, transformationalen und Laissez-faire-Führung aus.<sup>103</sup>

Die transaktionale Führung zeichnet sich dadurch aus, als dass gewünschte Leistungen belohnt und nicht erwünschte Verhaltensweisen bestraft werden. Etwaige Belohnungen reichen von materiellen Anreizen (z. B. Bonuszahlungen), bis hin zu immateriellen Punkten wie beispielsweise ausgesprochene Anerkennung der Führungskraft.<sup>104</sup> Unter den transaktionalen Führungsstil fallen die drei Unterverhalten „Contingent Reward“, „Management by Expectation active“ und „Management by Expectation passive“.<sup>105</sup>

Als wesentlicher Vorteil der transaktionalen Führung stellt sich die Rollenklarheit und Rollenakzeptanz, welche durch die hierarchische Beziehung zwischen Führung und Arbeitskraft geschaffen wird, dar. Weiters führt das leistungsorientierte Belohnungssystem besonders bei einfachen Tätigkeiten zu positiven Effekten, da intrinsische Motivationsfaktoren eine untergeordnete Rolle spielen und Arbeiter\*innen an in den überwiegenden Fällen an extrinsischen Motivatoren interessiert sind. Im Gegenzug dienen bei anspruchsvollen Tätigkeiten extrinsische Anreize als zusätzliche Erhöhung der Motivation. Jedoch tritt ab einem gewissen Grad die Gefahr auf, dass eine übermäßige extrinsische Motivierung zum Verdrängen der notwendigen intrinsischen Motivation führen kann. Zudem erfährt die transaktionale Führung ihre Grenzen, wenn es um die Wahl der Form der leistungsbezogenen Entlohnung geht bzw. bei Großunternehmen individuelle Präferenzen jedes\*r Mitarbeiters\*in unmöglich zum Erfassen sind.<sup>106</sup>

---

<sup>99</sup> Vgl. JAGGIA/ THOSAR (2021), S.1482.

<sup>100</sup> Vgl. WEBER (1922).

<sup>101</sup> Vgl. HERMANNI (2016), S.88.

<sup>102</sup> Vgl. LEWIN/ LIPPITT/ WHITE (1939), S.273.

<sup>103</sup> Vgl. AVOLIO/ BASS (1991).

<sup>104</sup> Vgl. KATSCH (2018), S.122.

<sup>105</sup> Vgl. HARAIZD/ VAN OPHUYSEN (2011), S.144.

<sup>106</sup> Vgl. GRUNAU (2014), S. 27 – 28.

Transformationale Führungskräfte fungieren im Gegensatz zu den transaktionalen Leitungsorganen als Mentor\*in, motivieren Mitarbeiter\*innen nach kreativen Lösungsansätzen zu suchen und zeigen Wege zu Visionen auf.<sup>107</sup> Transformales Führungsverhalten erscheint in den folgenden vier Dimensionen:<sup>108</sup>

- Überzeugung durch attraktive Visionen (Inspirierende Motivation)
- Vorbildfunktion (Idealisierter Einfluss)
- Anregung zum kritischen Denken und Förderung von Veränderungen (Intellektuelle Stimulierung)
- Begünstigung der individuellen Entwicklung von Arbeitskräften (Individuelle Berücksichtigung)

Die Unterscheidung der Subdimensionen ist insofern von Relevanz, als dass verschiedene Persönlichkeitsmerkmale der Managementfigur, wie etwa Aufgeschlossenheit für Erfahrungsgewinnung, in unterschiedlicher Weise mit den aufgezählten Führungsverhalten zusammenhängen. Beispielsweise nimmt die Extraversion einer Führungskraft einen positiven Einfluss auf die transformationale Führung als Einheit, allerdings wird die Subdimension „individuelle Berücksichtigung“ nicht durch dieses Persönlichkeitsmerkmal beeinflusst.<sup>109</sup>

Durch das übergeordnete Ziel der Entwicklung genauer gesagt der Transformierung des Individuums stellen sich die vier Unterformen als besonders einflussreiche Führungsverhalten dar, welche von Emotionen und der Identifikation des\*der Geführten mit der Managerfigur geprägt sind. Dementsprechend ist die transformationale Führung ein sehr mächtiges Instrument mit dramatischen Folgen bei schlechter oder missbräuchlicher Anwendung. Führungskräfte sind angehalten, nicht nach eigennützigen Motiven zu handeln, sondern die Interessen und Visionsziele der Organisation in den Vordergrund zu stellen.<sup>110</sup>

JENSEN, POTOČNIK und CHAUDHRY<sup>111</sup> zeigten in ihrer Studie, dass die Subformen „Intellektuelle Stimulierung“ und „Inspirierende Motivation“ einen überwiegenden positiven Einfluss auf die Unternehmensleistung aufweisen. Die Autorinnen kommen daher zum Schluss, dass besonders die Anregung der Kreativität der Mitarbeiter\*innen, die unmissverständliche Kommunikation und das Leben der Unternehmensvision durch die Geschäftsführung zu einer Leistungssteigerung der Organisation führt.

---

<sup>107</sup> Vgl. VINKENBURG/ VAN ENGEN/ EAGLY/ JOHANNESSEN-SCHMIDT (2011), S.11.

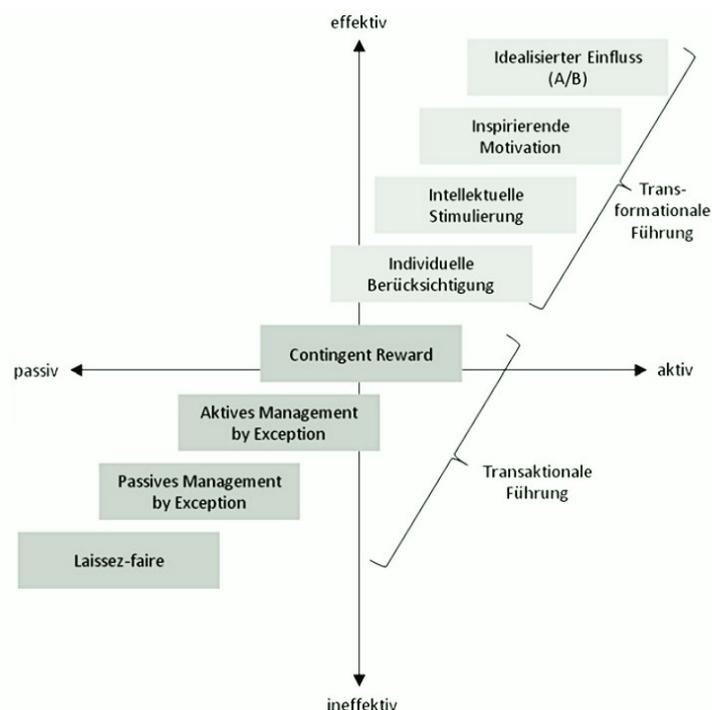
<sup>108</sup> Vgl. FELFE (2015), S. 39 – 40.

<sup>109</sup> Vgl. DEINERT/ HOMAN/ BOER/ VOELPEL/ GUTERMANN (2015), S. 1108 – 1110.

<sup>110</sup> Vgl. FURTNER/ BALDEGGER (2016), S.142.

<sup>111</sup> Vgl. JENSEN/ POTOČNIK/ CHAUDHRY (2020), S. 836 – 845.

Ergänzend zu den transaktionalen und transformationalen Führungsverhalten wird das Nichtvorhandensein von Führungsaktivitäten, unabhängig der vorliegenden Situation, als „Laissez-faire“ bezeichnet.<sup>112</sup> Diese Form des Führens ist gleichzeitig die passivste und ineffektivste Art des Handelns. Es besteht weder eine Zugänglichkeit der Führungskraft für Mitarbeiter\*innen, noch zeigt diese Reaktionen auf positive oder negative Verhaltensweisen des\*der Geführten. Durch die meidende Entscheidungsfreudigkeit und die nicht existente Motivation wirkt sich das Laissez-faire Führungsverhalten für alle beteiligten Personen und die Organisation als Ganzes negativ aus und ist im Hinblick auf das Fortbestehen des Unternehmens zu unterbinden.<sup>113</sup>



**Abbildung 4:** Full Range Leadership-Modell  
Quelle: FURTNER/BALDEGGER (2016), S.141.

### 3.1.4 Rollen des Managements im Unternehmen

Fallen Eigentümerschaft und die Leitung eines Unternehmens auf ein und denselben Personenkreis, so entsteht ein merklicher Einfluss auf die Ertragskraft des Unternehmens, man spricht von einem personenbezogenen Unternehmen.<sup>114</sup> Besonders in KMU und familiengeführten Unternehmen lenken Eigentümer\*innen häufig selbst die Geschäftstätigkeiten.<sup>115</sup>

Hält das Management einen Teil des Eigentums eines Unternehmens, so treten folglich Agency Probleme auf. Sogenannte Agency Probleme sind Teil der Prinzipal Agent Theorie, die

<sup>112</sup> Vgl. HARA ZD/ VAN OPHUYSEN (2011), S.145.

<sup>113</sup> Vgl. FURTNER/ BALDEGGER (2016), S. 143 – 144.

<sup>114</sup> Vgl. SCHÜTTE-BIASTOCH (2011), S.7.

<sup>115</sup> Vgl. KAMARDIN (2014), S.55.

erstmalig im Jahr 1976 von JENSEN und MECKLING<sup>116</sup> begründet wurde. In der Theorie erteilt der\*die Prinzipal\*in dem\*der Agenten\*Agentin Entscheidungsbefugnisse und beauftragt ihn\*sie gleichzeitig von dem\*der Prinzipal\*in vorgeschriebene Ziele zu erreichen. Durch diese Kompetenz und Aufgabenzuweisung ergeben sich Handlungsspielräume, die zu potenziellen Schäden des\*der Prinzipals\*Prinzipalin führen. Von der First-Best-Situation wird gesprochen, wenn sowohl der Nutzen des\*der Prinzipals\*Prinzipalin als auch der des\*der Agenten\*Agentin maximiert wird.<sup>117</sup> Die Second-Best-Situation liegt vor, sobald „[...] ein Vertrag mit speziellen Anreizmechanismen, Verhaltensmaßgaben, Kontrollmechanismen und Sanktionsmöglichkeiten zwischen Prinzipal und Agenten“<sup>118</sup> mögliche Interessenkonflikte zwischen den beiden Parteien minimiert und die vorliegende Situation hin zum Optimal-Szenario geleitet wird. Liegt eine Personenidentität vor, führt der\*die Gesellschafter\*in praktisch seine\*ihre eigenen Weisungen aus und es sind keine Interessenkonflikte möglich.

Aus Sicht der Prinzipal Agent Theorie ist deshalb die Trennung der beiden Rollen (Kapitalgeber und Management) unerlässlich und erfüllt einerseits den Zweck der Gewährleistung eines Machtgleichgewichts zwischen den beiden Funktionen und andererseits die Vermeidung von Interessenkonflikten.<sup>119</sup> Die Autoren kommen weiters zum Schluss, dass eine CEO Dualität einen negativen Einfluss auf die Unternehmensperformance und folglich auf den Wert besitzt.<sup>120</sup>

Zu konträren Ergebnissen kommt KAMARDIN bei der Untersuchung der Performance von börsennotierten Unternehmen in Malaysia. Sie identifiziert in ihrer Forschungsarbeit einen signifikant positiven, jedoch beschränkten Einfluss von Management Eigentümerschaft auf die Kapitalrendite ROA. Bezüglich der Messgröße Tobin's q stellt sie einen u-förmigen Zusammenhang zwischen Managementeigentum und Unternehmensleistung fest. Die Wendepunkte der U-Kurven liegen dabei bei 31,28 % Eigentümeranteil von Führungskräften bei nicht familiengeführten Unternehmen und bei 28,29 % bei Familieneigentümerschaft. Davon abgeleitet ist bis zu einem gewissen Grad auf eine größere Effizienz von Unternehmen mit Familienbesitz und Eigentumsverhältnissen von Leitungsorganen zu schließen.<sup>121</sup>

Die Stewardship-Theorie verfolgt im Gegensatz zu der Prinzipal Agent Theorie den Ansatz, dass Eigentümer\*innen und Führungskräfte das Unternehmen nicht als Instrument für ihre eigenen Zwecke sehen, sondern es als Nutzen für mehrere Parteien dient.<sup>122</sup> In diesem Kontext agiert eine Führungskraft mit ausgeprägtem Verantwortungsgefühl nur im Interesse des Unternehmens

---

<sup>116</sup> Vgl. JENSEN/ MECKLING (1976).

<sup>117</sup> Vgl. PERNSTEINER/ SUMER/ ULUSAN POLAT (2019), S.69.

<sup>118</sup> Vgl. PERNSTEINER/ SUMER/ ULUSAN POLAT (2019), S.69.

<sup>119</sup> Vgl. SHUKERI/ SHIN/ SHAARI (2012), S.122.

<sup>120</sup> Vgl. SHUKERI/ SHIN/ SHAARI (2012), S.126.

<sup>121</sup> Vgl. KAMARDIN (2014), S.48.

<sup>122</sup> Vgl. LE BRETON-MILLER/ MILLER/ LESTER (2011), S.705.

und senkt folglich Überwachungskosten oder Agency-Kosten. Des Weiteren sieht die Stewardship-Theorie vor, dass Manager\*innen die Unternehmensperformance und -produktivität erhöhen, je mehr Macht sie erhalten, beispielsweise durch hohe Beteiligung am Unternehmen.<sup>123</sup>

Besonders bei familiengeführten Unternehmen findet die Stewardship-Theorie Anwendung, wenn eine starke emotionale Bindung der Unternehmerfamilie zur Gesellschaft besteht. Dabei rücken Werte, wie etwa ein solides Unternehmen für nachfolgende Generationen aufzubauen, in den Vordergrund. Dies hat zur Folge, dass eine Priorisierung von Unternehmenszielen über persönliche, private Ziele erfolgt. So sind Familienunternehmen in der Lage, durch ihren Vorausblick ein höheres Leistungsniveau zu erreichen als Unternehmen, die von externen, nicht-familienzugehörigen Manager\*innen geführt werden.<sup>124</sup>

Das Fachgutachten KFS/BW 1 sieht in diesem Zusammenhang bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes vor, bei personenbezogenen Unternehmen, Einflüsse, die auf die Person des Unternehmenseigners oder sonstigen personellen bzw. familiären Beziehungen zurückzuführen sind, in der Prädiktion der finanziellen Überschüsse zu vernachlässigen und von durchschnittlichen Managementleistungen auszugehen.<sup>125</sup>

### 3.1.5 Gehaltsvergütung

Der Einflussfaktor Gehaltsvergütung besitzt eine besondere Stellung unter den Einflussfaktoren, da dieser direkt monetär bewertet werden kann und als Kostenpunkt in der Prädiktion zukünftiger Zahlflüsse einbezogen wird. Des Weiteren leitet sich dieser Einflussfaktor von den bereits zuvor erwähnten Einflussfaktoren ab. So zeigen Einkommensstatistiken etwa, dass Führungskräfte erster Ebene mit höherem Alter oder Hochschulausbildung im Durchschnitt ein höheres jährliches Gesamteinkommen vorweisen, als Führungskräfte der jüngeren Altersgruppe ohne Hochschulausbildung.<sup>126</sup> In der Praxis wird bei der Planungsrechnung entweder ein kalkulatorischer Unternehmerlohn angesetzt oder die tatsächlich anfallenden Kosten, wie sie beispielsweise bei der Beschäftigung einer externen Geschäftsführung anfallen, berücksichtigt.

In der Literatur finden sich verschiedenste Studien und Fachartikel (z. B. Vgl. CHENG/ZHAO (2016); Vgl. HÜLSEN (2019)) in Bezug auf Gehaltsvergütungssysteme und deren Auswirkung auf die Leistungsfähigkeit eines Unternehmens. Grundsätzlich stellt sich die Vergütung eines\*r Manager\*in aus einem Grundentgelt, Bonuszahlungen, Entgeltumwandlungen und diversen anderen Benefits zusammen. Die Ausgestaltung bzw. Zusammensetzungen der

---

<sup>123</sup> Vgl. QIAO/ FUNG/ MIAO/ FUNG (2017), S.102.

<sup>124</sup> Vgl. CHIRICO/ BAU' (2014), S. 211 – 212.

<sup>125</sup> Vgl. Fachgutachten zur Unternehmensbewertung KFS/BW 1 Vgl. (2014), Rz 81–82.

<sup>126</sup> Vgl. WdF (2021), S.169.

unterschiedlichen Vergütungsformen ist nicht standardisiert und variiert von Unternehmen zu Unternehmen.<sup>127</sup>

Abgeleitet von der Prinzipal Agent Theorie bestimmt der\*die Prinzipal\*in über die Ausgestaltung der Vergütung der Geschäftsführung, damit die Interessen des Top-Managements, mit denen des Unternehmens in Einklang gebracht werden. Diese Vorgehensweise hat gleichzeitig die Zusammenführung der Interessen beider Parteien und die Motivation des\*der Agenten\*Agentin zum Ziel.<sup>128</sup>

Den leistungsunabhängigen Teil des Gesamteinkommens einer Managerfigur stellt das Grundentgelt oder Grundgehalt dar. Es wird entweder pro Monat oder Jahr definiert und ist an keine Performancekennzahl des Unternehmens geknüpft, was als Konsequenz die Immunisierung eines Teils des Einkommens gegenüber Leistungsschwankungen des Unternehmens hat. Dies hat einerseits den Vorteil, dass das Risiko für die Führungskraft hinsichtlich ihres Einkommens beschränkt wird, andererseits bietet der Fixbestandteil den Nachteil, dass keine Anreizwirkung hervorgerufen wird. Die Höhe des Grundentgelts geht aus Gehaltsverhandlungen zwischen Unternehmen und CEO hervor, wobei Branchen-Benchmarks von Unternehmensseite und die Risikoaversion der CEO-Seite für den Ausgang der Verhandlungen bzw. die schlussendliche Bestimmung der Höhe des Fixbestandteils ausschlaggebend sind.<sup>129</sup>

Neben dem Fixbestandteil erhält die Geschäftsführung zusätzlich variable Bezüge, die den Zweck erfüllen, die Vergütungshöhe mit dem Organisationserfolg zu verknüpfen. Durch diese Verbindung soll das Verantwortungsgefühl und die Identifikation der Führungskraft mit dem Unternehmen verbessert bzw. erhöht werden.<sup>130</sup> Die leistungsabhängigen Vergütungsbestandteile werden in langfristige und kurzfristige Komponenten unterteilt.<sup>131</sup> Unter langfristige variable Anreizvergütungen fallen etwa Aktienoptionen bei börsennotierten Unternehmen.<sup>132</sup> Bei Mittelstandsbetrieben basieren langfristige Vergütungskomponenten auf der Entwicklung der Unternehmenswertes, welche unter anderem durch finanzielle Performancekennzahlen gemessen wird.<sup>133</sup>

Kurzfristige variable Vergütungskomponenten werden in der Praxis durch bereitgestellte Bonuszahlungen abgedeckt.<sup>134</sup> Etwaige Zahlungen resultieren entweder aus allgemein vorherrschenden Bonussystemen in Unternehmen oder durch die Erreichung von individuell festgelegten

---

<sup>127</sup> Vgl. ABDALKRIM (2019), S.1218.

<sup>128</sup> Vgl. KOURTZIDIS/ TZEREMES (2020), S.4.

<sup>129</sup> Vgl. REINISCH (2012), S.37.

<sup>130</sup> Vgl. HÜLSEN (2019), S.12.

<sup>131</sup> Vgl. HÜLSEN (2019), S.15.

<sup>132</sup> Vgl. GONG (2011), S.5.

<sup>133</sup> Vgl. HÜLSEN (2019), S.15.

<sup>134</sup> Vgl. GONG (2011), S.5.

Zielen der Führungskraft. Individuelle Zielvereinbarungen gelten als Instrument zur Förderung des eigenverantwortlichen Handelns und Belohnung für die Leistung der Führungskraft als Individuum. Die Messung der Leistung erfolgt dabei über diverse Ziele in unterschiedlichen Bereichen, beispielsweise über eine marktorientierte Leistungsmessung. Bei der Festsetzung der Ziele ist zu beachten, dass diese messbar und ohne Interpretationsspielraum definiert werden. Weiters ist die Definition des Betrachtungszeitraumes der Ziele und potenzielle Konflikte unter korrelierenden Zielen zu vermeiden.<sup>135</sup>

Die Auszahlung der Boni erfolgt in den überwiegenden Fällen erst ab der Überschreitung eines vorab bestimmten Mindestschwellenwertes. Die Betragshöhe der Auszahlung steigt nach der Erreichung der Mindestgrenze bis zu der neuerlichen Übertretung eines zweiten Schwellenwertes als Obergrenze an und ist ab der Überschreitung dieser gedeckelt. Zwischen der Unter- und Obergrenze liegt das vereinbarte Leistungsziel, der eingegrenzte Bereich wird als „Anreizzone“ bezeichnet. Der Verlauf bzw. Anstieg der Bonuskurve ist nicht zwingend linear, es kann auch eine konvexe oder konkave Ausrichtung bestimmt werden.<sup>136</sup>

Laut HÜLSEN<sup>137</sup>, der sich auf die Vergütungsstudien von Kienbaum bezieht, erhielten im Jahr 2018 rund 94 % der GmbH-Geschäftsführung einen variablen Vergütungsanteil, welcher rund 30 % der Gesamtvergütung entsprach. Weiters hält der Autor fest, dass das Verhältnis zwischen lang- und kurzfristigen variablen Anteilen sich fortschreitend auf die Erhöhung von langfristigen Anteilen verlagert, wobei zukünftig nicht mit einer Verringerung der variablen Vergütungskomponente zu rechnen ist.

Als wesentliche, häufig eingesetzte Nebenleistungen des vereinbarten Gehaltsvergütungssystems gelten betriebliche Altersvorsorgeprogramme und Dienstwagen, die uneingeschränkte Mobilität sichern und als Statussymbol dienen. Insgesamt beziehen 93 % aller GmbH-Geschäftsführer\*innen neben ihren Grundentgelt und variablen Vergütungen etwaige steuerbegünstigte Nebenleistungen.<sup>138</sup>

Neben der Ausgestaltung der Vergütungskomponenten und deren Anteil an der Gesamtvergütungshöhe einer Führungskraft, nimmt vordergründig die Höhe des realisierten CEO-Lohnes einen wesentlichen Einfluss auf den Unternehmenswert. GONG<sup>139</sup> beweist in einer Forschungsarbeit über US-amerikanische Unternehmen, dass bereits eine ein-prozentige Erhöhung der CEO-Gesamtvergütung einen Anstieg zwischen drei und vier Prozent des Shareholder-Values zur Folge hatte. Diese Studie hat eine besondere Relevanz, da der Autor die Daten über den

---

<sup>135</sup> Vgl. ABELN (2019), S. 32 – 33.

<sup>136</sup> Vgl. EDMANS/ GABAIX/ JENTER (2017), S.419.

<sup>137</sup> Vgl. HÜLSEN (2019), S. 12 – 15.

<sup>138</sup> Vgl. HÜLSEN (2019), S. 14 – 15.

<sup>139</sup> Vgl. GONG (2011), S.22.

Zeitraum der gesamten Funktionsperiode der Geschäftsführer\*innen erforscht hat.<sup>140</sup> Die durchgeführte Studie von FENG, WANG und SAINI<sup>141</sup> stützt die These weiter, dass eine höhere CEO-Vergütung einen positiven Effekt auf den Unternehmenswert nimmt.

LI und YOUNG<sup>142</sup> identifizierten über einen Zeitraum von drei Jahren, dass höher vergütete CEOs eine Wertschaffung und schlecht entlohnte CEOs eine Wertvernichtung bei den untersuchten britischen Unternehmen bewirkten. Die Autoren konnten allerdings keine positive, lineare Korrelation zwischen der Höhe der Entlohnung und der verbuchten Aktienrenditen feststellen.

EDMANS, GABAIX und JENTER<sup>143</sup> argumentieren, dass die Gesamtentlohnungshöhe von externen Faktoren wie dem Wettbewerbsmarkt um talentierte CEOs abhängt. Während Unternehmen das Ziel verfolgen, die bestgeeignete Person für die Position der Geschäftsführung zu finden, spielt für zukünftige CEOs vordergründig Angebote bezüglich der Entlohnungshöhe von anderen Unternehmen eine Rolle. Ausschlaggebend für die Vergütungshöhe ist folglich, wie viel der\*die Geschäftsführer\*in bei einem anderen Unternehmen verdienen könnte und welches potenzielle Talent sowie welche Wertsteigerung die Organisation in der Person sieht oder in welchem Ausmaß der\*die nächstbeste Manager\*in Kosten verursacht.<sup>144</sup>

Weiters bestätigen CHENG, RANASINGHE und ZHAO<sup>145</sup> die Annahme über einen positiven Zusammenhang zwischen der CEO-Vergütungshöhe und dem höheren Marktwert des Unternehmens, welchen sie durch die Kennzahl Tobin's q bewerteten. Im Hinblick auf die Leistungsfähigkeit des Unternehmens können die Autoren ebenfalls eine positive Korrelation zwischen CEO Entlohnungsquote und der Gesamtkapitalrentabilität ROA feststellen. Des Weiteren bekräftigen sie das Argument, dass Unternehmen mit höheren CEO-Vergütungen vermutlich von talentierteren Personen geführt werden und widerlegen gleichzeitig die Annahme, dass hohe Entlohnungen auf Versagen der Unternehmenskontrollorgane oder auf CEO „rent extraction“ hinweisen.<sup>146</sup>

Das Wirtschaftsforum der Führungskräfte (WdF)<sup>147</sup> bietet mit der Veröffentlichung ihrer jährlichen Einkommensstudie, welche unter anderem das Gesamteinkommen, Nebenleistungen und erfolgsabhängige Kompensationen von österreichischen Führungskräften untersucht, Referenzwerte zur Bestimmung der zu erwartenden Kosten von Managementfiguren in der Planungsrechnung. Weiters werden umfangreiche Studien und Reports zu Vergütungssystemen von Kienbaum

---

<sup>140</sup> Vgl. GONG (2011), S.2.

<sup>141</sup> Vgl. FENG/ WANG/ SAINI (2015), S.206.

<sup>142</sup> Vgl. LI/ YOUNG (2016), S.30.

<sup>143</sup> Vgl. EDMANS/ GABAIX/ JENTER (2017), S.427.

<sup>144</sup> Vgl. EDMANS/ GABAIX/ JENTER (2017), S.428.

<sup>145</sup> Vgl. CHENG/ ZHAO (2016), S. 5 – 6.

<sup>146</sup> Vgl. CHENG/ ZHAO (2016), S. 5 – 6.

<sup>147</sup> Vgl. WdF (2021).

herausgegeben, die gleichfalls Referenzwerte beinhalten und zur Bestimmung der monetären Ausprägung des Einflussfaktors herangezogen werden können.

### 3.1.6 Exkurs Einflussfaktor "Geschlecht"

Die Unternehmensleistung ist wesentlich von den Entscheidungen und dem Charakter des Managements geprägt, wobei derzeit die erste Führungsebene in den überwiegenden Fällen männlich stereotypisiert wird. Beachtet man genderspezifische Unterschiede im Managementstil und in der strategischen Entscheidungsfindung, stellt sich die Annahme, dass Frauen in oberen Führungspositionen einen maßgeblichen Einfluss auf die Ertragskraft einer Gesellschaft nehmen als gerechtfertigt dar.<sup>148</sup>

Weibliche Führungskräfte zeigen tendenziell öfter einen transformationalen Führungsstil und belohnendes Verhalten als die männliche Vergleichsgruppe. Des Weiteren praktizieren Frauen seltener Laissez-faire Managementstile und ermutigen Arbeitnehmer\*innen zur Selbstinitiative.<sup>149</sup> Aufgrund der eingenommenen transformationalen Führungsstile und besonderen Fähigkeit Talente zu erkennen, weisen Frauen zunehmend gute Leistungen im Management auf, weshalb infolgedessen die Zahl der weiblichen Führungskräfte stetig steigt.<sup>150</sup> Allerdings besteht für Frauen nach wie vor die Herausforderung handlungsorientierte, maskuline Aspekte der Führung mit inspirierenden und motivierenden Handeln, zu kombinieren, welches besonders für zukünftige Beförderungen von Bedeutung ist.<sup>151</sup>

Laut der Studie von JAGGIA und THOSAR<sup>152</sup> zeigen sich keine relevanten Unterschiede zwischen männlichen und weiblichen CEO bei der Wahl seines\*ihres Managementstils oder der Leistungserbringung. PASARIBU<sup>153</sup> identifizierte in seiner Studie ebenfalls keinen signifikanten Zusammenhang zwischen weiblichen Führungskräften und der Performance von börsennotierten Unternehmen im Großbritannien.

In der Literatur finden sich jedoch Studienergebnisse, die über einen positiven Einfluss von weiblichen Managements auf die Unternehmensperformance berichten. So unterstützen die Forschungen von SARHAN/NTIM/AL-NAJJAR<sup>154</sup>, FLABBI/MACIS/MORO/SCHIVARDI<sup>155</sup> und LIU/WEI/XIE<sup>156</sup> die Hypothese über eine positive Einflussnahme von Frauen im Top-Management. Entkräftet werden diese Ergebnisse wiederum von CHEN und HASSAN<sup>157</sup>, die bei

---

<sup>148</sup> Vgl. CHEN/ HASSAN (2022), S.121.

<sup>149</sup> Vgl. VINKENBURG/ VAN ENGEN/ EAGLY/ JOHANNESSEN-SCHMIDT (2011), 18 ff.

<sup>150</sup> Vgl. CHEN/ HASSAN (2022), S.121.

<sup>151</sup> Vgl. VINKENBURG/ VAN ENGEN/ EAGLY/ JOHANNESSEN-SCHMIDT (2011), S.19.

<sup>152</sup> Vgl. JAGGIA/ THOSAR (2021), S.1482.

<sup>153</sup> Vgl. Pananda Pasaribu (2017), 145 ff.

<sup>154</sup> Vgl. SARHAN/ NTIM/ AL-NAJJAR (2019).

<sup>155</sup> Vgl. FLABBI/ MACIS/ MORO/ SCHIVARDI (2019).

<sup>156</sup> Vgl. LIU/ WEI/ XIE (2014).

<sup>157</sup> Vgl. CHEN/ HASSAN (2022), S.133.

chinesischen GEM gelisteten Firmen einen negativen Effekt von weiblichen Führungskräften feststellen.

Da bis dato keine zufriedenstellenden Forschungsergebnissen in dem Bereich Genderdiversität in Managementtagen vorliegen, gilt der Einflussfaktor zum Zeitpunkt der Verfassung dieser Masterarbeit als nicht bewertungsrelevant und wird nicht weiters für die idealtypische Managerfigur definiert.

### 3.2 Idealtypische Managementfigur

Nach Max Weber ist ein „Idealtyp“ als theoretisches Modell zu verstehen, welches im ersten Schritt definiert werden muss und zum Zeitpunkt dessen Anwendung einen hypothetischen Charakter zugeschrieben bekommt. Ferner sind solche Modelle idealisiert und nicht falsifizierbar, weshalb die Realität nur in beschränkten und spezifischen Aspekten mit dem Modell einhergeht.<sup>158</sup>

Dieses Unterkapitel definiert die idealtypische Managementfigur, nach der sich zukünftige Beurteilungen von Managements von zu bewertenden Unternehmen ausrichten werden. Des Weiteren muss die idealtypischen Managerfigur festgelegt werden, bevor in der Wirtschaftswelt ein\*eine Manager\*in mit den expliziten Eigenschaften und Charakterzügen gefunden und folglich in der empirischen Kapitalmarktanalyse behandelt werden kann. Grenzwerte und Ausprägungen der bewertungsrelevanten Einflussfaktoren beruhen zusammenfassend auf den Erkenntnissen der Literaturstellen des vorangegangenen Unterkapitels 3.1.

#### Alter

Der Idealtypus befindet sich in der mittleren Altersgruppe von 40 bis 54 Jahre. Gestützt wird diese Annahme von den Erkenntnissen von KIM und KIYMAZ<sup>159</sup>, dass ältere CEOs bessere Performancewerte zeigen. Des Weiteren wird für den Idealtypus die jüngere Altersgruppe bis 39 Jahre ausgeschlossen, da in diesem Alter von unzureichenden Erfahrungswerten ausgegangen wird und diese gepaart mit hoher Risikofreudigkeit im Hinblick auf den zukünftigen Unternehmenserfolg negativ zu assoziieren ist. Ferner ist die obere Altersgruppe ab 55 Jahren für die idealtypische Managerfigur auszuschließen, da ab diesem Alter von abnehmenden kognitiven Fähigkeiten und steigender Risikoaversion auszugehen ist.

Ein zusätzlicher Aspekt des Einflussfaktors ist die beschränkte, ideale Funktionsperiode einer Führungskraft, welche zwischen elf und zwölf Jahren liegt. Eine überschreitende

---

<sup>158</sup> Vgl. ALBERT (2020), S.84.

<sup>159</sup> Vgl. KIM/ KIYMAZ (2021).

Funktionsperiode ist als nicht idealtypisch anzusehen, da dann von einem negativen Kosten-Nutzenverhältnis auszugehen ist.

#### Intellektuelles Kapital

Erlangtes Wissen und erworbene Kompetenzen einer Führungskraft spiegeln sich in ihrer ausgeübten Investitions-, Finanzierungs- oder Strategiepolitik und folglich in der Unternehmensleistungsfähigkeit wider. JAGGIA und THOSAR<sup>160</sup> zeigen, dass eine Ausbildung an einem Eliteneinstitut zu besseren Ergebnissen bei der Performancemessung durch Tobin's q führt und naturwissenschaftliche oder technische Ausbildungen mit niedrigerem finanziellem Risiko für das Unternehmen verbunden sind. Wirtschaftswissenschaftliche Ausbildungsprogramme vermitteln hingegen notwendige Kenntnisse für eine erfolgreiche Unternehmensführung. Daras abgeleitet wird dem Idealtypus eine Kombination aus wirtschaftlicher und technischer Ausbildung oder Erfahrungswerte zugeschrieben.

#### Managementstil

Die idealtypische Managerfigur verfügt über eine ausgedehnte Bandbreite an transaktionalen und transformellen Führungsverhaltensweisen. Es ist für den Idealtypus unerlässlich, situativ zu entscheiden, welches Führungsverhalten zu dem bestmöglichen Output führt.<sup>161</sup> Ausgehend von den Forschungsergebnissen von JENSEN, POTOČNIK und CHAUDHRY<sup>162</sup> wird dem Idealtypus der transformationale Führungsstil zugeschrieben und eine besondere Ausprägung des Stils „Inspirierende Motivation“ und „Intellektuelle Stimulation“ unterstellt.

#### Managementbeteiligung

Zwar liefert eine Managementbeteiligung einen gewissen Leistungsanreiz (variable Gehaltsvergütung), allerdings schreibt das Fachgutachten KFS/BW 1 eine klare Trennung der Eigentümerschaft und des Managements eines Unternehmens vor.<sup>163</sup> Angesichts dessen ist die idealtypische Managerfigur nicht an der Eigentümerschaft der Organisation beteiligt und weist keine CEO Dualität vor.

#### Gehaltsvergütung

Abgeleitet aus den Ausprägungen der anderen Einflussfaktoren bestimmt sich das Gehalt des Idealtypus aus einer Grundvergütung und variablen Gehaltsbestandteilen. Die erfolgsunabhängige Grundvergütung wird auf maximal 30 % des Gesamteinkommens festgelegt. Begründet wird diese Festlegung durch die Annahme, dass der\*die idealtypische Manager\*in weder

---

<sup>160</sup> Vgl. JAGGIA/ THOSAR (2021), S.1480.

<sup>161</sup> Vgl. FURTNER/ BALDEGGER (2016), S.143.

<sup>162</sup> Vgl. JENSEN/ POTOČNIK/ CHAUDHRY (2020), S. 840 – 845.

<sup>163</sup> Vgl. Fachgutachten zur Unternehmensbewertung KFS/BW 1 (2014), 82, 144.

überdurchschnittlich risikofreudig noch risikoavers ist und die Gesellschaft an einem hohen variablen Anteil als Leistungsanreiz für die Führungskraft interessiert ist. Da das Gesamteinkommen in dessen Höhe abhängig von der tatsächlich absolvierten Ausbildung, Verhandlungsgeschick der Managerperson bei Gehaltsgesprächen, der Unternehmensbranche und weiteren Faktoren ist, wird dem Idealtypus keine explizite Gesamtvergütung zugewiesen.

### 3.3 Ableitung des Beurteilungsbogen von Managements

Als wesentlicher Bestandteil des Praxisoutputs ist die Erstellung eines Beurteilungsbogen zur Evaluierung der Ausprägungen der individuellen Einflussfaktoren von Managements für zukünftige Bewertungen vorzunehmen. Der Beurteilungsbogen wird mithilfe der Microsoft Anwendung Forms erstellt und richtet sich direkt an die Führungskräfte, besser gesagt Auftraggeber\*innen des Kooperationspartner. Dies bietet den Vorteil, dass die zukünftige Verteilung des Bogens sowohl digital als auch über einen physischen Ausdruck erfolgen kann. Des Weiteren können digitale Abgaben bzw. Antworten unkompliziert in Microsoft Excel exportiert und ausgewertet werden.

#### 3.3.1 Konzeptionierung des Beurteilungsbogens

Zur Messung der Einflussfaktoren werden insgesamt fünf offene Fragen und zwei geschlossene Fragen betreffend der Bereiche Alter, absolvierter Ausbildungen, bestehenden Beteiligungsverhältnissen und vorliegenden Vergütungssystems gestellt. Überdies werden dem zu bewertenden Management 21 Aussagen mit geschlossenen Antwortmöglichkeiten (5-Stufen Skala) zur Selbsteinschätzung des persönlichen Führungsstils vorgelegt. Offene Fragen zeichnen sich zwar durch einen hohen Zeitaufwand bei der Auswertung aus,<sup>164</sup> jedoch wird der Beurteilungsbogen so konzeptioniert, dass nur Zahlenwerte bzw. Datumsangaben abgefragt werden, welche keine speziellen Fachkompetenzen oder Fähigkeiten zur Auswertung erfordern.

Der Faktor Alter wird durch die Abfrage des Geburtsdatums und des Datums der Amtsübernahme der Führungskraft beurteilt. Durch die Beantwortung der ersten zwei Fragen kann zum einen das Antrittsalter und zum anderen die bereits zurückliegende Amtszeit des Managements hergeleitet werden. Auf eine direkte Abfrage des Alters und der Amtszeit wird verzichtet, da diese Antworten unvermeidlich mit dem Ausfülldatum des Beurteilungsbogens zusammenhängen.

Für die Beurteilung des Faktors Ausbildung werden zwei Fragen mit geschlossenen Antwortmöglichkeiten gestellt. Zur Beantwortung des vorliegenden Ausbildungsgrads werden die folgenden acht Antwortmöglichkeiten vorgegeben:

---

<sup>164</sup> Vgl. BIRNKRAUT (2011), S.74.

- Doktoratsstudium
- MBA – Studium
- Masterstudium
- Bachelorstudium
- Hochschulreife
- Meisterprüfung
- Lehrabschluss

In Bezug auf die verschiedenen gewählten Fachrichtungen werden die nachstehenden Optionen zur Beantwortung bereitgestellt.

- Technik, Ingenieurwesen
- Mathematik, Naturwissenschaften
- Wirtschaft, Recht, Sozialwissenschaften
- Sprache, Kultur
- Gesundheit, Medizin, Sport
- Kunst
- Agrar-, Forst-, Ernährungswissenschaft
- Andere

Sollte eine Führungskraft die Antwort „Andere“ wählen, obliegt es dem Kooperationspartner selbst, ob er gesondert die Fachrichtung abfragt oder den Einfluss der absolvierten Fachrichtung bei der Interpretation der Abweichung zum Idealtypus unberücksichtigt lässt. Die Reihungen beider Antwortsets beinhalten keine Wertung über den vorliegenden Ausbildungsgrad oder welche Fachrichtungen vorteilhafter im Hinblick auf die idealtypische Managerfigur sind und kann gegebenenfalls über Microsoft Forms auf eine zufällige Reihung eingestellt werden. Ergänzend wird angemerkt, dass für beide Fragestellungen eine Mehrfachauswahl freigeschaltet wurde. Dies bietet den Vorteil, unterschiedliche Fachrichtungen mit deren positiven Aspekten im Hinblick auf den Einflussfaktor zu erfassen, falls die Führungskraft über ihren Ausbildungsverlauf hinweg mehrere Abschlüsse in diversen Bereichen erlangt hat.

Die Managementbeteiligung wird im Fragebogen als Prozentangabe der anteiligen Kapitalbeteiligung am Unternehmen mit offener bzw. direkter Eingabe in Erfahrung gebracht. Die numerische Angabe kann ohne weitere Auswertungsschritte übernommen werden und bietet keinen Interpretationsspielraum. Weitere Aspekte der Beteiligung, wie etwa Stimmrechte, werden aus Limitierungsgründen der Masterarbeit in der Erstkonzeption des Beurteilungsbogen nicht berücksichtigt, bieten jedoch für zukünftige Versionen Potenzial zur noch präziseren Erfassung des Einflussfaktors Rolle des Managements im Unternehmen.

Die Ausprägung des Einflussfaktors Managementstil wird über den standardisierten Fragebogen „Multifactor Leadership Questionnaire (MLQ) Form 6S“ ermittelt. Der Fragebogen besteht aus 21 Aussagen, welche von Führungskräften mit einer Skala von 0 (gar nicht zutreffend) bis 4 (häufig, eventuell immer zutreffend) Punkten hinsichtlich ihres eigenen Managementstils bewertet werden. Sowohl die Fragen als auch die Auswertungsanleitung bzw. Ergebnisinterpretation sind in englischer Sprache frei zugänglich und wurden für den Zweck der Berechnung des Fallbeispiels der Masterarbeit sinngemäß ins Deutsche übersetzt. Aufgrund anwendungsspezifischer Beschränkungen von Microsoft Forms werden die Aussagen in zwei Gruppen mit zehn und elf Fragen unterteilt. Aus Gründen des Datenschutzes wird auf die Abfrage der Höhe der Managementvergütung verzichtet. Allerdings existiert im Beurteilungsbogen eine Fragestellung mit offener Antwortmöglichkeit über das Verhältnis des variablen Einkommens zum Gesamteinkommen und ob Nebenleistungen wie unter anderem der Bezug eines Dienstwagens bestehen.

### 3.3.2 Auswertungsformular in MS-Excel

Die Auswertung der Beurteilungsangaben erfolgt technisch automatisiert durch MS-Excel und ist in die Datei, die zur späteren Berechnung des Unternehmenswertes<sup>165</sup> genutzt wird, integriert. Dies bietet den Vorteil, dass der Auswertung nachgelagerte Interpretationen und Annahmen für die spätere Bewertung mit den Antworten des zu beurteilenden Managements verknüpft werden können. Unter anderem wurde ein Interpretationspanel<sup>166</sup> erstellt, bei dem der\*die Bewerter\*in die Ergebnisse des Fragebogens im Vergleich zu den idealtypischen Ausprägungen der Managerfigur in einer fünfstufigen Bewertungsskala einordnen kann. Die Interpretations- oder Bewertungsskala umfasst die folgenden Punkte:

- 0 – keine Übereinstimmung
- 1 – abweichend, überwiegend schlecht
- 2 – abweichend
- 3 – abweichend, überwiegend gut
- 4 – idealtypische Übereinstimmung

Des Weiteren ist das Interpretationspanel mit den Bewertungen der Statements zur Identifizierung des Führungsstils verknüpft und sieht eine automatisierte Auswertung des Managementstils nach den Richtlinien des MLQ 6s - Fragebogens in die vier Subdimensionen der transformellen Führung, die zwei transaktionellen Managementverhalten und der Laissez-fairen Führung vor. Die Ausprägungen der drei Hauptgruppen der Führungsstile werden zusammengefasst im Interpretationspanel dargestellt, wobei 100 % für eine volle Ausprägung spricht.

---

<sup>165</sup> siehe Anhang 5, S. 97.

<sup>166</sup> siehe Anhang 6, S. 98.

## 4 Analyse idealtypisch geführter Unternehmen am Kapitalmarkt

Dieses Kapitel ist durch zwei wesentliche Schwerpunkte gekennzeichnet. In erster Linie soll es belegen, dass ein Unternehmen unter idealtypischer Führung bezogen auf die Rendite eine bessere Performance erzielt als dasselbe unter einem Management, das vom Idealtypus abweicht. Ergänzend dazu gilt es in diesem Kapitel zu erforschen, ob ein Idealtypus imstande ist, eine Überrendite zum Markt zu erwirtschaften.

Zur Erkenntnisgewinnung werden die drei Unternehmen Henkel AG & Co. KGaA, L'Oréal SA und Lloyds Banking Group unter der jeweiligen idealtypischen Führung von Kasper Rorsted, Jean Paul Agon und António Hort-Osório analysiert und die von den Gesellschaften erzielten Renditen mit den Zeiträumen vor oder nach dem Eintritt bzw. Austritt der genannten Manager verglichen. Hinsichtlich der Frage, ob ein idealtypisches Management den Markt in dessen Performance übertreffen kann, werden die erzielten Unternehmensrenditen jenen des Aktienindex STOXX Europe 600 gegenübergestellt und ebenfalls in den Zeiträumen unter bzw. ohne idealtypische Führung geprüft.

Der Aufbau des Kapitels gliedert sich in drei Unterkapitel, wobei das Erste im Sinne eines besseren Verständnisses des Lesers und der Leserin die ausgewählten Unternehmen und deren idealtypische Manager vorstellt. Das zweite Unterkapitel befasst sich anschließend mit der Aufbereitung, Testung und Interpretation der Auswertung der Kapitalmarktdaten. Am Ende des vierten Kapitels werden die erzielten Forschungsergebnisse zusammengefasst und als Einflussgröße für zukünftige Bewertungen von Mittelstandbetrieben übergeleitet.

### 4.1 Untersuchungsobjekte

Die zu untersuchenden Unternehmen wurden allesamt aus dem Pool der analysierten Unternehmen in der Studie von JENSEN, POTOČNIK und CHAUDHRY<sup>167</sup> nach dem Zufallsprinzip ausgewählt. Sowohl Henkel AG & Co. KGaA als auch L'Oréal SA und die Lloyds Banking Group sind an einer europäischen Börse notiert und sind zum Zeitpunkt der Verfassung der Masterarbeit Teil des Aktienindex STOXX Europe 600, der die 600 größten börsennotierten Unternehmen Europas umfasst.<sup>168</sup> In den folgenden Unterabschnitten werden die Porträts der idealtypischen Manager Rorsted, Agon und Hort-Osório unter der besonderen Bedachtnahme ihrer Ausprägungen der Einflussfaktoren Alter, Intellektuelles Kapital, Rollen im Unternehmen und Gehaltsvergütung beschrieben. Zur Bestimmung der Führungsverhalten der Manager wird auf die CEO-Profile<sup>169</sup>, welche von JENSEN<sup>170</sup> erstellt wurden, zurückgegriffen. Die Unternehmen werden

---

<sup>167</sup> Vgl. JENSEN/ POTOČNIK/ CHAUDHRY (2020), S. 836 – 845.

<sup>168</sup> Vgl. STOXX® Europe 600 - QontigoStoxx (2022), Onlinequelle [21.04.2022].

<sup>169</sup> siehe Anhang 2-4, S. 94. f.

<sup>170</sup> Vgl. JENSEN (2013/2014).

hinsichtlich des Tätigkeitsfelds während der Funktionsperioden der idealtypischen Manager als Vorstandsvorsitzende beschrieben.

#### 4.1.1 Henkel AG & Co. KGaA unter der Führung von Kasper Rorsted

Henkel AG & Co. KGaA wurde 1876 als deutscher Konsumgüterhersteller gegründet. Im Jahr 2008 wurde Kasper Rorsted zum neuen Vorstandsvorsitzenden ernannt. Zu dem damaligen Zeitpunkt arbeiteten rund 55.000 Personen für den Konzern, der in mehr als 125 Ländern weltweit seine Produkte in den drei Spezialbereichen Wasch-/Reinigungsmittel, Kosmetik/Körperpflege und Adhesive Technologies vertreibt.<sup>171</sup> Im Laufe der Funktionsperiode Rorsted wurden die Bereiche umbenannt in Laundry & Home Care, Beauty Care und Adhesive Technologies. Das Produktportfolio des Bereichs Laundry & Home Care umfasst sämtliche Waschmittelartikel und Reinigungsprodukte. Körper-, Haar-, Haut- und Mundpflegeprodukte fallen unter die Sparte Beauty Care. Der Unternehmensbereich Adhesive Technologies umfasst Lösungen mit Kleb- und Dichtstoffen und für Oberflächenbehandlungen im B2B und B2C Markt. Alle Teilbereiche des Henkel Konzerns werden operativ von der Henkel AG & Co. KGaA, welche auch die strategischen Ziele für diese festlegt, geführt.<sup>172</sup>

Im ersten Jahr als Vorstandsvorsitzender präsentierte Rorsted eine Unternehmensstrategie, welche auf den drei Schwerpunkten Ausschöpfung des Geschäftspotentials, Stärkung globaler Teams und einem stärkeren Kundenfokus beruhte. Geplant wurde die Strategie unter anderem mittels Produktportfolio-Optimierungen sowie einer hohen Innovationsrate und diversen Entwicklungsplänen für Mitarbeiter\*innen.<sup>173</sup> In der „Strategie 2016“ wurden die bereits hohen Finanzziele der Vorjahre nochmals auf ein höheres Niveau von 20 Mrd. Euro Umsatz, 10 Mrd. Euro Umsatz in Wachstumsmärkten und 10 % jährliches Wachstum des Ergebnisses je Vorzugsaktie adaptiert.<sup>174</sup>

Kasper Rørsted (verdeutscht Rorsted) kam am 24. Februar 1962 in Dänemark auf die Welt und wuchs in Aarhus mit zwei Brüdern auf. Sein Vater ist der international renommierte Wirtschaftsprofessor Bernd Rorsted, über seine Mutter sind keine Informationen bekannt. Rorsted selbst absolvierte ebenso ein Studium im Bereich Betriebswirtschaft und schloss dieses 1985 an der Copenhagen Business School (CBS) ab. Im Anschluss an sein Studium in Kopenhagen nahm er weiters an einem postgradualen Executive Programm an dem Eliteinstitut Harvard Business School teil.<sup>175</sup>

---

<sup>171</sup> Vgl. Henkel AG & Co. KGaA (2009), S.30.

<sup>172</sup> Vgl. Henkel AG & Co. KGaA (2016), S.57.

<sup>173</sup> Vgl. Henkel AG & Co. KGaA (2009), S.32.

<sup>174</sup> Vgl. Henkel AG & Co. KGaA (2016), S.58.

<sup>175</sup> Vgl. Munzinger-Archiv GmbH (2021).

Seine berufliche Laufbahn startete Rorsted 1986 in der IT-Industrie bei dem US-amerikanischen Hardwareunternehmen Digital Equipment Corporation. Nach acht Jahren wechselte er zu einer deutschen Niederlassung des Soft- und Hardwareherstellers Oracle Corporation. Im Jahr 1995 wechselte der dänische Manager erneut seine Position und ging weiter zu dem ebenfalls US-amerikanischen Computerhersteller Compaq Computer Corporation.<sup>176</sup> Nach der Übernahme von Compaq durch Hewlett Packard (HP) wird der Däne als Europachef eingesetzt, bei dem er die Leitung von 40.000 Mitarbeiter\*innen und die Verantwortung für 20 Mrd. Euro Umsatz übernahm.<sup>177</sup>

2005 wechselt Rorsted schließlich zu dem deutschen Konsumgüterhersteller Henkel AG & Co. KGaA (kurz Henkel), seit 14. April 2008 fungierte er dort als Vorstandsvorsitzender.<sup>178</sup> Zum Zeitpunkt des Amtsantrittes als CEO war Rorsted 46 Jahre alt. Nach elf Jahren Firmenzugehörigkeit zu der Henkel scheidet Kasper Rorsted am 30. April 2016 auf eigenen Wunsch aus dem Unternehmen als Vorstandsvorsitzender aus.<sup>179</sup>

Die Gesamtvergütung von Rorsted stellt sich aus einer erfolgsunabhängigen Festvergütung, kurz- und langfristigen variablen Vergütungskomponenten, Nebenleistungen (unter anderem Dienstfahrzeug), Long Term Incentives und Pensionsleistungen („Service Cost“) zusammen. Die Gesamtvergütungshöhe variiert aufgrund der unterschiedlichen Zielerreichungsgrade in den Jahren des Betrachtungszeitraumes, findet aber einen Höchststand im Jahr 2014 mit rund 7,5 Mio. Euro. Die fixe Grundvergütung erhöht sich im Jahr 2015 von 1,050 Mio. auf 1,20 Mio. Euro und beträgt im selben Jahr 16,7 % des Gesamteinkommens.<sup>180</sup>

Aus den veröffentlichten Geschäftsberichten der Henkel AG & Co. KGaA geht hervor, dass Rorsted's Gesamtvergütungsstrukturen zwar Aktien-Deferral-Pläne enthielten, allerdings finden sich keine Informationen darüber, dass die Anteile des Managers über 1 % der im Umlauf befindlichen Anteile betragen, daher ist von keinem wesentlichen Beteiligungseinfluss auszugehen.

Laut JENSEN<sup>181</sup> weist der Däne in allen vier Subformen des transformationalen Führungsverhalten eine hohe Übereinstimmung vor. Sein Führungsstil wird beschrieben als offen, einbindend und nahbar, was sich unter anderem darin äußert, dass er einen starken Fokus auf das Personal im Unternehmen legt. Rorsted pflegte in seiner Amtszeit als CEO von Henkel den regelmäßigen Austausch mit Mitarbeiter\*innen und besuchte 2013 rund 28 Standorte in 22 Ländern, wofür er teilweise seine eigenen Bedürfnisse in den Hintergrund stellt und sich wochenlang

---

<sup>176</sup> Vgl. Munzinger-Archiv GmbH (2021).

<sup>177</sup> Vgl. PRINT (2008).

<sup>178</sup> Vgl. Henkel AG & Co. KGaA (2009), S.11.

<sup>179</sup> Vgl. Henkel AG & Co. KGaA (2016), S.106.

<sup>180</sup> Vgl. Henkel AG & Co. KGaA (2016), S.45.

<sup>181</sup> Vgl. JENSEN (2013/2014).

auf Dienstreise begibt. Trotz seiner offenen Mentalität und hohem Interesse an Individuen, behält er stets eine gewisse Distanz und vermeidet Freundschaften zu Kolleg\*innen. Die am stärksten ausgeprägten Managementstile von Rorsted sind die inspirierende Motivation und intellektuelle Anregung.

Resümierend stellt Kasper Rorsted den Idealtypus einer Managerfigur beim Antritt als CEO von Henkel AG & Co. KGaA dar. Begründet ist diese Annahme durch sein Amtsantrittsalter von 46 Jahren, seiner betriebswirtschaftlichen Studien bzw. Executive Programmen an anerkannten Bildungsinstituten wie der Harvard Business School, seinem ausgeprägten transformationalen Führungsstil in allen Subformen, seiner Struktur und Höhe der Gesamtvergütung, sowie das Nicht-Vorliegen einer Managementbeteiligung. Hinzu kommen Erfahrungswerte in der IT-Branche, die den Einflussfaktor Intellektuelles Kapital nochmals weiter verstärken und ihm andere Sichtweisen auf Forschung und Entwicklung bietet.

#### 4.1.2 L'Oréal SA unter der Führung von Jean-Paul Agon

Das weltgrößte Kosmetikunternehmen L'Oréal SA wurde 1909 gegründet und ist seither in 150 Ländern der Welt tätig. Im Jahr 2020 umfasst der Konzern rund 35 verschiedene Marken in den Geschäftsbereichen Consumer Products, L'Oréal Luxe, Active Cosmetics und Professional Products. Mit rund 41,8 % und 36,4 % generieren die Businessunits Consumer Products und L'Oréal Luxe 2020 den größten Anteil des gesamten Konzernumsatzes von 27.992,1 Mio. Euro Umsatz.<sup>182</sup>

Für den Kosmetikhersteller steht besonders der Fortschritt und die Entwicklung neuer Innovationen im Vordergrund. 2020 gab der Konzern rund 964 Mio. Euro für Forschungsarbeiten aus und präsentierte unter anderem Technologien, die mithilfe von künstlicher Intelligenz personalisierte Kosmetikprodukte erzeugen und Diagnosen von Hautalterung feststellen können. Ein weiterer strategischer Schwerpunkt sieht L'Oréal SA in der Umsetzung einer nachhaltigen Unternehmensführung im Rahmen von ökologischen, sozialen und ethischen Aspekten.<sup>183</sup>

Jean-Paul Agon wurde am 6. Juli 1956 in der Nähe der französischen Hauptstadt Paris geboren. Während sein Vater als Führungskraft in einem Pharmaunternehmen tätig war, arbeitete seine Mutter als Architektin.<sup>184</sup> Nach seinem Abschluss eines Wirtschaftsstudiums an der anerkannten französischen HEC International Business School im Jahr 1978 wurde er mit nur 24 Jahren zum Leiter eines griechischen Tochterunternehmens von L'Oréal SA ernannt. 1985 kehrte er als General Manager von L'Oréal Paris nach Zentraleuropa zurück und führte vier Jahre später bereits eine strategische Neupositionierung der Luxusmarke Biotherm durch. Nach weiteren

---

<sup>182</sup> Vgl. L'Oréal (2021), S. 12 – 16.

<sup>183</sup> Vgl. L'Oréal (2021), S. 12 – 24.

<sup>184</sup> Vgl. Munzinger-Archiv GmbH (2018).

Leitungspositionen bei Tochtergesellschaften in Deutschland und den USA ernannte der Verwaltungsrat im Jahr 2006 Jean-Paul Agon zum fünften CEO des Kosmetikherstellers. Agon folgte der damaligen Vorstandsvorsitzenden Lindsay Owen-Jones nach und trat am 30. April 2021 nach 15 Jahren Funktionsperiode als CEO und 42 Jahren Firmenzugehörigkeit in den Ruhestand. Er bekleidet seitdem das Amt des Präsidenten des Verwaltungsrates von L'Oréal SA.<sup>185</sup>

Für den französischen Manager wurde von JENSEN<sup>186</sup> eine besonders starke Ausprägung des Führungsstils der inspirierenden Motivation festgestellt. Agon wird als ein energiegeladener Manager mit großen Visionen beschrieben, der Menschen instinktiv mitzieht und für sein sympathisches, unkompliziertes Wesen bewundert wird. Wie auch Rorsted setzte sich der CEO von L'Oréal umfassend für das Wohlergehen seines Personals ein. Dadurch, dass er selbst in vielen Bereichen des Unternehmens mitgearbeitet hat, bringt er ein besonderes Verständnis und Wertschätzung für Kolleg\*innen mit und scheut nicht davor zurück, selbst im operativen Bereich mitzuarbeiten. Ferner ist es für Agon wichtig, den Menschen, die für das Unternehmen arbeiten, eine Arbeitswelt zu schaffen, die es ihnen erlaubt, ein erfülltes Berufs- und Privatleben zu führen.

Die Gehaltsvergütungsstruktur von Agon setzt sich ebenso aus einer fixen und variablen Komponente zusammen. Die angestrebte Struktur der Gehaltsvergütung setzt sich bei L'Oréal SA aus 25 % fixen Grundvergütung und 75 % performanceabhängigen Leistungsbestandteilen zusammen. Von 2008 bis 2013 bezog der Manager eine Grundvergütung von rund 2,1 Mio. Euro,<sup>187</sup> in den darauffolgenden Jahren bis zu seinem Pensionsantritt erhöhte sich diese auf 2,2 Mio. Euro. Zwei-Drittel der erfolgsabhängigen Vergütung wird in Form von Unternehmensanteilen ausgeschüttet, die restlichen 25 % der Gesamtvergütung als erfolgsabhängiger Bonus, der unter anderem auf die Erreichung oder Einhaltung von Budgetzielen, die Entwicklung des Marktwertes des Unternehmens im Vergleich zur Konkurrenz und festgelegten Nachhaltigkeitszielen geknüpft ist. 2020 verzichtete Jean-Paul Agon aufgrund der Covid-Krise bzw. aus Solidarität auf einen Großteil seiner variablen Vergütungsansprüche und bezog ein Gesamteinkommen von 3,1 Mio. Euro. Im Vorjahr erhielt er ein Gesamteinkommen von 9,8 Mio. Euro, wobei die fixe Grundvergütung einem Anteil von 22,5 % entsprach.<sup>188</sup> Es finden sich keine Informationen darüber, dass der Besitzanteil von Jean-Paul Agon über 1 % der sich in Umlauf befindenden Anteile beträgt.

Hinsichtlich der Erfüllung der Ausprägungen der idealtypischen Managerfigur lässt sich feststellen, dass Jean-Paul Agon zwar zu seinem Antritt als Vorstandsvorsitzender von L'Oréal SA in die idealtypische mittlere Altersgruppe fällt, ein Wirtschaftsstudium an einer der besten Management-Universitäten absolvierte und seine fixe Vergütungskomponente die Maximalgrenze von

---

<sup>185</sup> Vgl. Jean-Paul Agon European Round Table for Industry (2021), Onlinequelle [10.04.2022].

<sup>186</sup> Vgl. JENSEN (2013/2014).

<sup>187</sup> Vgl. L'Oréal (2014).

<sup>188</sup> Vgl. L'Oréal (2021), S. 91 – 111.

30 % des Gesamteinkommens nicht überschreitet. Weiters weist er keine CEO Dualität auf und hat ein ausgeprägtes transformationales Führungsverhalten mit einem Schwerpunkt auf das Wohlergehen des Personals. Seine lange Funktionsperiode als CEO des Konzerns bestärkt die Annahme, dass er den Idealtypus eines Managements vertrat.

#### 4.1.3 Lloyds Banking Group unter der Führung von António Horta-Osório

Beginnend mit der Gründung der Bank of Scotland im Jahr 1695, blickt die Lloyds Banking Group auf mehr als 300 Jahre Geschichte zurück. Einen wesentlichen Meilenstein setzte die Gruppe 1995 mit der Verschmelzung der zwei Unternehmen Lloyds Bank und TSB zu der neuen Lloyds TSB. 2001 verbanden sich die Halifax plc und die Bank of Scotland zu dem damals fünftgrößten Finanzdienstleister des englischen Königreichs HBOS plc, der allerdings 2008 im Zuge der weltweiten Bankenkrise in finanzielle Schwierigkeiten geriet. Angesichts dessen übernahm im Januar 2009 die Lloyds TSB den Finanzdienstleister und gründete mit ihm zusammen die heutige Lloyds Banking Group.<sup>189</sup>

Die Lloyds Banking Group war fortan der größte britische Finanzdienstleister für über 25 Millionen private und kommerzielle Kunden. Im Produktportfolio der Lloyds Banking Group befinden sich sowohl klassische Langzeit-Assetklassen als auch Versicherungsdienstleistungen und sonstige Produkte des Privat- und Firmenkundengeschäfts. Derzeit werden die Anteile des FTSE 100 Unternehmens an den Börsenplätzen von London und New York notiert.<sup>190</sup>

António Horta-Osório ist am 28. Jan 1964 als erstes Kind seiner Eltern in der portugiesischen Hauptstadt Lissabon geboren. Der Vater war als Rechtsanwalt tätig, über seine Mutter sind keine näheren Informationen bekannt.<sup>191</sup> Horta-Osório begann seine außerordentliche akademische Laufbahn an der Universidade Católica Portuguesa mit einem Managementstudium, das er 1987 mit nur 23 Jahren abschloss. Im Anschluss auf sein portugiesisches Studium erweiterte er seine Kenntnisse durch ein MBA Studium an der renommierten INSEAD Hochschule in Frankreich und schloss dieses nur vier Jahre später als Jahrgangsbester mit dem Henry Ford Award ab. Vollendet hat der Portugiese seine akademische Laufbahn mit dem Abschluss des Advanced Management Programms an der Harvard Business School.<sup>192</sup>

Die Karriere von Horta-Osório begann nach seinem ersten Studienabschluss bei der Citibank Portugal, bei der er bis zum Kapitalmarktvorstand aufstieg. Nach dem Abschluss seines französischen MBA wechselte der Portugiese zu der weltweit tätigen Investmentbank Goldman Sachs und arbeitete fortan in New York und London. Nur zwei Jahre später begann er mit der

---

<sup>189</sup> Vgl. Lloyds Banking Group Timeline Lloyds Banking Group (2022), Onlinequelle [10.04.2022].

<sup>190</sup> Vgl. Lloyds Banking Group (2021).

<sup>191</sup> Vgl. Munzinger-Archiv GmbH (2022).

<sup>192</sup> Vgl. Munzinger-Archiv GmbH (2022).

Übernahme des Postens des CEO bei der Banco Santander de Negocios Portugal seine Karriere bei der spanischen Bank Santander und agierte dort unter anderem auch als CEO der Banco Santander Brasilien. In den darauffolgenden Jahren stieg er weiter bis zum Executive Vice Präsident der Santander Gruppe auf und war dort bis zum Wechsel in den Vorstand der Lloyds Banking Group im Januar 2011 tätig. Den Vorstandsvorsitz übernahm er am 01. März 2011.<sup>193</sup>

Im Gegensatz zu Rorsted und Agon ist der Führungsstil von Horta-Osório im Sinne der transformationalen Managementstile weniger stark ausgeprägt. Hinsichtlich der Suberschei-nungsform inspirierende Motivation erreicht dieser nach dem erstellten Profil von JENSEN<sup>194</sup> nur zwei von vier Punkten. Der Portugiese wird als sehr ambitioniert beschrieben, der die Lloyds Banking Group zur erfolgreichsten Bank von Großbritannien führen wollte. Allerdings konzentrierte er sich überwiegend auf das Tagesgeschäft und arbeitete üblicherweise 18 Stunden jeden Tag in der Woche, was schlussendlich zu psychischen Problemen bei ihm führte. Nach einer mehrwöchigen Auszeit strukturierte er seinen Managementstil um und setzte sich für psychische Gesundheit am Arbeitsplatz ein. Als das am stärksten ausgeprägte, transformationale Führungsverhalten stellt für Horta-Osório die charismatische Vorbildfunktion dar. Bereits in seiner Studienzeit bewies er großen Ehrgeiz und Drang nach Erfolg, der für seine Mitmenschen ansteckend ist. Überdies erfüllt er keine klassischen Stereotypen eines Bankers und genießt eine hohe Loyalität seines Personals.

Zu Beginn seiner Karriere bei der Lloyds Banking Group im Jahr 2011 bezieht der Portugiese eine fixe Grundvergütung von 1.061 T Pfund (entspricht etwa 1.270 T Euro) pro Jahr. Die erfolgsabhängige variable Vergütung richtet sich bei der britischen Bankengruppe nach dem erwirtschafteten Ergebnis vor Steuern und wirtschaftlichen Gewinn, der Leistungserbringung des Geschäftsbereiches, der Führungskraft und der Erreichung von festgelegten individuellen Zielen der Managerfigur. Als Obergrenze für den jährlichen Incentive Plan ist für den CEO eine Marke von 225 % der Grundvergütung festgelegt. Aufgrund des wirtschaftlich schwierigen Jahres 2011 verzichtete António Horta-Osório freiwillig auf etwaige Bonusansprüche in diesem Jahr. Des Weiteren sind Long-Term Incentives und Pensionsleistungen weitere Bestandteile des Gehaltsvergütungssystem für Vorstandsmitglieder. 2011 erhielt Horta-Osório aufgrund seiner Ernennung zum Vorstandsvorsitzenden 420 % seiner Fixvergütung zusätzlich als LTI, allerdings stellt dies eine einmalige Ausnahme in der Betragshöhe dar.<sup>195</sup>

Das höchste jährliche Einkommen erzielte der Portugiese im Jahr 2014 mit einer Gesamthöhe von 11.544 T Pfund, wovon nur 9,2 % auf seinen Fixbestandteil der Gesamtvergütung

---

<sup>193</sup> Vgl. Lloyds Banking Group S.173.

<sup>194</sup> Vgl. JENSEN (2013/2014).

<sup>195</sup> Vgl. Lloyds Banking Group S. 192 – 197.

entfallen.<sup>196</sup> Im Gegensatz zu dem Gehaltsvergütungssystem von Kasper Rorsted, steigt die fixe Grundvergütung von Horta-Osório jährlich um 2 % an und erreicht im Jahr 2020, dem letzten Kalenderjahr, in dem der Manager voll tätig war, einen Gesamtbetrag von 1.295 T Pfund. Jedoch wirkt sich die Coronakrise auch auf die Zielerreichung des Managers negativ aus, weshalb dieser nur ein Gesamteinkommen von 3.440 T Pfund bezieht, wovon seine Fixvergütung einem Anteil von 37,6 % entspricht, was den idealtypischen Richtwert von max. 30 % übersteigt.<sup>197</sup>

Am 30. April 2021 tritt Horta-Osório als Vorstandsvorsitzender der britischen Bankengruppe zurück und übergibt an seinen Nachfolger, den britischen Bankier Charlie Nunn. Horta-Osório blickt bei seinem Rücktritt auf zehn erfolgreiche Jahre als Group Chief Executive zurück. In seinem ersten Jahr bei der Lloyds Banking Group verkündete er die erste „Group Strategic Review“, die klar das Ziel verfolgte, sich in eine kundenorientierte, einfachere und risikoarme Bankengruppe zu entwickeln, die vordergründig die britische Binnenwirtschaft mit dessen Handelsunternehmen im Fokus hat. Ergänzend dazu wurde 2014 die Group Strategic Review 2 und 2017 die Group Strategic Review 3 gelauncht. Umgesetzt hat er die Ziele der Strategiewerke unter anderem, indem er die Präsenz der Bankengruppe von 30 Ländern zu Beginn seiner Karriere auf sechs reduziert hat, die Zufriedenheit der Kunden steigerte und sich für mentale Gesundheit am Arbeitsplatz mit rund 13 Mio. Pfund eingesetzt hat. Weiters setzte er als erstes FTSE 100 Unternehmen das Ziel, den Anteil von ethnischen Minderheiten und Genderdiversität im Personalbestand zu erhöhen.<sup>198</sup>

Zusammenfassend erfüllt António Horta-Osório alle idealtypischen Ausprägungen eines Managements. Zu seinem Amtsantritt als Vorstandsvorsitzender der Lloyds Banking Group war er 47 Jahre alt und stellte bereits bei seinen Hochschulabschlüssen an mehr als einer Eliteeinrichtung seine außerordentlichen geistigen Fähigkeiten unter Beweis. Seine Managementleistungen wurden im Jahr 2011 mit einem fixen Grundgehalt von 1.019 T Pfund vergütet, was 57,7 % des Gesamteinkommens entspricht. Dies stellt zwar eine wesentliche Abweichung zum Idealtypus dar, jedoch schwankte der Fixbestandteil seines Einkommens über die Jahre in einem hohen Ausmaß und erreichte einen Tiefpunkt 2014 mit lediglich 9,2 % vom Gesamteinkommen. Weiters verfolgte er wie Rorsted und Agon nachweislich Subtypen des transformationalen Führungsstils, insbesondere charismatische und erfolgsorientierte geprägte Stile und hält keine wesentliche Beteiligung an der Lloyds Banking Group.

---

<sup>196</sup> Vgl. Lloyds Banking Group S.92.

<sup>197</sup> Vgl. Lloyds Banking Group (2021), S.120.

<sup>198</sup> Vgl. Lloyds Banking Group (2021), S.11.

## 4.2 Auswertung der erzielten Renditen unter idealtypischer Führung

Als Teilleistung der Kooperation stellt PwC alle notwendigen Kapitalmarktdaten für die Auswertung zur Verfügung. Diese beinhalten sowohl die Kursdaten der drei ausgewählten Unternehmen Henkel AG & Co. KGaA, L' Oreal SA und Lloyds Banking Group als auch die des Aktienindex STOXX 600 Europe, der repräsentativ für den Marktvergleich genutzt wird. Analysiert werden die diskreten Renditen zum jeweiligen Monatsletzten beginnend am 28.02.2002 bis zum 31.03.2022. Die Renditedifferenz errechnet sich aus dem Unterschiedsbetrag zwischen der Rendite der Unternehmen und die des Aktienindex, wobei ein positiver Betrag für eine bessere Performance des Unternehmens im Vergleich zu dem Markt steht. Für jedes der Unternehmen erfolgt eine individuelle Auswahl der zu testenden Perioden, die im nachstehenden Abschnitt im Detail beschrieben werden.

### 4.2.1 Datenauswahl und Bereinigung von Ausreißer

Da der Kooperationspartner die Kursdaten und keine bereits berechneten Renditen der drei festgelegten Unternehmen bzw. des Aktienindex STOXX 600 Europe zur Verfügung stellt, wird im ersten Schritt der Datenauswahl die Renditen bzw. die Renditedifferenzen berechnet. Zu diesem Zwecke werden die folgenden Formeln angewandt:

$$R_{u,t} = \left( \frac{K_{u,t}}{K_{u,t-1}} \right) - 1$$

$K_{u,t}$ .....Schlusskurs der Unternehmensaktie u in der Periode t

$K_{u,t-1}$ .....Schlusskurs der Unternehmensaktie u in der Periode t -1

**Formel 8:** Berechnung monatliche Unternehmensrendite,  
Quelle: EHRHARDT/KOERSTEIN (2001), S. 449 (leicht modifiziert)

$$R_{i,t} = \left( \frac{K_{i,t}}{K_{i,t-1}} \right) - 1$$

$K_{i,t}$ .....Schlusskurs des Aktienindex i in der Periode t

$K_{i,t-1}$ .....Schlusskurs des Aktienindex i in der Periode t -1

**Formel 9:** Berechnung monatliche Rendite des Aktienindex STOXX600 Europe,  
Quelle: EHRHARDT, KOERSTEIN (2001), S. 449 (leicht modifiziert)

$$RD_t = R_{u,t} - R_{i,t}$$

$R_{u,t}$  .....monatliche Rendite des Unternehmens u

$R_{i,t}$  .....monatliche Rendite des Aktienindex i

**Formel 10:** Berechnung monatliche Renditedifferenz zwischen Unternehmen und dem Aktienindex,  
Quelle: Eigene Darstellung

Ausgehend von den unterschiedlichen Funktionsperioden der vorgestellten idealtypischen Manager und ihren unterschiedlichen Startzeitpunkten, ist es nicht möglich, ein einheitliches Testzeitfenster für alle Unternehmen festzulegen. Vor der Festlegung der Zeiträume werden die Datenmengen noch um ihre Ausreißer bereinigt. Dabei erfolgt die Identifizierung der Ausreißer über das Box-Whisker Plot Diagramm. Zur Darstellung des Diagramms muss der Median, das erste und dritte Quartil bestimmt werden. Anschließend wird der Interquartilsabstand als Differenz zwischen dem dritten Quartil und dem ersten Quartil bestimmt. Der Interquartilsabstand wird in weiterer Folge mit dem Betrag 1,5 multipliziert und zur Ermittlung der unteren Ausreißer-Grenze von erstem Quartil betragsmäßig subtrahiert. Zur Bestimmung der oberen Ausreißer-Grenze wird zu dem dritten Quartil der 1,5-fache Interquartilsabstand addiert.<sup>199</sup>

Für die Zwecke der Masterarbeit erfolgt die Berechnung der statistischen Größen mithilfe des Tabellenkalkulationsprogramm MS-Excel. Die obere bzw. untere Ausreißer-Grenze wird für jedes Unternehmen separat bestimmt und bezieht sich aufgrund der späteren Testung der Renditedifferenz zwischen dem jeweiligen Unternehmen und des Aktienindexes STOXX 600 Europe auf die Ergebnisspalte der Subtraktion dieser. Konkret wurde für das Unternehmen Henkel AG & Co. KGaA eine untere Ausreißer-Grenze von -11,39 % und obere Grenze von 8,59 %, für L'Oréal SA die Untergrenze von -10,72 % und Obergrenze von 8,41 % errechnet bzw. für die Lloyds Banking Group als Untergrenze -17,73 % und als Obergrenze der Wert 11,30 % bestimmt.

Folglich schließen sich für Henkel AG & Co. KGaA die Renditedaten der folgenden Perioden aus:

- 31.03.2022
- 31.03.2021
- 31.01.2019
- 30.06.2016
- 31.03.2012
- 30.11.2010
- 31.01.2010
- 31.12.2009
- 31.10.2009
- 30.04.2009
- 31.03.2009
- 31.05.2008
- 30.11.2007
- 30.11.2005

<sup>199</sup> Vgl. ZHANG/ LI/ CUI (2017), S.4.

Für die L'Oréal werden die Perioden

- 31.03.2020
- 31.01.2016
- 30.04.2013
- 31.01.2009
- 30.11.2008
- 30.09.2008
- 30.04.2008
- 30.11.2007
- 28.02.2006
- 31.12.2002
- 30.09.2002
- 30.06.2002

aus der weiteren Testung ausgegrenzt und bei der Lloyds Banking Group wird die Datenmenge um die nachstehenden Perioden bereinigt.

- 31.01.2022
- 28.02.2021
- 30.11.2020
- 31.10.2020
- 31.03.2020
- 30.06.2016
- 31.05.2015
- 31.05.2013
- 30.11.2012
- 30.09.2012
- 30.06.2012
- 31.01.2012
- 30.11.2011
- 30.09.2011
- 31.07.2010
- 31.03.2010
- 30.11.2009
- 31.08.2009
- 31.07.2009
- 31.05.2009
- 30.04.2009
- 31.03.2009
- 28.02.2009
- 31.01.2009
- 31.12.2008
- 30.04.2003
- 31.07.2002
- 30.04.2002

Im Zuge der Datenbereinigung wird festgestellt, dass erwartungsgemäß in Krisenzeiten, z.B. Finanzkrise 2008 oder der weltweite Ausbruch der Coronapandemie, die höchste Anzahl an Ausreißer aufscheinen. Besonders bei der Lloyds Banking Group liegen 75 % der Beobachtungen des Jahres 2009 außerhalb des definierten Grenzbereichs für Datenpunkte.

Bei der Henkel AG & Co. KGaA trat der idealtypische Manager Kasper Rorsted offiziell am 14. April 2008 das Amt des Vorstandsvorsitzenden an und beendete seine Funktionsperiode am 30. April 2016.<sup>200</sup> Da seit seinem Austritt bereits mehrere Jahre vergangen sind und von einer ausreichend großen Stichprobe ausgegangen wird, werden die maximale Anzahl von Perioden nach seinem Austritt mit der gleichen Anzahl derer am Ende seiner Funktionszeit analysiert. Dies bedeutet, dass unter der Berücksichtigung der bestimmten Ausreißer für die Henkel AG & Co. KGaA ein Testzeitraum beginnend mit dem 01. August 2010 bis zum 28. Februar 2022 festgelegt wird, wobei die ersten 67 Perioden bis zum 30. April 2016 unter der idealtypischen Führung stehen. Insgesamt umfasst der Testzeitraum 134 Perioden bzw. Monate.

Aufgrund dessen, dass im Falle der L'Oréal SA erst 11 Monate seit dem Austritt von Jean-Paul Agon vergangen sind, wird entschieden den maximalen Zeitraum vom 28. Februar 2002 bis zu seiner Übernahme des Vorstandsvorsitzes Ende April 2006<sup>201</sup> mit den ersten 47 Monaten

---

<sup>200</sup> Vgl. Kapitel 4.1.1.

<sup>201</sup> Vgl. Kapitel 4.1.2.

seiner Funktionsperiode als CEO zu vergleichen. Somit bestimmt sich für L'Oréal SA ein Testzeitraum beginnend am 28. Februar 2002 bis einschließlich dem 31. August 2010 mit insgesamt 94 Beobachtungspunkten.

Bei der Lloyds Banking Group wird nach dem gleichen Schema wie bei der L'Oréal SA vorgegangen und die Zeit vor bzw. mit idealtypischer Führung analysiert. Hierfür wird der längste Zeitraum, der rund 190 Perioden umfasst, für die nachstehende Auswertung festgelegt. Der Zeitraum spaltet sich dabei in die erste Phase vor der Funktionsperiode von Horta-Osório, beginnend am 28. Februar 2002 und endend nach 95 Monaten. Die zweite Phase unter idealtypischer Führung beginnt anschließend darauf am 01. März 2011 und endet am 31. Oktober 2019. Horta-Osório bleibt über diesen Zeitraum hinaus noch 18 Monate als CEO der Bankengruppe tätig, allerdings fehlt ein ausreichend langer Zeitraum nach seinem Austritt, um dessen Auswirkungen zu untersuchen.

#### 4.2.2 Hypothesenbildung und Auswahl des Testverfahrens

Nach der Festsetzung der Testzeiträume der drei Untersuchungsobjekte werden die folgenden Hypothesen gebildet und auf ihre Anwendbarkeit hinsichtlich der einzelnen Unternehmen bzw. Manager mittels statistischen Testverfahrens geprüft. Abgeleitet aus den Erkenntnissen der Literaturrecherche in Kapitel 3 wird die Annahme getroffen, dass ein Management, welches idealtypische Ausprägungen aufweist, eine bessere Unternehmensleistung erbringt als ein Management, das dem Idealtypus abweicht. Unter einer besseren Unternehmensleistung werden die folgenden Aspekte verstanden:

- Das idealtypische Management erzielt eine Unternehmensrendite, die signifikant positiv von der Marktrendite abweicht.
- Das idealtypische Management erzielt eine höhere Unternehmensrendite als ein dem Idealtypus abweichendes Management.

In diesem Zusammenhang wird vermutet, dass:

Hypothese 1: die Unternehmen im Zeitvergleich unter der Führung der Idealtypen eine abweichende Renditedifferenz zum Markt erzielen als vor bzw. nach der idealtypischen Führung.

Hypothese 2: die identifizierten idealtypischen Manager zu ihrem Vorgänger\*innen bzw. Nachfolger\*innen eine abweichende durchschnittliche Unternehmensrendite erzielen.

Rechnerisch werden die zwei Hypothesen bzw. deren dazugehörigen Nullhypothesen folgendermaßen ausgedrückt:

$$H1_0 : \mu(RD_x) = \mu(RD_y)$$

$$H1_1 : \mu(RD_x) \neq \mu(RD_y)$$

$$H2_0 : \mu(R_{c,x}) = \mu(R_{c,y})$$

$$H2_1 : \mu(R_{c,x}) \neq \mu(R_{c,y})$$

$\mu(R_c)$  .....Mittelwert der Unternehmensrendite des Beobachtungszeitraums

$\mu(R_i)$  .....Mittelwert der Aktienindexrendite des Beobachtungszeitraums

$\mu(RD_x)$  .....Mittelwert der Renditedifferenz unter idealtypischer Unternehmensführung

$\mu(RD_y)$  .....Mittelwert der Renditedifferenz ohne idealtypische Unternehmensführung

$\mu(R_{c,x})$  .....Mittelwert der Unternehmensrendite unter idealtypischer Unternehmensführung

$\mu(R_{c,y})$  .....Mittelwert der Unternehmensrendite ohne idealtypische Unternehmensführung

**Formel 10:** Hypothesen zur Entwicklung der Unternehmensentwicklung  
Quelle: eigene Darstellung

Zur Überprüfung der Hypothesen werden mehrere t-Testungen bei abhängigen Stichproben (siehe Formel 11) auf Basis der festgelegten Datenauswahl durchgeführt. Die Auswahl dieses Testverfahrens ist mit der Annahme begründet, dass die Unternehmen im Zeitvergleich einer Messwiederholung unterliegen und sich nur in der Unternehmensleitung unterscheiden. Des Weiteren wird angenommen, dass alle Entwicklungen der Unternehmen auf die Strategiewahl, Entscheidungen und Handlungen des Vorstandsvorsitzenden zurückzuführen sind.

Der t-Test bei abhängigen Stichproben setzt ferner nur eine Normalverteilung der Mittelwertdifferenz voraus.<sup>202</sup> Dieser Bedingung wird insofern Folge getragen, als dass Stichprobenumfänge von  $n \geq 30$  ausgewertet werden und es sich um Finanzmarktdaten handelt.<sup>203</sup> Auf weitere Testungen, ob es sich um normalverteilte Daten handelt, wird daher verzichtet.

---

<sup>202</sup> Vgl. KÄHLER (1997), S.235.

<sup>203</sup> Vgl. SIBBERTSEN/ LEHNE (2021), S.368.

$$t = \frac{\bar{X}_{diff}}{\hat{\sigma}_{diff}} * \sqrt{n}$$

$\bar{X}_{diff}$  .....Differenz der Mittelwerte der beiden Stichproben

$\hat{\sigma}_{diff}$  .....Streuung der Differenzen

n .....Anzahl der Messwerte

**Formel 11:** Berechnung t-Wert,  
Quelle: SCHÄFER (2016), S.210 (leicht modifiziert)

$$\hat{\sigma}_{diff} = \sqrt{\frac{\sum(x_{diff\ i} - \bar{x}_{diff})^2}{n - 1}}$$

$x_{diff\ i}$  .....Differenzwert i

$\bar{x}_{diff}$  .....Mittelwert aller Differenzwerte

n .....Anzahl der Messwerte

**Formel 12:** Berechnung der Streuung der Differenzen,  
Quelle: SCHÄFER (2016), S.147.

Nach den Vorschriften des zweiseitigen t-Testverfahren wird die definierte Nullhypothese in dem Falle abgelehnt, dass der errechnete t-Wert der abhängigen Stichproben dem kritischen t-Wert entspricht oder diesen übersteigt.<sup>204</sup> Die statistischen Verfahren werden allesamt in MS-Excel bei einem angenommenen Signifikanzniveau  $\alpha$  von 5 % ausgeführt. Der kritische t-Wert wird in der Abhängigkeit von dem gewählten Signifikanzniveau bzw. dem getesteten Stichprobenumfang berechnet und für die nachfolgende Interpretation in der T-Statistik von MS-Excel mitausgegeben. Die Effektgröße wird auf Basis der Ergebnisse der Signifikanztestungen durch die Formel 10 berechnet und dient zur Beurteilung der Stärke des Effekts nach Cohen:

$$d = \frac{t}{\sqrt{df}}$$

t .....t-Wert

df .....Freiheitsgrade

**Formel 13:** Berechnung Abstandsmaß d,  
Quelle SCHÄFER (2016) S. 214.

---

<sup>204</sup> Vgl. KOMLOS/ SÜSSMUTH (2010), S.52.

#### 4.2.3 Ergebnisinterpretation

Tabelle 4 zeigt nachstehend die Ergebnisse des durchgeführten t-Tests der Renditedifferenz zwischen der Henkel AG & Co. KGaA und dem Aktienindex STOXX 600 Europe. Bereits das Ergebnis der Berechnung des Mittelwertes zeigt, dass das Unternehmen unter der Leitung von Kasper Rorsted im Vergleich zum Markt besser performte als nach seinem Austritt. Während seiner Funktionsperiode als CEO erzielte er im Durchschnitt eine höhere Rendite von 0,761 %-Punkten im Vergleich zum Markt, wohingegen nach seinem Austritt das Unternehmen um 0,852 %-Punkte schlechter abschnitt als der Aktienindex. Dies bildet eine Spanne von rund 1,6 %-Punkte ab. Des Weiteren ergab der t-Test einen p-Wert von 0,54%, der deutlich unter den angenommenen Signifikanzniveau von 5 % liegt. Schlussfolgernd wird die Nullhypothese  $H_{10}$ , dass kein Unterschied zwischen den Vergleichszeiträumen mit und ohne idealtypische Führung besteht, verworfen und die aufgestellten Hypothesen 1 im Fall der Henkel AG & Co. KGaA mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit unter 5 % als bestätigt angesehen. Die kalkulierte Effektgröße  $d$  beträgt bei diesem t-Test 0,35, das heißt es besteht eine schwache bis mittlere Effektstärke bei der Abweichung der berechneten Mittelwerte.<sup>205</sup>

Zweistichproben t-Test bei abhängigen Stichproben (Paarvergleichstest)

Mittelwertvergleich Renditedifferenz zwischen Henkel AG & Co. KGaA und STOXX 600 Europe

	$RD_x$	$RD_y$
Mittelwert	0,007616408	-0,008519883
Varianz	0,001189002	0,001359367
Beobachtungen	67	67
Pearson Korrelation	0,174766543	
Hypothetische Differenz der Mittelwerte	0	
Freiheitsgrade (df)	66	
t-Statistik	2,879510862	
P( $T \leq t$ ) einseitig	0,002682253	
Kritischer t-Wert bei einseitigem t-Test	1,668270514	
P( $T \leq t$ ) zweiseitig	0,005364506	
Kritischer t-Wert bei zweiseitigem t-Test	1,996564419	

**Tabelle 4:** Ergebnis t-Test der Renditedifferenz zwischen Henkel AG & Co. KGaA und STOXX 600 Europe, Quelle: eigene Darstellung

Zur Überprüfung der Hypothese 2 im Falle der Henkel AG & Co. KGaA wird ein weiterer t-Test bei abhängigen Stichproben durchgeführt. Als erste Stichprobe wurden die 67 Renditebeobachtungen des Unternehmens unter der Führung von Kasper Rorsted verwendet, für die zweite Stichprobe die 67 berechneten Renditepunkte nach seinem Austritt am 30. April 2016. Bei der Betrachtung der Mittelwerte fällt auf, dass derjenige der Stichprobe unter idealtypischer Führung (Spalte  $R_{C,x}$ ) mit 1,3 % deutlich über dem Wert der Stichprobe nach Kasper Rorsted liegt. Es besteht ein Abstand von rund 1,75 %-Punkten. Der p-Wert der zweiseitigen Testung zeigt weiters an, dass ein signifikanter Unterschied zwischen den Mittelwerten der zwei Stichproben besteht,

<sup>205</sup> Vgl. SCHÄFER (2016), S.183.

da dieser mit dem Betrag von 2,64% unter dem festgelegten Signifikanzniveau  $\alpha$  liegt. Die Effektgröße ist mit dem Wert 0,28 als klein einzustufen.<sup>206</sup> Folglich wird die Nullhypothese  $H_{20}$  begründet verworfen und zusammenfassend festgestellt, dass die Henkel AG & Co. KGaA unter der Leitung des Idealtypus Rorsted besser performt halt als unter anderer Führung.

Zweistichproben t-Test bei abhängigen Stichproben (Paarvergleichstest)  
Mittelwertvergleich Rendite Henkel AG & Co. KGaA

	$R_{C,X}$	$R_{C,Y}$
Mittelwert	0,012970714	-0,004528925
Varianz	0,002684774	0,001747117
Beobachtungen	67	67
Pearson Korrelation	0,104785889	
Hypothetische Differenz der Mittelwerte	0	
Freiheitsgrade (df)	66	
t-Statistik	2,271087414	
P(T<=t) einseitig	0,013204987	
Kritischer t-Wert bei einseitigem t-Test	1,668270514	
P(T<=t) zweiseitig	0,026409973	
Kritischer t-Wert bei zweiseitigem t-Test	1,996564419	

**Tabelle 5:** Ergebnis t-Test der Rendite der Henkel AG & Co. KGaA unter und ohne idealtypische Führung,  
Quelle: eigene Darstellung

Bei der Überprüfung der Hypothese 1 in Bezug auf das Unternehmen L'Oréal SA werden die Ergebnisse der Tabelle 6 festgestellt. Unter der idealtypischen Führung zeigt das Unternehmen eine durchschnittlich positive Renditedifferenz von 0,54 % zum Aktienindex STOXX 600 Europe, vor der Führung von Jean-Paul Agon wurde ein negativer Mittelwert der Renditedifferenz von -1,33 % errechnet. Dies ergibt einen Differenzbetrag von 1,88 %-Punkten, der nicht auf den Standardfehler zurückgeführt werden kann, da sowohl der Betrag des t-Werts über dem kritischen t-Wert des zweiseitigen t-Tests als auch der zweiseitige p-Wert unter dem Signifikanzniveau  $\alpha$  liegt. Durch die vorliegenden Testergebnisse wird die Nullhypothese  $H_{10}$  verworfen und eine signifikante Differenz zwischen den Mittelwerten der Renditedifferenz in den zwei Stichproben identifiziert. Für das Abstandsmaß  $d$ , welches als Effektgröße herangezogen wird, wird ein Wert von 0,35 bestimmt, der wiederum als schwacher bis mittelstarker Effekt klassifiziert wird.<sup>207</sup>

<sup>206</sup> Vgl. SCHÄFER (2016), S.183.

<sup>207</sup> Vgl. SCHÄFER (2016), S.183.

Zweistichproben t-Test bei abhängigen Stichproben (Paarvergleichstest)  
Mittelwertvergleich Renditedifferenz zwischen L'Oréal und STOXX 600 Europe

	$RD_x$	$RD_y$
Mittelwert	0,005418003	-0,013346969
Varianz	0,001686877	0,001773182
Beobachtungen	47	47
Pearson Korrelation	0,160253236	
Hypothetische Differenz der Mittelwerte	0	
Freiheitsgrade (df)	46	
t-Statistik	2,386536203	
P(T<=t) einseitig	0,010588776	
Kritischer t-Wert bei einseitigem t-Test	1,678660414	
P(T<=t) zweiseitig	0,021177552	
Kritischer t-Wert bei zweiseitigem t-Test	2,012895599	

**Tabelle 6:** Ergebnis t-Test der Renditedifferenz zwischen der L'Oréal SA und STOXX 600 Europe,  
Quelle: eigene Darstellung

Im Gegensatz zu der Henkel AG & Co. KGaA zeigt sich bei L'Oréal SA zwar ein Differenzbetrag zwischen den Mittelwerten der Unternehmensrendite mit und ohne idealtypische Führung von Jean-Paul Agon, allerdings beläuft sich dieser auf eine niedrige Höhe von lediglich 0,78 %-Punkten. Da der Betrag der t-Statistik von 0,71 den kritischen t-Wert bei zweiseitigem t-Test von 2,01 nicht übersteigt und der p-Wert des zweiseitigen Tests deutlich über der definierten Signifikanzgrenze von 5 % liegt, ist es nicht möglich, die Nullhypothese  $H_0$  zu verwerfen. Das heißt, es besteht kein signifikanter Unterschied zwischen dem Mittelwert der Unternehmensrendite unter der Führung von Agon und dem Mittelwert der Unternehmensrendite unter der Führung seiner Vorgängerin. Des Weiteren liegt die Effektgröße  $d$  mit dem kalkulierten Betrag von 0,10 unter dem Schwellwert von 0,2 und kann nicht als kleiner Effekt klassifiziert werden.<sup>208</sup>

Zweistichproben t-Test bei abhängigen Stichproben (Paarvergleichstest)  
Mittelwertvergleich Rendite L'Oréal

	$R_{CX}$	$R_{CY}$
Mittelwert	0,005025726	-0,002737186
Varianz	0,003365417	0,003511972
Beobachtungen	47	47
Pearson Korrelation	0,1812738	
Hypothetische Differenz der Mittelwerte	0	
Freiheitsgrade (df)	46	
t-Statistik	0,709220911	
P(T<=t) einseitig	0,240883385	
Kritischer t-Wert bei einseitigem t-Test	1,678660414	
P(T<=t) zweiseitig	0,481766771	
Kritischer t-Wert bei zweiseitigem t-Test	2,012895599	

**Tabelle 7:** Ergebnis t-Test der Rendite der L'Oréal SA unter und ohne idealtypische Führung,  
Quelle: eigene Darstellung

<sup>208</sup> Vgl. SCHÄFER (2016), S.183.

Die t-Testung bei abhängigen Stichproben zeigt im Fall der Lloyds Banking Group ebenfalls signifikante Ergebnisse. Wie in Tabelle 8 dargestellt, besteht zwar für den gesamten Beobachtungszeitraum im Durchschnitt eine negative Renditedifferenz zum Aktienindex STOXX 600 Europe, jedoch liegt der Mittelwert der Renditedifferenz unter idealtypischer Führung über dem Niveau des Mittelwerts ohne idealtypische Führung. Der Unterschied zwischen den zwei Mittelwerten beträgt rund 1,68 %-Punkte und kann nicht auf den Standardfehler zurückgeführt werden. Dadurch, dass der Wert der t-Statistik über dem des kritischen t-Werts bei zweiseitigem t-Test liegt und der zweiseitige p-Wert über den kritischen 5 %  $\alpha$  – Niveau liegt, ist die Nullhypothese  $H_{10}$  widerlegt und die Annahme, dass das Unternehmen unter der Leitung von António Horta-Osório gemessen an der Renditedifferenz zum Markt besser performt hat als unter der Leitung seines Vorgängers. Allerdings übertrifft die Effektgröße  $d$  in der Höhe von 0,21, den Schwellenwert für die kleine Effektstärke nur in einem geringen Ausmaß.<sup>209</sup>

Zweistichproben t-Test bei abhängigen Stichproben (Paarvergleichstest)

Mittelwertvergleich Renditedifferenz zwischen Lloyds Banking Group und STOXX 600 Europe

	$RD_x$	$RD_y$
Mittelwert	-0,006150799	-0,022295373
Varianz	0,002934152	0,002835726
Beobachtungen	95	95
Pearson Korrelation	0,009523066	
Hypothetische Differenz der Mittelwerte	0	
Freiheitsgrade (df)	94	
t-Statistik	2,08152966	
P(T<=t) einseitig	0,020051875	
Kritischer t-Wert bei einseitigem t-Test	1,661225855	
P(T<=t) zweiseitig	0,04010375	
Kritischer t-Wert bei zweiseitigem t-Test	1,985523442	

**Tabelle 8:** Ergebnis t-Test der Renditedifferenz zwischen der Lloyds Banking Group und STOXX 600 Europe, Quelle: eigene Darstellung

Hinsichtlich der Betrachtung der Unternehmensrendite der Lloyds Banking Group stellt sich ein ähnliches Bild wie bei der t-Testung der Renditedifferenz dar. Obwohl der Mittelwert der Rendite unter idealtypischer Führung einen negativen Wert von 0,23 % aufweist, liegt dieser dennoch über dem Mittelwert der Unternehmensrenditen von -2,39 %, die die vorangegangenen Führungskraft von Horta-Osório erzielt hat. Der Vergleich des t-Werts mit dem kritischen Schwellwert von 1,99 deutet bereits darauf hin, dass der Unterschied der beiden ermittelten Werte signifikant ist. Der p-Wert des zweiseitigen t-Test, der mit 2,8% deutlich unter dem Signifikanzniveau liegt, liefert den letztendlichen Beleg, dass die Nullhypothese  $H_{20}$  für die Lloyds Banking Group verworfen werden kann und eine signifikant bessere Unternehmensperformance unter idealtypischem Management erzielt wurde. Der Effekt ist laut dem kalkulierten Ergebnis des Abstandsmaßes  $d$  von

<sup>209</sup> Vgl. SCHÄFER (2016), S.183.

0,23 zwar klein, allerdings ist der Effekt leicht stärker als der bei der t-Testung der Renditedifferenz.<sup>210</sup>

Zweistichproben t-Test bei abhängigen Stichproben (Paarvergleichstest)  
Mittelwertvergleich Rendite Lloyds Banking Group

	$R_{C,X}$	$R_{C,Y}$
Mittelwert	-0,002347812	-0,023864212
Varianz	0,004673483	0,005533002
Beobachtungen	95	95
Pearson Korrelation	0,135851146	
Hypothetische Differenz der Mittelwerte	0	
Freiheitsgrade (df)	94	
t-Statistik	2,232429775	
P(T<=t) einseitig	0,013980514	
Kritischer t-Wert bei einseitigem t-Test	1,661225855	
P(T<=t) zweiseitig	0,027961028	
Kritischer t-Wert bei zweiseitigem t-Test	1,985523442	

**Tabelle 9:** Ergebnis t-Test der Rendite der Lloyds Banking Group unter und ohne idealtypische Führung,  
Quelle: eigene Darstellung

Es wird zusammengefasst, dass bei jedem der drei ausgewählten Unternehmen eine signifikant bessere Differenz der Unternehmensrendite zur Rendite des Aktienindexes STOXX 600 Europe zu identifizieren ist. Des Weiteren wird bei der Henkel AG & Co. KGaA und der Lloyds Banking Group die Nullhypothese der Hypothese 2 verworfen und eine höhere Unternehmensrendite unter der Führung des idealtypischen Managers beobachtet. Davon abgeleitet wird die dritte Hauptforschungsfrage im Fall der Henkel AG & Co. KGaA und L'Oréal SA positiv beantwortet und weiter festgehalten, dass das Unternehmen, das von einer idealtypischen Managerfigur geleitet wird, einen höheren Differenzbetrag zwischen der Unternehmensrendite und der Marktrendite aufweist als dasselbe nicht idealtypisch geführte Unternehmen. Ergänzend dazu zeigen die Testergebnisse, dass unter einem idealtypischen Management eine höhere Unternehmensrendite erzielt wird.

### 4.3 Überleitung in Berechnungstool

Für die Berücksichtigung der Erkenntnisse aus dem vorangegangenen Unterkapitel werden die kalkulierten Differenzbeträge zwischen den idealtypischen Managern und deren Vorgänger\*innen bzw. Nachfolger\*innen komprimiert dargestellt. Im direkten Vergleich zeigt sich, dass die Steigerung unter den Idealtypen hinsichtlich der Renditedifferenz zum Markt in einer Spanne von lediglich 0,262 %-Punkten bewegt. Die Steigerung der Unternehmensrendite findet sich in einer größeren Spanne wieder, allerdings wird die der L'Oréal SA aufgrund der bestätigten Nullhypothese nicht weiter in die Berechnungen miteinbezogen.

<sup>210</sup> Vgl. SCHÄFER (2016), S.183.

Aufgrund dessen, dass alle drei vorgestellten Manager zur Gänze dem Idealtypus entsprechen, wird zur weiteren Ermittlung des Richtwertes für die Einflussgröße, die in zukünftigen Bewertungsverfahren berücksichtigt werden soll, die arithmetischen Mittelwerte der positiven Differenzbeträge errechnet.

[in % - Punkte]	Henkel	L'Oréal	Lloyds	Mittelwert	Median
Steigerung Renditedifferenz	1,750	1,876	1,614	1,747	1,750
Steigerung UN-Rendite	1,614	0,776	2,152	1,883	1,883

**Tabelle 10:** Ableitung der Einflussgröße des idealtypischen Managements,  
Quelle: eigene Darstellung

In weiterer Folge wird der Mittelwert der Steigerung des Renditedifferenzbetrages als zusätzliches Ergebnispotential der idealtypischen Führungskraft angenommen. Angesichts dessen, dass es sich bei den 1,747 %-Punkten um eine monatliche Renditedifferenz handelt, wird diese im ersten Schritt der weiteren Ableitung durch die folgende Berechnung annualisiert:

$$\delta_{p.a.} = (1 + 1,747\%)^{12} - 1 = 23,1\%$$

**Formel 14:** Berechnung des annualisierten Ergebnispotentials des Idealtypus,  
Quelle: eigene Darstellung

Da erwartet wird, dass bei zukünftig angeforderten Bewertungen das bestehende Führungspersonen der Unternehmen bereits eine Teilübereinstimmung zum Idealtypus vorweisen, wird ein Scoring-Modell konzeptioniert, welches sich auf die Ergebnisse bzw. Interpretationen des Beurteilungsbogen bezieht.

Jedem Einflussfaktor wird eine Gewichtung zugeschrieben, die gegebenenfalls zukünftig weiter adaptiert werden kann. Für die Zwecke der Masterarbeit wird eine gleichwertige Gewichtung aller Faktoren vorgenommen und kein Faktor im Speziellen priorisiert. Zur weiteren Bestimmung des Potentials zum Idealtypus, werden durch Verknüpfungen in MS-Excel auf Basis des Interpretationspanel automatisch Punkte vergeben, die die Übereinstimmung des zu beurteilenden Managements mit den idealtypischen Ausprägungen der Einflussfaktoren widerspiegelt. Die Abbildung 5 zeigt das Scoring-Panel mit beispielhaften Werten. Eine Punkteanzahl von vier steht für eine vollkommene Übereinstimmung mit dem Idealtypus, null Punkte werden für keine Übereinstimmungen mit dem Idealtypus vergeben.

Kriterium   Einflussfaktor	Gewichtung	Punkte	Ergebnis
Alter	20%	4	0,8
IC   Ausbildung	20%	1	0,2
Managementstil	20%	3	0,6
Beteiligung	20%	4	0,8
Gehaltsvergütungssystem	20%	2	0,4
Gesamt	100%	14	2,8
Übereinstimmung Idealtypus			70,0%
Potential zum Idealtypus			30,0%

**Abbildung 5:** Scoring-Panel mit Beispieldaten  
Quelle: eigene Darstellung

Übergeleitet vom Scoring Panel wird die %-Angabe des Potentials zum Idealtypus mit der annualisierten Mehrrendite des Idealtypus multipliziert und daraus die jährliche Mehrverzinsung auf das Kapital kalkuliert.

$$r_{Ideal} = \delta_{p.a.} * y$$

$\delta_{p.a.}$  .....annualisiertes Ergebnispotentials des Idealtypus

y .....Potential zum Idealtypus<sup>211</sup>

**Formel 15:** Berechnung der annualisierten Mehrrendite des Idealtypus,  
Quelle: eigene Darstellung

Im nächsten Schritt der Ableitung der Einflussgröße wird die Mehrverzinsung des Idealtypus unter der Berücksichtigung des Zines-Zinseffektes für die fünf Perioden der Detail- und Grobplanungsphase berechnet:

$$r_{Ideal,t} = (1 + r_{Ideal})^t - 1$$

$r_{Ideal}$  .....annualisierte Mehrrendite des Idealtypus

t .....Periode t

**Formel 16:** Berechnung des der annualisierten Mehrrendite des Idealtypus der Periode t,  
Quelle: eigene Darstellung

Nach der Berechnung der einzelnen jährlichen Mehrrenditen werden diese mit den periodenspezifischen gewogenen Kapitalkostensätzen zu dem festgelegten Bewertungsstichtag

<sup>211</sup> Der Wert wird aus dem Scoring-Panel entnommen.

diskontiert und zu der Einflussgröße des Managements aufsummiert. Mathematisch ausgedrückt wird dieser Vorgang folgendermaßen:

$$x = \sum_{t=1}^T \frac{(1 + r_{ideal})^t - 1}{(1 + wacc_t)^t}$$

$r_{ideal}$  .....annualisierte Mehrrendite des Idealtypus

t.....Periode t

T.....Anzahl der Detail- und Grobplanungsperioden

**Formel 17:** Berechnung des Einflussfaktors zur idealtypischen Managerfigur  
Quelle: eigene Darstellung

Die berechnete Größe des Einflussfaktors zur idealtypischen Managerfigur x wird abschließend genutzt, um den Aufschlagsbetrag zum ermittelten Marktwert des Eigenkapitals zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtages zu nutzen. Der Aufschlagsbetrag wird nach der Formel 18 berechnet und zu dem Marktwert des Eigenkapitals ohne Berücksichtigung von Ergebnispotentialen des\*der idealtypischen Managers\*Managerin hinzuaddiert.

$$EK_{MW,ideal} = EK_{MW} * (1 + x)$$

$EK_{MW}$  .....ermittelter Marktwert des Eigenkapitals

x.....Einflussfaktor der idealtypischen Managerfigur

**Formel 18:** Berechnung des Marktwertes des Eigenkapitals unter idealtypischer Führung,  
Quelle: eigene Darstellung

## 5 Berücksichtigung des Einflussfaktors „Management“ in der Bewertung

In diesem Kapitel wird die Bewertung des anonymisierten Unternehmens Z-GmbH zum einen unter der üblichen Berücksichtigung des Einflussfaktors Management und zum anderen unter der Bedachtnahme der Ausprägungsabweichungen der idealtypischen Managerfigur vorgenommen. Die beiden berechneten subjektiven Unternehmenswerte werden im Anschluss gegenübergestellt und evaluiert, ob eine Unterbewertung der Gesellschaft durch den konservativen Ansatz hervorgerufen wird.

Ausgehend von historischen Daten der Jahre 2019–2021 wird im ersten Schritt eine integrierte Planungsrechnung mit den Bestandteilen Plan-Bilanz<sup>212</sup>, Plan-Gewinn- und Verlustrechnung<sup>213</sup> sowie einer Plan-Kapitalflussrechnung<sup>214</sup> vorgenommen. Aus der integrierten Planungsrechnung wird in einem weiteren Schritt die FCFs abgeleitet, die zum späteren Zeitpunkt durch den hergeleiteten WACC-Satz zum Bewertungsstichtag 31. Dezember 2021 diskontiert werden. Zur Feststellung des Einflussfaktors „Management“ dient der eigens konzeptionierte Beurteilungsbogen, welcher von der geschäftsführenden Person ausgefüllt und retourniert wurde. Mithilfe des Beurteilungsbogens wird die Abweichung des Managements des Fallbeispiels von dem im Kapitel 3.2. festgelegten Idealtypus einer Führungskraft bewertet und als Anpassungsfaktor der zu diskontierenden freien Zahlflüsse in die Berechnung des Unternehmenswertes unter Bedachtnahme der Ausprägungsabweichungen zur idealtypischen Managerfigur miteinbezogen.

Zu Wahrung der Anonymität der Z-GmbH bzw. der geschäftsführenden Person wird darauf verzichtet, das Unternehmen im Detail vorzustellen und Informationen, die Rückschlüsse auf die Identität des Fallbeispiels oder das Management zulassen, anzuführen. Es wird jedoch zur Begründung der nachstehenden Planungsannahmen festgehalten, dass der Standort des Bewertungsobjektes in Österreich liegt und das Unternehmen die Kriterien der Europäischen Kommission zur Klassifizierung als Mittelstandsbetrieb erfüllt.<sup>215</sup> Die Gesellschaft agiert im internationalen metallverarbeitenden Sektor und beliefert unter anderem den Automotive-Cluster.

### 5.1 Datenauswahl und Festlegung der Bewertungsparameter

Für die nachstehende Bewertung der Z-GmbH müssen im Voraus die folgenden Punkte erarbeitet werden:

- Aufstellung einer integrierten Planungsrechnung,
- Bestimmung des gewichteten Kapitalkostensatzes

---

<sup>212</sup> siehe Anhang 10-11, S. 100 – 101.

<sup>213</sup> siehe Anhang 12, S. 102.

<sup>214</sup> siehe Anhang 13, S. 103.

<sup>215</sup> Vgl. Europäische Kommission (2015), S.11.

- Aufnahme der Ausprägungsmerkmale des Einflussfaktors Management
- Interpretation bzw. Herleitung des Ergebnispotentials einer idealtypischen Managerfigur

Die folgenden Abschnitte erläutern die getroffenen Planungs- und Bewertungsannahmen in erweiterter Tiefe. Positionen der Plan-Gewinn- und Verlustrechnung wurden zum einen aus den vorliegenden historischen Daten abgeleitet und zum anderen durch Annahmen festgelegt. Zur Plausibilisierung der angenommenen Planpositionen wurden Intensivitäts- und Relationskennzahlen<sup>216</sup> berechnet und diese mit jenen der veröffentlichten IST-Werten der Jahresabschlüsse verglichen.<sup>217</sup>

Die Posten des Anlagevermögens wurden von der letzten Ist-Periode 2021 übernommen und mit der Annahme, dass alle Abschreibungsbeträge reinvestiert werden, für sämtliche Planperioden fortgeschrieben. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen wurden so budgetiert, dass die Forderungslaufzeiten der Planungsperioden der von 2019 in der Länge von 23 Tagen entsprechen. In der gleichen Vorgehensweise wurden die ausstehenden Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen in deren Betragshöhe gewählt, damit sich ein konstantes Zahlungsziel der Verbindlichkeiten von zehn Tagen entspricht. Die langfristigen Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten wurden ab der ersten Planungsperiode mit 750T Euro budgetiert und auf Grundlage der Annahme, dass die Tilgung der Verbindlichkeiten dem Wert der Neuaufnahme von Krediten entspricht, gleichbleibend für alle weiteren Planungsperioden festgelegt. Die Lagerdauer der Vorräte bzw. die Dauer des Geldumschlags verkürzt sich im Laufe der Planungsperiode stetig und erreicht in der Periode der ewigen Rente 142 Tage bzw. 155 Tage.

Für die Planung der Umsätze wird in der ersten Detailplanungsperiode ein Anfangswachstum von 5 % angenommen, welches sich im späteren Zeitverlauf linear auf 2 % verringert. Als Begründung für das hohe Anfangswachstum ist die Umsatzaufholung in den ersten Post-Covid Jahren zu nennen. Der budgetierte Personalaufwand richtet sich an dem der ersten Ist-Periode 2019 und erhöht sich jährlich, orientiert an den letztveröffentlichten Lohn- und Gehaltssteigerungen der Gewerkschaftsverhandlungen, um 3,55 %.<sup>218</sup> Der Gewinn- und Verlustrechnungsposten „Zinsen und ähnliche Aufwendungen“ berechnet sich anhand der angenommenen Fremdkapitalzinsen<sup>219</sup> und den budgetierten Bankverbindlichkeiten der Planungsperioden.

Keine Planungswerte wurden für die Positionen aktive bzw. passive Rechnungsabgrenzungsposten, aktive latente Steuern, Subventionen und Zuschüsse festgelegt.

---

<sup>216</sup> siehe Anhang 15, S. 104.

<sup>217</sup> Vgl. PUMMERER (2021), S. 189 – 208.

<sup>218</sup> Vgl. Metaller-KV: 3,55 Prozent mehr Lohn und Gehalt (2022), Onlinequelle [18.04.2022].

<sup>219</sup> Vgl. Zinssätze der Kreditinstitute - Oesterreichische Nationalbank (OeNB) (2022), Onlinequelle [21.04.2022].

### 5.1.1 Ermittlung des gemischten Kapitalkostensatz WACC

Der gemischte Kapitalkostensatz wird für die individuelle Periode der Detailplanungsphase und der ewigen Rente unter der Anwendung der Formel 2 bestimmt. Aufgrund der Formelbestandteile Eigen-, Fremd- und Gesamtkapital, die zu Marktwerten in die Berechnung des WACC einfließen, entsteht ein Zirkularitätsproblem, welches durch das Software gestützte Iterationsverfahren gelöst wird. Jeder periodenspezifischer Diskontierungssatz unterliegt den angenommenen Größen:

- risikoloser Basiszinssatz
- implizierte Marktrendite
- Marktrisikoprämie
- Erwarteter Fremdkapitalzins
- Betafaktor des unverschuldeten Unternehmens
- Betafaktor des Fremdkapitals
- Steuersatz

#### Risikoloser Basiszinssatz

Der risikolose Basiszinssatz wird unter der Bedachtnahme des Fachgutachtens KFS/BW 1 ermittelt. Dieses sieht vor, den risikolosen Basiszinssatz von der Zinsstrukturkurve einer adäquaten Kapitalmarktanlage mit ähnlicher Laufzeit zu dem Bewertungsobjekt abzuleiten.<sup>220</sup> In dem vorliegenden Bewertungsfall wird von dem unendlichen Fortbestehen des Unternehmens ausgegangen, jedoch existiert keine Kapitalmarktanlage mit ewiger Laufzeit, weshalb vereinfacht die Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode) der 30-jährigen deutschen Staatsanleihe zum Bewertungsstichtag 31. Dezember 2021 zur Ableitung des risikolosen Basiszinssatzes herangezogen wird. In weiterer Folge wird der risikolose Basiszinssatz mit dem Betrag von 0,12 % für alle Perioden angenommen.

#### Implizite Marktrendite und Marktrisikoprämie

Zur Kalkulation der Marktrisikoprämie wird die Formel 12 angewendet. In diesem Zuge muss vorab die implizite Marktrendite ermittelt werden. Die implizite Marktrendite wurde vom Kooperationspartner zum Bewertungsstichtag mit dem Betrag von 8,81 % bekannt gegeben. Nach der Empfehlung KFS/BW 1 E 7 kann der zuvor bestimmte risikolose Basiszinssatz für die Berechnung der Marktrisikoprämie weiters herangezogen werden.<sup>221</sup> Die ausgeführte Kalkulation ergibt ein Ergebnis von 8,69 % für die MRP, welche sowohl für den Detailplanungszeitraum als auch die Periode der ewigen Rente festgesetzt wird.

---

<sup>220</sup> Vgl. Fachgutachten zur Unternehmensbewertung KFS/BW 1 (2014), Rz 104.

<sup>221</sup> Vgl. Empfehlung KFS/BW 1 E 7 Rz 3.

$$MRP = r_m - r_f$$

$r_m$ .....implizite Marktrendite

$r_f$ .....risikofreie Basiszinssatz

**Formel 19:** Berechnung MRP,  
Quelle: HEESSEN (2013), S. 213. (leicht modifiziert)

Betafaktor des unverschuldeten Unternehmens

Zur Bestimmung des Betafaktors wird eine Peer-Gruppe, bestehend aus vier börsennotierten Unternehmen gebildet. Die Peer-Gruppe beinhaltet die Schaeffler AG, die Rheinmetall AG, die Elringklinger AG und die Alro SA Slatina. Alle angeführten Unternehmen wurden auf ihr Tätigkeitsfeld geprüft und wurden hinsichtlich der Branche, in der die Z-GmbH agiert, als akzeptable Vergleichsunternehmen klassifiziert. Der Kooperationspartner stellte für die Bestimmung des Betafaktors der Z-GmbH wöchentliche und monatliche unverschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen zur Verfügung, wobei die monatlichen Betafaktoren des Dezembers 2021 zur Berechnung eines Mittelwertes entnommen wurden. Berechnet wurde das arithmetische Mittel der Peer-Gruppe mit einer Betragshöhe von gerundet 1,08. Der kalkulierte Mittelwert wird für jede Periode als Betafaktors des unverschuldeten Unternehmens festgelegt.

Betafaktor des Fremdkapitals

Im Falle der Z-GmbH wird aufgrund der Gegebenheiten des Fremdkapitals angenommen, dass der Fremdkapitalgeber gewissen systematischen Risiken unterliegt. Dieser Umstand führt zum berechtigten Einbezug eines Debt Beta bestimmten Grades und die dadurch hervorgerufene Verringerung des systematischen Risikos auf der Seite des Eigenkapitalgebers.<sup>222</sup> Unter der Bedachtnahme der Empfehlung KFS/BW 1 E 3 wird das Debt Beta ( $\beta_D$ ) mithilfe des CAPM bestimmt.<sup>223</sup> In diesem Sinne wird für alle Perioden ein Debt Beta durch die Formel 11 kalkuliert und mit dem Betrag von 0,17 in die weiteren Berechnungen der Ermittlung des subjektiven Unternehmenswertes mitaufgenommen.

---

<sup>222</sup> Vgl. ENZINGER/ MANDL (2015), S.168.

<sup>223</sup> Vgl. Empfehlung KFS/BW 1 E 3 (2021), Rz 14.

$$\beta_D = \frac{k_d - r_f}{MRP}$$

$k_d$ .....Fremdkapitalkosten

$r_f$ .....risikofreie Basiszinssatz

MRP.....Marktrisikoprämie

**Formel 20:** Berechnung Debt Beta,  
Quelle: *ENZINGER/MANDL* (2015), S. 170 (leicht modifiziert)

Steuersatz

Nach den Bestimmungen des österreichischen Körperschaftsteuergesetzes von 1988 wird der Steuersatz von 25% für die Wertermittlung des Unternehmens angenommen.<sup>224</sup>

5.1.2 Bestimmung des Einflussfaktors Management

Für die Evaluierung des Einflussfaktors „Management“ wurde im Vorfeld der geschäftsführenden Person der konzeptionierte Beurteilungsbogen digital übermittelt. Der ausgefüllte Beurteilungsbogen wurde digital von dem Top-Management abgegeben und in die MS-Excel Bewertungsdatei<sup>225</sup> übertragen. Die Ergebnisse werden wie folgt zusammengefasst:

Alter

Die Führungskraft gibt an, im Jahr 1978 geboren zu sein und seit rund acht Jahren geschäftsführenden Tätigkeiten im Unternehmen nachzugehen. Daraus abgeleitet errechnet sich ein Amtsantrittsalter von 36 Jahren, welches sich in die jüngste Altersgruppe kategorisieren lässt. Allerdings ist die Managerfigur zum Zeitpunkt der Verfassung der Masterarbeit bereits 44 Jahre alt und reiht sich somit in die idealtypische Altersgruppe ein. Des Weiteren ist aus den Angaben zu entnehmen, dass der\*die Manager\*in bis dato keine kritische Länge der Funktionsperiode als Geschäftsführer\*in erreicht hat und in den Detailplanungsperioden mit keiner wesentlichen Abweichung zum Idealtypus ausgegangen werden muss.

Intellektuelles Kapital

Aus dem beantworteten Beurteilungsbogen geht hervor, dass das Management als höchste abgeschlossene Ausbildung die Hochschulreife erreicht hat. Des Weiteren wurde angegeben, dass die Ausbildung im technischen Bereich oder Ingenieurwesen absolviert wurde. Die davon abgeleitete Annahme, dass das Management bedingt durch die Ausbildung eine risikoarme Finanzierungspolitik verfolgt, deckt sich mit der Kapitalstruktur der veröffentlichten Jahresabschlüsse der letzten drei Jahren. Aufgrund der fehlenden wirtschaftlichen Ausbildung ist davon

---

<sup>224</sup> S. §22 (1) KStG 1988.

<sup>225</sup> siehe Anhang 5, S. 97.

auszugehen, dass wesentliche Grundkenntnisse im Bereich der Finanzwissenschaft fehlen und die Führungsperson einen stärkeren Fokus auf technische Teilbereiche der Führung legt, wie beispielsweise Innovations- und Qualitätsmanagement. Ergänzend dazu wird angenommen, dass die Managerfigur durch das fehlende Finanzwissen zu höheren Beständen von Barmitteln tendiert, bis dato keine Optimierung im Bereich Working-Capital vorgenommen hat und dadurch Einsparungspotenzial gegenüber Finanzierungskosten besteht. Da zumindest eine Teilübereinstimmung mit dem Idealtypus besteht, wird der Faktor Intellektuelles Kapital/Ausbildung als abweichend zum Idealtypus mit negativer Tendenz beurteilt.

#### Managementstil

Bezüglich des Managementstils wurden von der Führungskraft die Aussagen des standardisierten MLQ 6S – Fragebogens auf das eigene Verhalten hin beurteilt. Die Auswertung der Statements richtete sich nach den vorgegebenen Richtlinien des MLQ 6S – Fragebogens. Für alle Statements gilt, dass sie einem der sieben Subtypen des Full-Range-Leadership-Modells zugeordnet werden können. Die nachstehende Tabelle zeigt die Zuordnung der Statements zu den einzelnen Subformen der Führung.

Führungsstil Gruppe	Subform	Statements	Punkte
Transformationale	Vorbildfunktion	1, 8, 15	8
Transformationale	Inspirierende Motivation	2, 9, 16	10
Transformationale	Intellektuelle Anregung	3, 10, 17	8
Transformationale	Individuelle Unterstützung	4, 11, 18	8
Transaktionale	Leistungsorientierte Belohnung	5, 12, 19	12
Transaktionale	Eingreifen im Bedarfsfall	6, 13, 20	10
Laissez-faire-Führung	Laissez-faire-Führung	7, 14, 21	3

**Tabelle 11:** Auswertung des MLQ 6S Fragebogens  
Quelle: eigene Darstellung

Die Führungskraft zeigt nach eigener Einschätzung ihres Verhaltens eine maximale Punkteanzahl bzw. Ausprägungsstufe des Subtyps „Leistungsorientierte Belohnung“. Die nachgereihten Führungsformen nach der Punkteanzahl sind der transaktionale Führungsstil „Eingreifen im Bedarfsfall“ und der transformationale Stil „Inspirierende Motivation“ mit jeweils zehn von zwölf Punkten. Die geringste Punkteanzahl wird bei der Laissez-fairen Führung mit 25 % ermittelt. Zusammenfassend erreicht die befragte Managerfigur 92 % der transaktionalen Führungsstilgruppe und 71 % der Transformationalen. Aus den Ergebnissen lässt sich schließen, dass überwiegend ein transaktionaler Führungsstil verfolgt wird. Es ist positiv zu werten, dass eine starke Ausprägung des Stils „Inspirierende Motivation“ besteht und diese die vorherrschende negative

Abweichung zum Idealtypus ausgleicht. Folglich wird der Einflussfaktor Managementstil als nicht idealtypisch bewertet, aber mit positiver Tendenz zum Idealtypus als vertretbar angesehen.

#### Rollen des Managements im Unternehmen

Laut eigenen Angaben besitzt die Managerfigur keinerlei finanzielle Anteile an dem Unternehmen und erfüllt somit die idealtypische Ausprägung des Einflussfaktors.

#### Gehaltsvergütung

Hinsichtlich der Gehaltsvergütung gibt das Management an, dass es einen variablen Anteil von 40 % bzw. eine fixe Grundvergütung von 60 % bezieht. Im Vergleich zum Idealtypus ist der Fixanteil deutlich überhöht und weist unter anderem auf eine Risikoaversion des Managerperson hin. Aufgrund der hohen Bedeutung der Risikobereitschaft des Managements für den zukünftigen Erfolg der Gesellschaft und den fehlenden Motivationsanreiz durch den hohen Fixvergütungsanteil, ist dieser als abweichend und ohne Tendenz zum Idealtypus zu bewerten.

Zusammenfassend wird festgehalten, dass die geschäftsführende Person seitens der Altersgruppe dem Idealtypus entspricht. Was das intellektuelle Kapital genauer gesagt der absolvierten Ausbildungen betrifft, so liegt ein Schwerpunkt auf Technik bzw. Ingenieurwesen ohne Hochschulabschluss vor, was als negativer Einfluss auf den Unternehmenswert zu werten ist und eine weitere negative, wenn auch milde Abweichung zum Idealtypus darstellt. Hinsichtlich der Ausprägung des Faktors „Managementstil“ zeigen die Ergebnisse eine besonders starke Ausprägung des transaktionalen Führungsverhalten, allerdings besteht eine hohe Punkteanzahl für das idealtypische Führungsverhalten „Inspirierende Motivation“, was wiederum die negative Abweichung beschränkt. Die angegebene Managementbeteiligung entspricht dem Idealtypus, weshalb keine Ergebnisanpassung hinsichtlich dieses Faktors in Betracht gezogen wird. Für den Faktor Gehaltsvergütung wird die Interpretation abweichend ohne Tendenz festgestellt.

In der MS-Excel Datei wird die Abweichungsinterpretation direkt mit dem Scoring Panel<sup>226</sup> verknüpft, welches unter der gleichrangigen Gewichtung der Subfaktoren eine Übereinstimmung mit dem Idealtypus von 70 % bzw. ein Potenzial von 30 % der mittleren Steigerungsrate der Renditedifferenz errechnet.

#### 5.1.3 Weitere Annahmen und Erläuterungen

Neben den bereits erwähnten Annahmen wurden noch weitere fallspezifische Annahmen getroffen. Die Mehrkosten einer idealtypischen Managerfigur werden nicht gesondert ermittelt bzw. dargestellt, da der Einflussfaktor in der Form des zusätzlichen Ergebnispotentials bereits höhere bzw. gestiegene variable Gehaltsvergütungskosten beinhaltet. In diesem Sinne werden

---

<sup>226</sup> siehe Anhang 7, S. 98.

auch die positiven Managementleistungen gegenüber Preisverhandlungen, Ressourcenverteilung und Fortschritt mitberücksichtigt.

Des Weiteren wird dem zu bewertenden Unternehmen unterstellt, dass dieses in dessen durchschnittlichen Entwicklung dem europäischen Markt, welcher stellvertretend durch den Aktienindex STOXX 600 Europe ausgedrückt wird, folgt. Es wird auch angenommen, dass es sich um ein durchschnittliches Unternehmen handelt, dass umso mehr von einem idealtypischen Management profitiert, je schlechter dieses bis dato performt hat. Aus dieser Annahme abgeleitet ergibt sich die Unterstellung, dass im hypothetischen Fall, dass das derzeitige Management zu Gänze dem Idealtypus entspricht, eine Unternehmenswertsteigerung bzw. ein zusätzlicher Ergebnisbeitrag pro Jahr von 6,93 % erzielt werden würde.

## 5.2 Berechnung des subjektiven Unternehmenswertes

Die iterative Durchführung des Bruttoverfahrens errechnet ohne die Berücksichtigung des Ergebnispotentials eines idealtypischen Managements einen subjektiven Gesamtunternehmenswert von 11,69 Mio. Euro. Da in der Periode 2021 kein verzinsliches Fremdkapital im Jahresabschluss veröffentlicht wurde, setzt sich der Gesamtunternehmenswert zu 100 % aus dem Marktwert des Eigenkapitals zusammen. Durch die Annahme, dass in den folgenden Jahren ein langfristiger Bankkredit von 750T Euro aufgenommen wird, ändern sich die periodischen Diskontierungszinssätze und dessen unterliegenden Berechnungsgrößen Beta des verschuldeten Unternehmens und die Eigenkapitalkosten, da diese allesamt von der Finanzierungsstruktur abhängen.

Unter der Berücksichtigung des Ergebnispotentials, welches erzielt werden würde, wenn das Management zur Gänze dem idealtypischen Manager entspricht, und gleichbleibenden Bewertungsannahmen bzw. Planungsrechnung, errechnet sich zum Bewertungsstichtag ein Gesamtunternehmens- respektive Eigenkapitalmarktwert von 21,25 Mio. Euro. In der Gegenüberstellung mit dem vorher ermittelten subjektiven Unternehmenswert ergibt dies einen gesteigerten subjektiven Unternehmenswert in der Höhe des zusätzlich berücksichtigten Ergebnisbeitrags von 81,83 %.

## 6 Resümee

Das abschließende Kapitel hält zusammenfassend die Antworten auf die Forschungsfragen fest, beurteilt diese kritisch und gibt einen Ausblick für mögliche weiterführende Arbeiten in dem behandelten Themenbereich.

### 6.1 Antworten auf die Forschungsfragen

Als übergeordnetes Ziel verfolgte die Masterarbeit die Antwort auf die Frage, ob durch die derzeitige Vorgehensweise zur Berücksichtigung der Managementfaktoren möglicherweise eine Unterbewertung von Unternehmen (insb. Mittelstandsbetrieben) aufgrund fehlender Berücksichtigung von Ergebnispotentialen auftritt, zu finden. Zur schrittweisen Erarbeitung der Beantwortung dieser Frage wurden drei Hauptfragen definiert und diese mittels Literaturrecherche bzw. der empirischen Kapitalmarktanalyse geklärt.

Wie erfolgt die aktuelle Bewertung von Klein- und Mittelstandsbetrieben durch den Kooperationspartner?

Der Kooperationspartner nutzt zur Bewertung von Gesellschaften in den überwiegenden Fällen das sogenannte Entity-Verfahren, welches sich in der Gruppe der Diskontierungsverfahren befindet. Aufgrund dessen, dass der Kooperationspartner sich bei Bewertungen an gesetzliche Regelungen und Vorschriften, unter anderem der Richtlinien des Fachgutachtens KFS/BW 1 und den dazugehörigen Empfehlungen, haltet und es sich bei dem Entity-Verfahren um eine anerkannte Bewertungsmethode handelt, wurde das Verfahren durch entsprechende Literaturquellen beschrieben und auf ein Interview mit dem Kooperationspartner zur Prozessaufnahme verzichtet.

Bei der Bewertung von KMU ergeben sich wegen der beschränkten Größe bzw. Charakteristika Besonderheiten bei der Anwendung der kapitalmarktorientierten Bewertungsverfahren. Beispielsweise gilt die Abgrenzung des Bewertungsobjektes von der privaten Sphäre des Eigentümerkreises oder die Ermittlung des Diskontierungszinssatz über börsennotierte Peer-Gruppenvergleiche als besondere Herausforderung. Ergänzend ist der Einfluss des Top-Managements oder des\*der Geschäftsführer\*in vordergründig bei Mittelstandsbetrieben bei der Prognose von Zukunftserfolgen von großer Bedeutung. Derzeit berücksichtigt der Kooperationspartner die Einflussfaktoren des Managements über den aufwandsorientierten Ansatz eines kalkulatorischen Unternehmerlohns, allerdings ohne Bedachtnahme auf Ergebnissteigerungen.

Welche Einflussfaktoren des Managements bei Mittelstandsbetrieben sind bewertungsrelevant und welche nicht?

Im Zuge der Identifikation der idealtypischen Managerfigur wurden sechs Einflussfaktoren ermittelt und mittels Literaturquellen beschrieben. Als bewertungsrelevant wurden die Attribute Alter, Intellektuelles Kapital, Managementstil, Rollen des Managements im Unternehmen und Gehaltsvergütung festgestellt, der Einflussfaktor Geschlecht wurde aufgrund mangelnder Studienergebnisse als nicht bewertungsrelevant eingestuft. Der Einflussfaktor Alter richtet sich in erster Linie an das tatsächliche Alter des CEO während seiner Funktionsperiode und wird in die drei Klassen jung, mittel und alt unterteilt. Hinsichtlich des Faktor Intellektuelles Kapital wird insbesondere auf die absolvierten Ausbildungen und kognitive Fähigkeiten eingegangen. In weiterer Folge beeinflussen die absolvierten Ausbildungen auch den Managementstil, den die Führungsperson verfolgt. Zur Beschreibung des Managementstils wurde das Full-Range-Leadership-Modell mit dessen sieben Subführungsstilen ausgewählt und auf die besondere Bedeutung der transformationalen Führung hingewiesen. Für den Faktor Rollen des Managements im Unternehmen wurden Aspekte der Prinzipal-Agent-Theorie und der Stewardship-Theorie aufgefasst und Studienergebnisse über vorteilhafte Beteiligungsquoten dargestellt. Der letzte bewertungsrelevante Faktor Gehaltsvergütung umfasste die Beschreibung von verschiedenen variablen und fixen Vergütungsbausteinen, wobei besonderes Augenmerk auf das Verhältnis zwischen variabel und fix gelegt wurde.

Zusammenfassend ist die idealtypische Managerfigur in der mittleren Altersgruppe, absolvierte ein Hochschulstudium im wirtschaftlichen und oder technischen Bereich, führt überwiegend nach einem transformationalen Managementstil, besitzt keine Anteile am Unternehmen und bezieht eine max. Fixvergütungskomponente von 30 % des Gesamteinkommens.

Kann ein Manager, der idealtypische Führung beweist, Renditen über dem Marktmittel und des Unternehmens unter anderer Führung erzielen?

Zur Beantwortung dieser Frage wurden drei Unternehmen unter herrschender und abwesender idealtypischer Führung untersucht. Als Untersuchungsobjekte wurden nach dem Zufallsprinzip das deutsche Unternehmen Henkel AG & Co. KGaA, die französische L'Oréal SA und die britische Lloyds Banking Group ausgewählt. Für die Analyse der Unternehmensperformance wurden die jeweiligen Monatsrenditen der Unternehmen auf Basis der Kursdaten berechnet und den Monatsrenditen des Aktienindexes STOXX 600 Europe, der stellvertretend für den Markt herangezogen wurde, gegenübergestellt. Mittels t-Testverfahren für abhängige Stichproben wurden die Mittelwerte der individuellen Unternehmensrenditen und der Renditedifferenzbeträge zu dem Aktienindex in den Beobachtungszeiträumen unter idealtypischer Führung und denen der Zeiträume vor oder nach den Funktionsperioden der CEOs mit idealtypischen Ausprägungen der

Einflussfaktoren miteinander verglichen und auf einen signifikanten Unterschied ( $\alpha = 5\%$ ) geprüft. In Bezug auf die Renditedifferenzbeträge ergaben sich bei allen Unternehmen Unterschiedsbeträge in den Stichproben, die nicht auf den Standardfehler zurückzuführen sind. Hinsichtlich der Unternehmensrendite zeigten sich zwar bei allen Unternehmen eine Steigerung unter idealtypischer Führung, allerdings wurde bei der L'Oréal SA keine Signifikanz unter dem angenommenen  $\alpha$ -Niveau beim t-Testverfahren festgestellt. Zusammenfassend zeigte sich eine durchschnittliche Steigerung der monatlichen Renditedifferenz zum Markt unter dem Management eines Idealtypus von 1,747 %-Punkten und bei der monatlichen Unternehmensrendite von 1,883 %-Punkten (Berechnung exklusive L'Oréal aufgrund fehlender Signifikanz). Abgeleitet aus den empirischen Testverfahren wird festgestellt, dass Manager\*innen, die idealtypische Führung beweisen, zu einer besseren Unternehmensperformance (gemessen an der Entwicklung der Unternehmensrendite und Differenz zum Vergleichsindex) beitragen. Des Weiteren besteht im Falle der Henkel AG & Co. KGaA und der L'Oréal SA eine durchschnittliche Outperformance des Marktes, die nur in den Beobachtungszeiträumen unter idealtypischer Führung festzustellen war. Im Falle der Lloyds Banking Group konnte der idealtypische Manager António Horta-Osório zwar nicht den Aktienindex STOXX 600 Europe übertreffen, jedoch näherte er sich diesem im monatlichen Mittelwert auf -0,62 %-Punkte an, wobei sein Vorgänger eine höhere negative Differenz von -2,23 %-Punkte im Durchschnitt pro Monat aufwies.

Abgeleitet von den Ergebnissen der Literaturrecherche, der Kapitalmarktanalyse und Berechnung des Unternehmenswertes des Fallbeispiels wird vermerkt, dass eine Berücksichtigung der potenziellen Ergebnisverbesserungen der idealtypischen Managerfigur im Verfahren der subjektiven Wertermittlung von Mittelstandbetrieben vorgenommen werden sollte, damit eine Unterbewertung der Gesellschaft vermieden wird. Zur Bestimmung der potenziellen Ergebnisbeiträge muss vorab analysiert werden, in welchem Ausmaß das bestehende Management des Bewertungsobjektes bereits dem Idealtypus entspricht, um im Anschluss die mögliche Steigerung des Managements zum Idealtypus festzustellen.

## 6.2 Resümee und Ausblick

Das Ergebnispotential der idealtypischen Managerfigur wurde auf der Datengrundlage von drei börsennotierten Unternehmen hergeleitet. Die angewandte Methode birgt allerdings das Defizit, dass keine branchenspezifischen Richtwerte ermittelt wurden und nur europäische Unternehmen analysiert wurden. Zur Lösung des Defizits besteht die Option einer weiterführenden umfangreichen Studie, die in Anlehnung an die Forschungsarbeit von JENSEN, POTOČNIK und CHAUDHRY<sup>227</sup> und der vorliegenden Masterarbeit ausgeführt wird. In der Studie sollte eine Vielzahl an Unternehmen aus diversen Branchen, welche unter anderem am internationalen

---

<sup>227</sup> Vgl. JENSEN/ POTOČNIK/ CHAUDHRY (2020).

Kapitalmarkt auftreten, darauf geprüft werden, ob diese in den Zeiträumen unter idealtypischer Führung nachweislich höhere Unternehmensrenditen bzw. positive Renditedifferenzbeträge zu einem entsprechenden Marktindex erwirtschaftet haben. Es wird vermutet, dass die Einflussgröße einer idealtypischen Führungskraft bei Mittelstandbetrieben viel größer sein könnte, allerdings lässt sich aufgrund mangelnder Daten und Informationen, insbesondere betreffend der erzielten Renditen, keine Objektivierung des Effektes durchführen und es bedarf weiterer Forschungsarbeit zur Herleitung konkreter %-Sätze.

Ergänzend zu der weiterführenden Studie zur Ermittlung von Ergebnispotentialen, bietet sich die Durchführung einer adaptierten Forschung im Bereich der Einflussfaktoren an. Speziell gilt es den bis dato als nicht bewertungsrelevant eingestuften Einflussfaktor „Geschlecht“ tiefer in dessen Ausprägungsaspekten und idealtypischer Erscheinungsform zu explorieren. Weiters besteht das Potenzial über wissenschaftliche Arbeiten Priorisierungen oder individuelle Gewichtungen der einzelnen Einflussfaktoren vorzunehmen und den Idealtypus im höheren Detaillierungsgrad zu beschreiben.

### 6.3 Handlungsempfehlung

Auf Basis der Masterarbeit wird dem Kooperationspartner folglich empfohlen, die Ergebnispotentialen eines\*einer idealtypischen Managers\*Managerin bei subjektiven Wertermittlungen der Mittelstandbetriebe zu berücksichtigen. Dabei wird ein Vorgehen nach den folgenden Punkten angeraten:

1. Identifizierung der Übereinstimmung des bestehenden Managements mit den Ausprägungen der Einflussfaktoren des Idealtypus mittels dem konzeptionierten Beurteilungsbogen.
2. Übertragung der Antworten des Beurteilungsbogens in das erstellte MS-Excel Tabellenblatt für eine automatisierte Auswertung der Ergebnisse.
3. Interpretation der Ergebnisse durch den\*die Bewerter\*Bewerterin hinsichtlich der Übereinstimmung mit dem Idealtypus über die fünfstufige Skala, die im Rahmen der Masterarbeit definiert wurde.
4. Übernahme des abgeleiteten Ergebnispotentialen im Scoring-Panel in die weiteren Bewertungskalkulationen.

## Literaturverzeichnis

- ABDALKRIM, G. [2019]: Chief executive officer compensation, corporate governance and performance: evidence from KSA firms, in: *CG*, Vol. 19 (2019), (6), S. 1216 – 1235.  
DOI:10.1108/cg-09-2017-0228.
- ABELN, C. [2019]: *Handbuch für Führungskräfte*, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden ,2019. online unter:
- ALBERT, G. [2020]: Idealtyp  
in: *Max Weber-Handbuch, Müller, H.-P./Sigmund, S. (Hrsg.)*, Stuttgart: J.B. Metzler, 2020  
S. 84 – 86. online unter: ,2020.
- Amt für Veröffentlichungen der Europäischen Union [2017]: Wirksamkeit der aus dem Europäischen Sozialfonds getätigten Ausgaben für ältere Arbeitnehmer? (Sonderbericht Nr. 25/2012 des Europäischen Rechnungshofs), in: *Amtsblatt der Europäischen Union*, Vol. 60 (2017), (C 408). Online unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=OJ:C:2017:408:FULL&from=FI> [Stand: 21.04.2022].
- AU, C. von [2017]: *Eigenschaften und Kompetenzen von Führungspersönlichkeiten*, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden ,2017. online unter:
- AVOLIO, B. J./BASS, B. M. [1991]: *The full range of leadership development: Basic and advanced manuals.*, New York ,1991. online unter:
- BECKER, T. [2013]: *Management mit Kultur*, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden ,2013. online unter:
- BENJAMIN, B./O'REILLY, C. [2011]: Becoming a Leader: Early Career Challenges Faced by MBA Graduates, in: *AMLE*, Vol. 10 (2011), (3), S. 452 – 472.  
DOI:10.5465/amle.2011.0002.
- BIRNKRAUT, G. [2011]: *Instrumente*  
in: *Evaluation im Kulturbetrieb, Birnkraut, G. (Hrsg.)*, Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, 2011 S. 73 – 97. online unter: ,2011.
- UGB, Bundesgesetz über besondere zivilrechtliche Vorschriften für Unternehmen (Unternehmensgesetzbuch – UGB). dRGBI. S 219/1897.
- BUTTERWORTH, J./THWAITES, G. [2013]: *Thinking skills: Critical thinking and problem solving*, Cambridge: Cambridge University Press ,2013. online unter:
- CHEN, C./HASSAN, A. [2022]: Management gender diversity, executives compensation and firm performance, in: *IJAIM*, Vol. 30 (2022), (1), S. 115 – 142. DOI:10.1108/IJAIM-05-2021-0109.

- CHENG, Q./ZHAO, S. [2016]: High CEO Pay Ratios: Governance Failure or Superior Performance?, in: SSRN Journal (2016),. DOI:10.2139/ssrn.2861680.
- CHIRICO, F./BAU, M. [2014]: Is the Family an “Asset” or “Liability” for Firm Performance? The Moderating Role of Environmental Dynamism, in: Journal of Small Business Management, Vol. 52 (2014), (2), S. 210 – 225. DOI:10.1111/jsbm.12095.
- CUSTÓDIO, C./METZGER, D. [2014]: Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies, in: Journal of Financial Economics, Vol. 114 (2014), (1), S. 125 – 154. DOI:10.1016/j.jfineco.2014.06.002.
- DAMODARAN, A. [2015]: Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications The 2015 Edition, in: SSRN Journal (2015), S. 1 – 120. DOI:10.2139/ssrn.2581517.
- DAMODARAN, A. [2022]: Ratings, interest coverage ratios and default spread – For smaller non-financial service companies with market cap <\$5 billion ,2022. online unter: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ratings.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm) [Stand: 13.03.2022].
- DARMADI, S. [2013]: Board members' education and firm performance: evidence from a developing economy, in: Int Journal of Commerce & Mgt, Vol. 23 (2013), (2), S. 113 – 135. DOI:10.1108/10569211311324911.
- David C. Reinisch [2012]: CEO-Compensation: Vergütungssysteme zwischen Effizienz und Gerechtigkeit, Münster: LIT Verlag Münster ,2012. online unter:
- DEINERT, A./HOMAN, A. C./BOER, D./VOELPEL, S. C./GUTERMANN, D. [2015]: Transformational leadership sub-dimensions and their link to leaders' personality and performance, in: The Leadership Quarterly, Vol. 26 (2015), (6), S. 1095 – 1120. DOI:10.1016/j.leaqua.2015.08.001.
- DIKOLLI, S. S./MAYEW, W. J./NANDA, D. [2014]: CEO tenure and the performance-turnover relation, in: Rev Account Stud, Vol. 19 (2014), (1), S. 281 – 327. DOI:10.1007/s11142-013-9247-6.
- DREFKE, S. [2016]: Der Fortführungswert in der Unternehmensbewertung, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden ,2016. online unter:
- DRUKARCZYK, J./SCHÜLER, A. [2015]: Unternehmensbewertung, 7. Auflage, München: Vahlen ,2015. online unter:
- EDMANS, A./GABAIX, X./JENTER, D. [2017]: Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence \* \*We thank Aubrey Clark, Fabrizio Ferri, Carola Frydman, Tom Gosling, Steve Kaplan, Gaizka Ormazabal, Kelly Shue, Alexander Wagner, David Zhang, and especially Pierre Chaigneau for helpful comments and Janet Chater, Irem Erten, Jesus Gorin, Joseph Kalmenovitz, and Jiaying Wei for research assistance

- in: Band 1, : Elsevier, 2017 (The Handbook of the Economics of Corporate Governance), S. 383 – 539. online unter: ,2017.
- ENZINGER, A./KOFER, P. [2012]: Unternehmensbewertung anhand des Roll-back-Verfahrens: Deutliche Komplexitätsreduktion durch einfache Rechentechnik, in: CFO aktuell, Vol. 6 (2012), (5), S. 195 – 198.
- ENZINGER, A./MANDL, G. [2015]: Das Debt Beta nach dem Fachgutachten KFS/BW1, in: RWZ - Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen (2015), (6), S. 168 – 177.
- Europäische Kommission [2015]: Benutzerleitfaden zur Definition von KMU, in: (2015), S. 1 – 60. Online unter <https://www.kmuforschung.ac.at/wp-content/uploads/2018/01/Benutzerleitfaden-zur-Definition-von-KMU.pdf>. DOI:10.2873/07772 [Stand: 15.01.2022].
- Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Wirtschaftstreuhänder : Empfehlung KFS/BW 1 E 7 ., online unter: [https://www.ksw.or.at/PortalData/1/Resources/fachgutachten/KFSBW1\\_E7.pdf](https://www.ksw.or.at/PortalData/1/Resources/fachgutachten/KFSBW1_E7.pdf) [Stand: 14.04.2022].
- Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder [2014]: Fachgutachten zur Unternehmensbewertung KFS/BW 1 ,2014. online unter: [https://www.ksw.or.at/PortalData/1/Resources/fachgutachten/KFSBW1\\_15052014\\_RF.pdf](https://www.ksw.or.at/PortalData/1/Resources/fachgutachten/KFSBW1_15052014_RF.pdf) [Stand: 23.01.2022].
- FELFE, J. Hrsg., [2015]: Trends der psychologischen Führungsforschung: Neue Konzepte, Methoden und Erkenntnisse (Psychologie für das Personalmanagement, Göttingen, Bern, Wien, München: Hogrefe; Ciando ,2015. online unter: [http://ebooks.ciando.com/book/index.cfm/bok\\_id/1792413](http://ebooks.ciando.com/book/index.cfm/bok_id/1792413).
- FENG, M./WANG, X. "/SAINI, J. S. [2015]: Monetary compensation, workforce-oriented corporate social responsibility, and firm performance, in: American Journal of Business, Vol. 30 (2015), (3), S. 196 – 215. DOI:10.1108/AJB-10-2014-0057.
- FLABBI, L./MACIS, M./MORO, A./SCHIVARDI, F. [2019]: Do Female Executives Make a Difference? The Impact of Female Leadership on Gender Gaps and Firm Performance, in: The Economic Journal, Vol. 129 (2019), (622), S. 2390 – 2423. DOI:10.1093/ej/uez012.
- FURTNER, M./BALDEGGER, U. [2016]: Self-Leadership und Führung, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden ,2016. online unter:
- GONG, J. J. [2011]: Examining Shareholder Value Creation over CEO Tenure: A New Approach to Testing Effectiveness of Executive Compensation, in: Journal of Management Accounting Research, Vol. 23 (2011), (1), S. 1 – 28. DOI:10.2308/jmar-10105.
- GRUNAU, J. C. [2014]: Führungsstile in der Diskussion: Transaktionale und transformationale Ansätze im Vergleich, 1. Auflage, Hamburg: Bachelor + Master Publishing ,2014. online unter: <http://www.bachelor-master-publishing.de/>.

- GUSERL, R./PERNSTEINER, H. [2015]: Finanzmanagement, Wiesbaden: Gabler Verlag ,2015. online unter:
- HARAZD, B./VAN OPHUYSEN, S. [2011]: Transformationale Führung in Schulen. Der Einsatz des "Multifactor Leadership Questionnaire" (MLQ 5 x Short), in: Journal for educational research online, Vol. 3 (2011), S. 141 – 167. Online unter [https://www.pedocs.de/volltexte/2011/4686/pdf/JERO\\_2011\\_1\\_Harazd\\_van\\_Ophuysen\\_Transformationale\\_Fuehrung\\_S141\\_D\\_A.pdf](https://www.pedocs.de/volltexte/2011/4686/pdf/JERO_2011_1_Harazd_van_Ophuysen_Transformationale_Fuehrung_S141_D_A.pdf). DOI:10.25656/01:4686 [Stand: 23.02.2022].
- HEESEN, B. [2019]: Basiswissen Unternehmensbewertung, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden ,2019. online unter:
- Henkel AG & Co. KGaA [2009]: Henkel Geschäftsbericht 2008. ISBN: 978-3-941517-08-0, Düsseldorf ,2009. online unter: <https://www.henkel.de/resource/blob/19686/50b6b5d985a0a182aefbf907b80ce99c/data/2008-geschaeftsbericht.pdf> [Stand: 20.03.2022].
- Henkel AG & Co. KGaA [2016]: Henkel Geschäftsbericht 2015. ISBN: 978-3-941517-56-1, Düsseldorf ,2016. online unter: <https://www.henkel.de/resource/blob/649530/01783b5f353739b4a64dfa92f4906028/2015-geschaeftsbericht-data.pdf> [Stand: 20.03.2022].
- HERMANNI, A.-J. Hrsg., [2016]: Business Guide für strategisches Management, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden ,2016. online unter:
- HÜLSEN, H.-C. von [2019]: Variable Vergütung auf dem Rückzug?, in: Control Manag Rev, Vol. 63 (2019), (3), S. 8 – 17. DOI:10.1007/s12176-019-0008-7.
- HÜPER, S. [2019]: CAPM und Tax-CAPM im Mehrperiodenfall, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden ,2019. online unter:
- IHLAU, S./DUSCHA, H. [2019]: Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden ,2019. online unter:
- JAGGIA, S./THOSAR, S. [2021]: CEO management style: does educational background play a role?, in: MF, Vol. 47 (2021), (10), S. 1465 – 1485. Online unter <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/MF-12-2020-0606/full/pdf#sec003>. DOI:10.1108/MF-12-2020-0606.
- JENSEN, M. [2013/2014]: An empirical analysis of the relationship between CEO transformational leadership and firm performance, Dissertation presented for the Degree of Master of Science in Management. University of Edinburgh Business School, Edinburgh. online unter:

- JENSEN, M./POTOČNIK, K./CHAUDHRY, S. [2020]: A mixed-methods study of CEO transformational leadership and firm performance, in: *European Management Journal*, Vol. 38 (2020), (6), S. 836 – 845. DOI:10.1016/j.emj.2020.05.004.
- JENSEN, M. C./MECKLING, W. H. [1976]: Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 (1976), (4), S. 305 – 360. DOI:10.1016/0304-405X(76)90026-X.
- JORDAN, S./MESSNER, M./BECKER, A. [2009]: Reflection and Mindfulness in Organizations: Rationales and Possibilities for Integration, in: *Management Learning*, Vol. 40 (2009), (4), S. 465 – 473. DOI:10.1177/1350507609339687.
- KÄHLER, W.-M. [1997]: SPSS Für Windows: Eine Einführung in Die Datenanalyse Für Die Aktuellen Versionen, 3. Auflage, Wiesbaden: Springer Vieweg. in Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH ,1997. online unter:
- KAMARDIN, H. [2014]: Managerial Ownership and Firm Performance: The Influence of Family Directors and Non-family Directors  
in: *Ethics, Governance and Corporate Crime: Challenges and Consequences*, Band 6, Bingley: Emerald Group Publishing, 2014 (Developments in Corporate Governance and Responsibility), S. 47 – 83. online unter: ,2014.
- Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer [2021]: KFS/BW 1 E 3: Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer zur Berücksichtigung eines Debt Beta ,2021. online unter: [https://www.ksw.or.at/PortalData/1/Resources/fachgutachten/2021\\_10\\_22\\_KFSBW1\\_E3\\_Empf\\_Debt\\_Beta\\_RFmCV.pdf](https://www.ksw.or.at/PortalData/1/Resources/fachgutachten/2021_10_22_KFSBW1_E3_Empf_Debt_Beta_RFmCV.pdf) [Stand: 13.04.2022].
- KATSCH, M. [2018]: Personalführungskonzepte  
in: *Schutz vor sexueller Gewalt und Übergriffen in Institutionen*, Fegert, J./Kölch, M./König, E./Harsch, D./Witte, S./Hoffmann, U. (Hrsg.), Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg, 2018 S. 119 – 126. online unter: ,2018.
- KIM, W. S./KIYMAZ, H. [2021]: Founder CEOs, business groups and firm value: evidence from an emerging market, in: *IJOEM* (2021), S. 1 – 22. DOI:10.1108/IJOEM-05-2019-0351.
- KNACKSTEDT, H. W. [2019]: Klein- und Mittelunternehmen (KMU) richtig bewerten: Erfahrungen eines Eigentümer-Unternehmers aus Verkauf und Kauf, 2. Auflage, München: Akademische Verlagsgemeinschaft München ,2019. online unter:
- KOMLOS, J./SÜSSMUTH, B. [2010]: Empirische Ökonomie: Eine Einführung in Methoden und Anwendungen, Berlin, New York: Springer ,2010 (Springer-Lehrbuch. online unter:
- KStG 1988, Körperschaftsteuergesetz 1988, in: idF 17.04.2022.

- KOURTZIDIS, S./TZEREMES, N. G. [2020]: Investigating the determinants of firm performance, in: *EJMBE*, Vol. 29 (2020), (1), S. 3 – 22. Online unter <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/EJMBE-09-2018-0094/full/pdf?title=investigating-the-determinants-of-firm-performance-a-qualitative-comparative-analysis-of-insurance-companies>. DOI:10.1108/EJMBE-09-2018-0094 [Stand: 15.01.2022].
- KRANEBITTER, G./MAIER, D. A. Hrsg., [2017]: *Unternehmensbewertung für Praktiker*, Wien: Linde International ,2017. online unter: <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&scope=site&db=nlebk&db=nlabk&AN=1595671>.
- L'Oréal [2014]: Publication of the remuneration components of L'Oréal's Chairman & CEO made pursuant to the AFEP-MEDEF Code of Corporate Governance for listed companies of June 2013, Clichy ,2014. online unter: [https://www.loreal-finance.com/system/files/2019-09/Communique\\_17022014\\_Remuneration\\_PDG\\_VGB.pdf](https://www.loreal-finance.com/system/files/2019-09/Communique_17022014_Remuneration_PDG_VGB.pdf) [Stand: 10.04.2022].
- L'Oréal [2021]: 2020 Universal Registration Document - L'Oréal, in: (2021),. Online unter [https://www.loreal-finance.com/system/files/2021-03/LOREAL\\_2020\\_Universal\\_Registration\\_Document\\_en\\_0\\_0.pdf](https://www.loreal-finance.com/system/files/2021-03/LOREAL_2020_Universal_Registration_Document_en_0_0.pdf) [Stand: 10.04.2022].
- LE BRETON-MILLER, I./MILLER, D./LESTER, R. H. [2011]: Stewardship or Agency? A Social Embeddedness Reconciliation of Conduct and Performance in Public Family Businesses, in: *Organization Science*, Vol. 22 (2011), (3), S. 704 – 721. DOI:10.1287/orsc.1100.0541.
- LEWIN, K./LIPPITT, R./WHITE, R. K. [1939]: Patterns of Aggressive Behavior in Experimentally Created "Social Climates", in: *The Journal of Social Psychology*, Vol. 10 (1939), (2), S. 269 – 299. DOI:10.1080/00224545.1939.9713366.
- LI, W./YOUNG, S. [2016]: An Analysis of CEO Pay Arrangements and Value Creation for FTSE-350 Companies ,2016. online unter:
- LIMBACH, P./SCHMID, M./SCHOLZ, M. : All Good Things Come to an End: CEO Life Cycle and Firm Performance, in: *Working Papers on Finance* (No. 2015/11). Online unter [https://www.alexandria.unisg.ch/248324/1/15\\_11\\_Schmid%20et%20al\\_All%20Good%20Things%20Come%20to%20an%20End.pdf](https://www.alexandria.unisg.ch/248324/1/15_11_Schmid%20et%20al_All%20Good%20Things%20Come%20to%20an%20End.pdf) [Stand: 16.01.2022].
- LIU, Y./WEI, Z./XIE, F. [2014]: Do women directors improve firm performance in China?, in: *Journal of Corporate Finance*, Vol. 28 (2014), S. 169 – 184. DOI:10.1016/j.jcorpfin.2013.11.016.
- Lloyds Banking Group : Annual Report and Accounts 2011 ,. online unter: <https://www.lloydsbankinggroup.com/assets/pdfs/investors/financial-performance/lloyds-banking-group-plc/archive/2011/full-year/2011-lbg-randa.pdf> [Stand: 09.04.2022].

- Lloyds Banking Group : Annual Report and Accounts 2014, in: . Online unter <https://www.lloyds-bankinggroup.com/assets/pdfs/investors/financial-performance/lloyds-banking-group-plc/archive/2014/full-year/2014-lbg-annual-report.pdf> [Stand: 10.04.2022].
- Lloyds Banking Group [2021]: Annual Report and Accounts 2020, in: (2021),. Online unter <https://www.lloydsbankinggroup.com/assets/pdfs/investors/financial-performance/lloyds-banking-group-plc/2020/full-year/2020-lbg-annual-report.pdf> [Stand: 10.04.2022].
- LUO, X./KANURI, V. K./ANDREWS, M. [2014]: How does CEO tenure matter? The mediating role of firm-employee and firm-customer relationships, in: *Strat. Mgmt. J.*, Vol. 35 (2014), (4), S. 492 – 511. DOI:10.1002/smj.2112.
- MANDL, G./RABEL, K. [2019]: Methoden der Unternehmensbewertung (Überblick) in: *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung: Grundlagen und Methoden, Bewertungsverfahren, Besonderheiten bei der Bewertung*, Peemöller, V. H. (Hrsg.), 7. Auflage, Herne: NWB, 2019 S. 53 – 93. online unter: ,2019.
- MATSCHKE, M. J./BRÖSEL, G. [2013]: Unternehmensbewertung, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden ,2013. online unter:
- MCCORMICK, N. J./CLARK, L. M./RAINES, J. M. [2015]: Engaging Students in Critical Thinking and Problem Solving: A Brief Review of the Literature, in: *JSE*, Vol. 5 (2015), (4), S. 100. DOI:10.5296/jse.v5i4.8249.
- Munzinger-Archiv GmbH* [2018]: Eintrag "Agon, Jean-Paul", Ravensburg. in: . online unter: <http://www.munzinger.de/document/00000028284> [Stand: 09.04.2022].
- Munzinger-Archiv GmbH* [2021]: Eintrag "Rørsted, Kasper", Ravensburg. in: . online unter: <http://www.munzinger.de/document/00000026464> [Stand: 18.03.2022].
- Munzinger-Archiv GmbH* [2022]: Eintrag "Horta-Osório, António", Ravensburg. in: . online unter: <http://www.munzinger.de/document/00000032372> [Stand: 09.04.2022].
- NICKENIG, K. [2017]: Betriebliches Anlagevermögen, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden ,2017. online unter:
- Pananda Pasaribu [2017]: FEMALE DIRECTORS AND FIRM PERFORMANCE: EVIDENCE FROM THE UK LISTED FIRMS, in: *Gadjah Mada International Journal of Business*, Vol. 19 (2017), (2), S. 145 – 166. DOI:10.13140/RG.2.2.16548.48000.
- PERNSTEINER, H./ SUMER, H./ULUSAN POLAT, M. Hrsg., [2019]: Behavioral finance, Wien: Linde ,2019. online unter:
- PRELL-LEOPOLDSEDER, S. [2021]: Einführung in die Budgetierung und integrierte Planungsrechnung: Lehr- und Arbeitsbuch, 3. Auflage, Wien: Linde ,2021. online unter:

- PRINT, W. [2008]: Chefwechsel: Neuer Henkel-Chef: Ohne Stallgeruch. in: Wirtschaftswoche vom 09.04.2008. online unter: <https://www.wiwo.de/unternehmen/chefwechsel-neuer-henkel-chef-ohne-stallgeruch/5368100.html> [Stand: 20.03.2022].
- PROBST, G. J. B./GOMEZ, P. [1989]: Vernetztes Denken, Wiesbaden: Gabler Verlag ,1989. online unter:
- PUMMERER, E. [2021]: Unternehmensbewertung von KMU: Grundlagen, Umsetzung und Plausibilität, 2. Auflage, Wien: Linde Verlag Ges.m.b.H ,2021. online unter:
- QIAO, P./FUNG, A./MIAO, J./FUNG, H.-G. [2017]: Powerful Chief Executive Officers and Firm Performance: Integrating Agency and Stewardship Theory, in: China & World Economy, Vol. 25 (2017), (6), S. 100 – 119. DOI:10.1111/cwe.12223.
- QUIGLEY, T. J./HAMBRICK, D. C. [2015]: Has the “CEO effect” increased in recent decades? A new explanation for the great rise in America's attention to corporate leaders, in: Strat. Mgmt. J., Vol. 36 (2015), (6), S. 821 – 830. DOI:10.1002/smj.2258.
- SARHAN, A. A./NTIM, C. G./AL-NAJJAR, B. [2019]: Board diversity, corporate governance, corporate performance, and executive pay, in: Int J Fin Econ, Vol. 24 (2019), (2), S. 761 – 786. DOI:10.1002/ijfe.1690.
- SCHACHT, U./FACKLER, M. Hrsg., [2009]: Praxishandbuch Unternehmensbewertung: Grundlagen, Methoden, Fallbeispiele, Wiesbaden, s.l.: Springer-Verlag ,2009. online unter: <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&scope=site&db=nlebk&db=nlabk&AN=1176443>.
- SCHÄFER, T. [2016]: Methodenlehre und Statistik: Springer Fachmedien Wiesbaden ,2016. online unter:
- SCHMID, F./HÜTTICHE, T. [2019]: Bestimmung der Kapitalkosten in der Praxis: Wie sich Kapitalkosten auch für KMU systematisch herleiten lassen. EXPERT FOCUS, 4. Auflage ,2019. online unter: <https://wevalue.ch/wp-content/uploads/2021/03/Bestimmung-der-Kapitalkosten-in-der-Praxis.pdf> [Stand: 12.03.2022].
- SCHÜTTE-BIASTOCH, S. [2011]: Unternehmensbewertung von KMU: Eine Analyse unter besonderer Berücksichtigung dominierter Bewertungsanlässe, Wiesbaden: Gabler Verlag ,2011. online unter: [http://fox.leuphana.de/portal/de/publications/unternehmensbewertung-von-kmu--eine-analyse-unter-besonderer-beruecksichtigung-dominierter-bewertungsanlasse\(70872d69-b138-45f9-a2f2-02ce0f77f6cd\).html](http://fox.leuphana.de/portal/de/publications/unternehmensbewertung-von-kmu--eine-analyse-unter-besonderer-beruecksichtigung-dominierter-bewertungsanlasse(70872d69-b138-45f9-a2f2-02ce0f77f6cd).html).
- SEPPELFRICKE, P. [2020]: Unternehmensbewertungen: Methoden, Übersichten und Fakten für Praktiker, 1. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag ,2020. online unter:
- SERFLING, M. A. [2014]: CEO age and the riskiness of corporate policies, in: Journal of Corporate Finance, Vol. 25 (2014), S. 251 – 273. DOI:10.1016/j.jcorpfin.2013.12.013.

- SEYFRIED, B. Hrsg., [2011]: Ältere Beschäftigte: Zu jung, um alt zu sein: Konzepte – Forschungsergebnisse - Instrumente (Berichte zur beruflichen Bildung, Bielefeld: Bertelsmann, W ,2011. online unter:
- SHUKERI, S. N./SHIN, O. W./SHAARI, M. S. [2012]: Does Board of Director's Characteristics Affect Firm Performance? Evidence from Malaysian Public Listed Companies, in: IBR, Vol. 5 (2012), (9), S. 120 – 127. DOI:10.5539/ibr.v5n9p120.
- SIBBERTSEN, P./LEHNE, H. [2021]: Statistik, Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg ,2021. online unter:
- STACHE, U. [2018]: Aufgaben und Pflichten der Geschäftsführer  
in: GmbH-Recht, *Stache, U. (Hrsg.)*, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden, 2018 S. 125 – 140. online unter: ,2018.
- STEMMLER, M./PETERMANN, F./DASEKING, M./SIEBERT, J./SCHOTT, H./LEHFELD, H./HORN, R. [2013]: Diagnostik und Verlauf von kognitiven Fähigkeiten bei älteren Menschen [The assessment and course of development of cognitive abilities in the elderly], in: Gesundheitswesen (Bundesverband der Ärzte des Öffentlichen Gesundheitsdienstes (Germany)), Vol. 75 (2013), (11), S. 761 – 767. DOI:10.1055/s-0033-1357164.
- STOCK-HOMBURG, R./GROß, M. [2019]: Umgang mit älteren Führungskräften und Mitarbeitern  
in: Personalmanagement, *Stock-Homburg, R./Groß, M. (Hrsg.)*, Band 21, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden, 2019 S. 739 – 778. online unter: ,2019.
- SULZER, T./BÖNNER, A. [2019]: Unternehmensbewertung bei KMU  
in: Banking & Innovation 2018/2019, *Seidel, M. (Hrsg.)*, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden, 2019 (FOM-Edition), S. 305 – 316. online unter: ,2019.
- VINKENBURG, C. J./VAN ENGEN, M. L./EAGLY, A. H./JOHANNESSEN-SCHMIDT, M. C. [2011]: An exploration of stereotypical beliefs about leadership styles: Is transformational leadership a route to women's promotion?, in: The Leadership Quarterly, Vol. 22 (2011), (1), S. 10 – 21. DOI:10.1016/j.leaqua.2010.12.003.
- VISSER, M. de/FAEMS, D. [2015]: Exploration and Exploitation within Firms: The Impact of CEOs' Cognitive Style on Incremental and Radical Innovation Performance, in: Creativity and Innovation Management, Vol. 24 (2015), (3), S. 359 – 372. DOI:10.1111/caim.12137.
- WEBER, M. [1922]: Wirtschaft und Gesellschaft: Grundriss der verstehenden Soziologie, Tübingen: Mohr ,1922. online unter:
- WERNER, J. Hrsg., [2015]: 40 Jahre Duales Studium - Festschrift, Berlin: De Gruyter Oldenburg ,2015. online unter: <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&scope=site&db=nlebk&db=nlabk&AN=1076589>.

- Wirtschaftsforum der Führungskräfte (WdF) [2021]: Wieviel Österreichs Manager verdienen: Die WdF-Einkommensstudie 2021 - Branchen, Regionen, Gehälter ; inkl. Extras wie Dienstautos, Aktien-Optionen und betriebliche Vorsorge, 40. Auflage, Wien ,2021. online unter:
- WÜNSCHE, M. [2016]: Betriebswirtschaftliche Kennzahlen  
in: Prüfungsvorbereitung Bilanzbuchhalter IHK, *Wünsche, M. (Hrsg.)*, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden, 2016 S. 443 – 456. online unter: ,2016.
- ZHANG, C. [2017]: Top manager characteristics, agglomeration economies and firm performance, in: *Small Bus Econ*, Vol. 48 (2017), (3), S. 543 – 558. DOI:10.1007/s11187-016-9805-y.
- ZHANG, C./LI, G./CUI, W. [2017]: High resolution remote sensing image change detection based on law of cosines with box-whisker plot. 2017 International Workshop on Remote Sensing with Intelligent Processing (RSIP), Shanghai, China, S. 1 – 9. online unter:

## Anhang

Anhang 1: Beurteilungsbogen Management in MS-Forms  
Quelle: eigene Darstellung

# Beurteilungsbogen Management

1. Wann sind Sie geboren?

Angabe im Format MM.JJJJ

Ihre Antwort eingeben

2. Wann haben Sie die Funktion der Geschäftsleitung übernommen?

Angabe im Format MM.JJJJ

Ihre Antwort eingeben

5. Besitzen Sie Unternehmensanteile?

Wenn ja, wie hoch ist Ihr Anteil der Stimmrechte in %?

Ihre Antwort eingeben

6. Welche Ausbildung(en) haben Sie absolviert?

Mehrfachantworten sind möglich

- Doktoratsstudium
- MBA – Studium
- Masterstudium
- Bachelorstudium
- Hochschulreife
- Meisterprüfung
- Lehrabschluss

### 3. Beurteilung Führungsstil - Teil 1

MLQ Form 65

	Überhaupt nicht	Ab und zu	Manchmal	Ziemlich oft	Häufig, wenn nicht immer
Ich gebe anderen ein gutes Gefühl, in meiner Nähe zu sein	<input type="radio"/>				
Ich drücke mit ein paar einfachen Worten aus, was wir tun könnten und sollten	<input type="radio"/>				
Ich ermögliche anderen, über alte Probleme auf eine neue Weise nachzudenken	<input type="radio"/>				
Ich helfe anderen, sich weiterzuentwickeln	<input type="radio"/>				
Ich sage anderen, was sie tun sollen, wenn sie für ihre Arbeit belohnt werden wollen	<input type="radio"/>				
Ich bin zufrieden, wenn andere die vereinbarten Standards erfüllen	<input type="radio"/>				
Ich bin zufrieden damit, andere immer auf die gleiche Art und Weise weiter arbeiten zu lassen	<input type="radio"/>				
Andere haben volles Vertrauen in mich	<input type="radio"/>				
Ich erzeuge anregende Vorstellungen darüber, was wir tun können	<input type="radio"/>				
Ich gebe anderen neue Sichtweisen auf rätselhafte Dinge	<input type="radio"/>				

#### 4. Beurteilung Führungsstil - Teil 2

MLQ Form 65

	Überhaupt nicht	Ab und zu	Manchmal	Ziemlich oft	Häufig, wenn nicht immer
Ich lasse andere wissen, wie es ihnen meiner Meinung nach geht	<input type="radio"/>				
Ich biete Anerkennung/ Belohnung, wenn andere ihre Ziele erreichen	<input type="radio"/>				
Solange es funktioniert, versuche ich nichts zu ändern	<input type="radio"/>				
Was andere machen wollen, ist auch mir recht	<input type="radio"/>				
Andere sind stolz darauf, mit mir verbunden zu sein bzw. arbeiten zu dürfen	<input type="radio"/>				
Ich helfe anderen, Sinn in ihrer Arbeit zu finden	<input type="radio"/>				
Ich bringe andere dazu, Ideen zu überdenken, die sie vorher nie in Frage gestellt hatten	<input type="radio"/>				
Ich schenke anderen, die abgelehnt zu sein scheinen, persönliche Aufmerksamkeit	<input type="radio"/>				
Ich lenke die Aufmerksamkeit darauf, was andere für das bekommen können, was sie leisten	<input type="radio"/>				
Ich erkläre anderen die Standards, die sie kennen müssen, um ihre Arbeit auszuführen	<input type="radio"/>				
Ich verlange von anderen nicht mehr als das absolut Notwendigste	<input type="radio"/>				

7. Welche Fachrichtung(en) haben Sie in Ihrer Ausbildung gewählt bzw. bringen Sie Erfahrung mit?

Mehrfachantworten sind möglich

- Technik, Ingenieurwesen
- Mathematik, Naturwissenschaften
- Wirtschaft, Recht, Sozialwissenschaften
- Sprache, Kultur
- Gesundheit, Medizin, Sport
- Kunst
- Agrar-, Forst-, Ernährungswissenschaft
- andere

8. Haben Sie erfolgsabhängige Vergütungsbestandteile?

Wenn ja, welchen %-Anteil machen diese von Ihrer Gesamtvergütung aus?

9. Beziehen Sie Nebenleistungen (z.B. Dienstfahrzeug, betriebliche Altersvorsorge)?

Wenn ja, welche ?

Absenden

**KASPER RORSTED - HENKEL**

<b>IDEALIZED INFLUENCE</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Rorsted describes himself as a very direct and uncomplicated person who favours straight talk and honesty. He is an open, engaging and down-to-earth manager who gained trust and admiration from his employees all over the world for his visible and accessible leadership style.</li> <li>While traveling to all major sites of the company and sometimes being six weeks in a row away from his family, Rorsted goes beyond self-interests to understand the business better.</li> <li>He talks about his values and his life motto is the following. If you do something, do it with your full heart and do it properly. Whether it is your studies, sports, or your job, if you are not willing to do it with all your energy, you should leave it.</li> <li>A lesson Rorsted has learnt from business is that he always tries to be friendly, but not a friend. As he prefers honest conversations with people about performance, it is easier to stick to this approach when he is simply friendly instead of a friend.</li> <li>His management style represents a mixture of his previous experience and his identity. He is the approachable Dane, an ambitious American, and a disciplined German.</li> </ul>	3,25   4
<b>INSPIRATIONAL MOTIVATION</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Rorsted does not believe in hierarchy and rejects the opportunity to establish power by hierarchy. He rather thinks that you can establish power by who you are in an organisation.</li> <li>He employs a visible and accessible leadership style to motivate his employees to contribute to the company's success. Rorsted considers his primary task in shaping Henkel's growth strategy and clearly communicate it to all employees. In 2013 he visited 28 sites in 22 countries to promote his growth strategy in more than 70 town-hall meetings. Moreover, his door is always open and he encourages his followers to call him directly.</li> <li>Henkel's results-driven performance culture provides clear expectations for employees and Rorsted is not shy to give feedback to provide a clear guideline for people's daily work.</li> </ul>	3,75   4
<b>INTELLECTUAL STIMULATION</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Rorsted is the first non-German and the first Henkel CEO who did not grow up in the company and he has triggered a cultural change at the company. As an intellectually curious person, Rorsted peppers fast-moving conversations with plenty of questions and never gets tired in testing assumptions. Since he does not believe in hierarchy, he tries to push the hierarchy, palpable in many German companies, to stimulate people to actions "out of the system".</li> <li>Rorsted does not like yay-sayers. He does not want people to say what he says. Though he looks to get alignment with his followers, he wants them to have their own opinions.</li> </ul>	3,75   4
<b>INDIVIDUALISED CONSIDERATION</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Under his leadership, Henkel has put a stronger focus on people and people management since Rorsted wants to get the most out of the company's staff. Therefore, a great emphasis has been put on internal promotion and talent development.</li> <li>Rorsted and his board-member colleagues are in regular contact with 200-300 high-potential employees at Henkel. Anytime they travel, they arrange informal breakfast meetings or roundtables with them. They know who is performing particularly well in a country and might be ready for the next steps.</li> <li>While always interested in the individual personality with his or her successes or failures, he really tries to find out who is actually behind the person. He also fosters a two-way exchange in communication and is eager to listen to his employees effectively.</li> </ul>	3,5   4
<b>REFERENCES</b>	
<p>Behrenbeck, K. (2013). <i>Get the strategy and the team right. An interview with the CEO of Henkel.</i> McKinsey; Bryan, A. (2010). <i>No Need to Hit the "Send" Key. Just Talk to Me.</i> The New York Times; Bund, K. (2012). <i>Ein Mann wie eine Maschine.</i> Zeit Online; Wilson, J. (2010). <i>Outsider at the family table.</i> The Financial Times.</p>	

**JEAN-PAUL AGON - L'OREAL**

<b>IDEALIZED INFLUENCE</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Agon is famous for his self-effacing by manner, though he can be tough when he wants to be. He is known to be a natural team leader and is endowed with great human qualities. He is respected for his rich, diverse and unfailingly successful track record at the company. The former CEO Owen-Jones says that his successor enjoys her full confidence.</li> <li>• According to insiders, Agon is always the first one on the dance floor and he certainly has a fun way of letting his hair down. Furthermore, he is admired for his congenial, low-key and ingratiating way. The Welshman was knighted Knight Commander of the Order of the British Empire by Queen Elizabeth and he is a man of integrity.</li> <li>• His affable personality, his Latin warmth, and his down-to-earth openness cloak an iron determination. Colleagues say that Agon will not abandon his position until he has the solution.</li> </ul>	3,5   4
<b>INSPIRATIONAL MOTIVATION</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Optimism comes naturally to Agon. As he finds the right combination between modesty and ambition, and between continuity and renewal, people followed him immediately and instinctively. According to insiders, Agon gave a new sense of dynamism to an already successful model, with a lot of energy and youth.</li> <li>• In order to arouse team spirit, Agon's prescription is decentralisation. To ensure corporate flexibility and motivated teams L'Oreal's divisions are not big structures with one man in charge of everything. Instead they are almost completely autonomous brands and divisions and each brand is made of a team that is completely fanatical.</li> <li>• Colleagues say that Agon is admired for his great sense of energy. He has a great vision and really knows how to motivate people.</li> </ul>	3,75   4
<b>INTELLECTUAL STIMULATION</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Agon likes to say there are no taboos and insiders acknowledge that they can discuss anything with him. His subordinates respect him but they do not fear him. Therefore, it allows employees to challenge Agon internally much more than his predecessor.</li> <li>• Moreover, he stimulated a stronger open-mindedness in terms of finding different ways to bring beauty to the customer, especially in developing markets. Whether entering markets or acquiring brands, the thoughtful and perspicacious Agon exhibits a voracious curiosity and a questioning intellect. For instance, he made a purchase in order to understand better the way distributors work with their hairdressers and how the company could improve the relationship between its brand and the hairdressers.</li> </ul>	3,0   4
<b>INDIVIDUALISED CONSIDERATION</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• One of Agon's priorities for the company is to make the L'Oreal experience a great satisfaction for employees, more than ever a great place where people really can have great personal and professional lives.</li> <li>• Compared to his predecessor, Agon is much more approachable and has a very accessible leadership style. Since Agon worked his way up from the operational ranks, his identification with those he now oversees is still fresh, resulting in a sharper sense of kinship.</li> <li>• He is incredibly engaged in the day-to-day business and has a reputation of rolling up his shirt sleeves and delving into the details of a launch plan offered by his followers. Agon likes to share and discuss issues with his followers in a two-way exchange not in order to control but to support them in their daily challenges.</li> </ul>	3,25   4
<b>REFERENCES</b>	
<p>Born, P. (2007). <i>Agon in Command. The CEO Issue. Women's Wear Daily</i>; Evans, M. W. (2005). <i>Agon Succeeding Owen-Jones. Women's Wear Daily</i>; Pinto, D. (2009). <i>Agon Grows L'Oreal Passion for Beauty. MMR</i>; Shroff, P. (2006). <i>He's worth it. The Economic Times.</i></p>	

**ANTÓNIO HORTA-OSÓRIO - LLOYDS BANK**

<b>IDEALIZED INFLUENCE</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Horta-Osório is a serial achiever, an individual whose energy is infectious, and clearly somebody who is very passionate in his quest for success. In short, he is a very charismatic leader.</li> <li>• He is always itching for the next challenge and when he was a student he asked his lecturer whether he may be allowed to retake his tax exam tough he already got 18 out of 20. This incident illustrates his ambitious spirit which has underpinned his entire career.</li> <li>• With a quiet and sometimes diffident manner, Horta-Osório is not seen as the stereotypical Rolex-wearing banker and his people are very loyal to him. It is hard to find anyone with a bad word to say about him. Only one colleague tempers praise by saying that Horta-Osório sees things in black and white tough life is not like that.</li> </ul>	3,5   4
<b>INSPIRATIONAL MOTIVATION</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• With his energetic and enthusiastic manner Horta-Osório may be able to motivate his followers. He is known to be like an actor in the way he makes eye contact. His vision for the future is to create the best and most successful commercial bank in the UK which underlines his ambitious character.</li> <li>• However, he is also known for his micromanagement style which contributed to a serious stress-induced exhaustion forcing Horta-Osório to take a sick leave for six weeks to recover from serious fatigue and insomnia. He used to be very focused on day-to-day management instead of leadership issues. It is further questionable whether a CEO who used to work 18-hour days and seven-day weeks can set an example which motivates and inspires employees.</li> <li>• Back from his sick leave, Horta-Osório acknowledged that he has to change his leadership style and announced a senior management restructuring which included cutting the number of executives reporting directly to him and an increase in delegation.</li> </ul>	2,25   4
<b>INTELLECTUAL STIMULATION</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• As an outsider instead of a company veteran Horta-Osório may be someone who can look at the bank's situation with a fresh pair of eyes. And when he took over as CEO, he acknowledged that a big overhaul of the bank will be necessary.</li> <li>• Furthermore, Horta-Osório is described as a suave intellectual.</li> </ul>	2,0   4
<b>INDIVIDUALISED CONSIDERATION</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• At his former employer Santander, Horta-Osório introduced branch visits. During five-hour meetings, he talked to local staff members and listened to their individual issues and problems. As a followup, he requested detailed reports about the status of those problems.</li> <li>• Before stepping into the CEO role, Horta-Osório moved to assess the situation at Llyods. He has held about 50 meetings with department heads, including those in risk and human resources. He further checked out branches to ask employees what could be improved.</li> <li>• Although his change in leadership style will involve direct contact with less people, he does not want to lose his ear for his employees and seeks to implement the right level of power sharing, effective coordination, and communication up and down the line.</li> </ul>	3,25   4
<b>REFERENCES</b>	
<p>Hinks, P. (2012). Antonio Horta-Osorio: Charisma and the fate of the heroic leader. <i>Leaders We Deserve</i>; Jenkins, P. (2010). Man in the News: António Horta-Osório. <i>The Financial Times</i>; Jenkins, P. (2011). Lloyds chief is having to reapply for own job. <i>The Financial Times</i>; Jenkins, P.; Goff, S. (2011). Horta-Osório pledges to restore confidence. <i>The Financial Times</i>; Little, N. (2012). Return of Lloyds boss Horta-Osório stresses the stress issue. <i>Management Today</i>. Wedigier, J. (2011). Quickly, New Lloyds Chief Sets a Path to Exert Control. <i>New York Times</i>.</p>	

**Anhang 5:** Auswertung Fragebogen am Beispiel der Z-GmbH  
Quelle: eigene Darstellung

## Auswertung Fragebogen

befüllen

### Alter

Geburtsjahr	1978
Übernahme GF	2014

### Führungsstil - Teil 1

ST 1	ab und zu
ST 2	ziemlich oft
ST 3	manchmal
ST 4	ziemlich oft
ST 5	häufig, wenn nicht immer
ST 6	häufig, wenn nicht immer
ST 7	manchmal
ST 8	häufig, wenn nicht immer
ST 9	ziemlich oft
ST 10	ziemlich oft

### Führungsstil - Teil 2

ST 11	häufig, wenn nicht immer
ST 12	häufig, wenn nicht immer
ST 13	manchmal
ST 14	ab und zu
ST 15	ziemlich oft
ST 16	häufig, wenn nicht immer
ST 17	ziemlich oft
ST 18	ab und zu
ST 19	häufig, wenn nicht immer
ST 20	häufig, wenn nicht immer
ST 21	Überhaupt nicht

### Beteiligung

Anteile	0
---------	---

### IC | Ausbildung

höchste Ausbildung	Hochschulreife
Fachrichtung	Technik

### Gehaltsvergütungssystem

var Anteil	40%
sonstige	nein

**Anhang 6:** Interpretationspanel am Beispiel der Z-GmbH  
Quelle: eigene Darstellung

**Interpretationspanel**

	Ergebnisse	Idealtypus	Vergleich	Interpretation
<b>Alter</b>				
Altersgruppe	Mittel	Mittel	✓	idealtypische Übereinstimmung
Funktionsperiode	8 Jahre	max 12 Jahre	✓	idealtypische Übereinstimmung
<b>IC  Ausbildung</b>				
Fachrichtung	Technik	technisches/ betriebswirtschaftliches	☐	abweichend, überwiegend schlecht
Asbildungsstufe	Hochschulreife	Studium		
<b>Führungsstil</b>				
Transformationale	71%	Transformational	☐	abweichend, überwiegend gut
Transaktional	92%			
Laissez-faire	25%			
<b>Beteiligung</b>				
	0%	0%	✓	idealtypische Übereinstimmung
<b>Gehaltsvergütung fix</b>				
	60%	30%	☐	abweichend

**Anhang 7:** Scoring-Panel am Beispiel der Z-GmbH  
Quelle: eigene Darstellung

**Scoring - Panel**

Kriterium   Einflussfaktor	Gewichtung	Punkte	Ergebnis
Alter	20%	4	0,8
IC   Ausbildung	20%	1	0,2
Managementstil	20%	3	0,6
Beteiligung	20%	4	0,8
Gehaltsvergütungssystem	20%	2	0,4
<b>Gesamt</b>	<b>100%</b>	<b>14</b>	<b>2,8</b>
Übereinstimmung Idealtypus			70,0%
Potential zum Idealtypus			30,0%

**Anhang 8:** Ableitung Einflussgröße des Idealtypus am Beispiel der Z-GmbH  
Quelle: eigene Darstellung

**Ableitung Einflussgröße**

	1	2	3	4	5	
Mehrendite Idealtypus p.a.	6,93%					
Mehrverzinsung auf Kapital	6,93%	14,34%	22,26%	30,74%	39,80%	
WACC	9,525%	9,527%	9,527%	9,527%	9,527%	
Diskontierungsfaktor	1,0953	1,1996	1,3139	1,4391	1,5762	
PV	81,833%	6,327%	11,954%	16,945%	21,358%	25,249%

**Anhang 9:** WACC – Parameter der Z-GmbH  
Quelle: eigene Darstellung

**WACC - Parameter**

$\beta_u$	1,0849322
MRP	8,69%
$r_f$	0,12%
$r_D$	1,57%
Steuersatz	25%

**$\beta$  (monatlich) - Peer Group | 31.12.21**

SCHAEFFLER AG INH. VZO	1,06
RHEINMETALL AG	1,30
ELRINGKLINGER AG NA O.N.	1,29
Alro SA Slatina	0,69
Mittelwert	1,08

**Anhang 10: Bilanz der Z-GmbH – Aktiva Seite**  
Quelle: eigene Darstellung

**Bilanz - Aktiva**

Gliederung gemäß §224 UGB

■ IST - Perioden  
■ PLAN - Perioden

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	ewige Rente
<b>I. Immaterielles Anlagevermögen</b>	110.355	152.670	113.920	113.920	113.920	113.920	113.920	113.920	113.920
<b>II. Sachanlagen</b>	22.606.608	27.685.410	30.074.956	30.074.956	30.074.956	30.074.956	30.074.956	30.074.956	30.074.956
1. Grundstücke	10.111.473	11.856.167	15.894.108	15.894.108	15.894.108	15.894.108	15.894.108	15.894.108	15.894.108
1.a davon Grundanteil	2.880.366	2.861.032	2.891.230	2.891.230	2.891.230	2.891.230	2.891.230	2.891.230	2.891.230
2. technische Anlagen und Maschinen	10.519.405	12.890.661	12.151.489	12.151.489	12.151.489	12.151.489	12.151.489	12.151.489	12.151.489
3. Betriebs- und Geschäftsausstattung	1.373.283	1.465.710	1.308.516	1.308.516	1.308.516	1.308.516	1.308.516	1.308.516	1.308.516
4. geleistete Anzahlungen und Anlagen im Bau	602.446	1.472.871	720.842	720.842	720.842	720.842	720.842	720.842	720.842
<b>III. Finanzanlagen</b>	777.720	777.720	835.840	835.840	835.840	835.840	835.840	835.840	835.840
1. Wertpapiere des Anlagevermögens	777.720	777.720	835.840	835.840	835.840	835.840	835.840	835.840	835.840
<b>A. Anlagevermögen</b>	<b>23.494.683</b>	<b>28.615.800</b>	<b>31.024.716</b>						
<b>I. Vorräte</b>	5.019.560	5.387.679	6.073.000	6.150.000	6.150.000	6.150.000	6.150.000	6.150.000	6.150.000
1. Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	2.572.259	2.361.412	2.996.517	3.000.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000
2. unfertige Erzeugnisse	1.121.169	1.623.331	1.643.419	1.650.000	1.650.000	1.650.000	1.650.000	1.650.000	1.650.000
3. fertige Erzeugnisse und Waren	1.326.132	1.402.937	1.361.766	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000
4. geleistete Anzahlungen	-	-	71.298	-	-	-	-	-	-
<b>II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände</b>	2.447.065	3.093.992	2.234.575	2.046.000	2.138.000	2.224.000	2.290.000	2.348.000	2.394.000
1. Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1.745.751	1.911.262	1.792.853	1.846.000	1.938.000	2.024.000	2.090.000	2.148.000	2.194.000
2. sonstige Forderungen	701.314	1.182.729	441.723	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000
<b>III. Kassenbestand, Schecks, Guthaben bei Kreditinstituten</b>	4.361.970	1.496.612	1.646.749	890.022	1.736.495	2.668.458	3.664.997	4.317.155	5.203.428
<b>B. Umlaufvermögen</b>	<b>35.323.278</b>	<b>38.594.083</b>	<b>40.979.039</b>	<b>40.110.738</b>	<b>41.049.211</b>	<b>42.067.174</b>	<b>43.129.713</b>	<b>43.839.871</b>	<b>44.772.144</b>
<b>C. Rechnungsabgrenzungsposten</b>	<b>11.637</b>	<b>4.720</b>	<b>44.093</b>	-	-	-	-	-	-
<b>D. Aktive latente Steuern</b>	<b>302.516</b>	<b>314.933</b>	<b>201.175</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Bilanzsumme</b>	<b>35.637.431</b>	<b>38.913.737</b>	<b>41.224.307</b>	<b>40.110.738</b>	<b>41.049.211</b>	<b>42.067.174</b>	<b>43.129.713</b>	<b>43.839.871</b>	<b>44.772.144</b>

Anmerkung: sämtliche Cash-Bestände sind betriebsnotwendig

**Anhang 11: Bilanz der Z-GmbH – Passiva Seite**  
Quelle: eigene Darstellung

**Bilanz - Passiva**

Gliederung gemäß §224 UGB

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	ewige Rente
<b>I. Eingefordertes Nennkapital (Grund-, Stammkapital)</b>	222.833	222.833	222.833	222.833	222.833	222.833	222.833	222.833	222.833
<b>II. Gewinnrücklagen</b>	1.122.590	1.122.590	1.122.590	1.122.590	1.122.590	1.122.590	1.122.590	1.122.590	1.122.590
1. gesetzliche Rücklage	29.069	29.069	29.069	29.069	29.069	29.069	29.069	29.069	29.069
2. andere Rücklagen	1.093.521	1.093.521	1.093.521	1.093.521	1.093.521	1.093.521	1.093.521	1.093.521	1.093.521
<b>IV. Bilanzgewinn (Bilanzverlust)</b>	29.694.537	32.500.245	34.550.496	33.775.315	34.823.788	35.954.751	37.008.290	37.993.448	38.915.721
a) davon Jahresgewinn/Jahresverlust	4.165.836	3.054.025	2.326.113	930.559	1.187.419	1.391.029	1.466.741	1.471.139	1.436.047
b) davon Gewinnvortrag/Verlustvortrag	25.528.701	29.446.220	32.224.383	32.844.756	33.636.369	34.563.722	35.541.549	36.522.308	37.479.673
<b>A. Eigenkapital</b>	<b>31.039.960</b>	<b>33.845.668</b>	<b>35.895.919</b>	<b>35.120.738</b>	<b>36.169.211</b>	<b>37.300.174</b>	<b>38.353.713</b>	<b>39.338.871</b>	<b>40.261.144</b>
<b>B. Subventionen und Zuschüsse</b>	<b>78.922</b>	<b>68.702</b>	<b>82.570</b>	-	-	-	-	-	-
1. Rückstellungen für Abfertigungen	1.691.908	1.809.281	1.674.278	1.500.000	1.350.000	1.250.000	1.250.000	1.000.000	1.000.000
2. Rückstellungen für Pensionen	160.185	185.090	226.214	200.000	200.000	150.000	150.000	100.000	100.000
3. Steuerrückstellungen	3.855	9.052	706.623	-	-	-	-	-	-
4. sonstige Rückstellungen	847.808	807.006	776.772	800.000	800.000	800.000	800.000	800.000	800.000
<b>C. Rückstellungen</b>	<b>2.703.756</b>	<b>2.810.429</b>	<b>3.383.888</b>	<b>2.500.000</b>	<b>2.350.000</b>	<b>2.200.000</b>	<b>2.200.000</b>	<b>1.900.000</b>	<b>1.900.000</b>
1. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	-	-	-	750.000	750.000	750.000	750.000	750.000	750.000
a) davon kurzfristig	-	-	-	-	-	-	-	-	-
b) davon langfristig	-	-	-	750.000	750.000	750.000	750.000	750.000	750.000
2. erhaltenen Anzahlungen auf Bestellungen	-	-	1.412	-	-	-	-	-	-
a) davon kurzfristig	-	-	1.412	-	-	-	-	-	-
b) davon langfristig	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.042.417	1.374.065	984.399	890.000	930.000	967.000	996.000	1.021.000	1.041.000
a) davon kurzfristig	1.042.417	1.374.065	984.399	890.000	930.000	967.000	996.000	1.021.000	1.041.000
b) davon langfristig	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4. sonstige Verbindlichkeiten	772.377	814.873	876.120	850.000	850.000	850.000	830.000	830.000	820.000
a) davon kurzfristig	772.377	814.873	876.120	850.000	850.000	850.000	830.000	830.000	820.000
b) davon langfristig	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>D. Verbindlichkeiten</b>	<b>1.814.794</b>	<b>2.188.938</b>	<b>1.861.930</b>	<b>2.490.000</b>	<b>2.530.000</b>	<b>2.567.000</b>	<b>2.576.000</b>	<b>2.601.000</b>	<b>2.611.000</b>
<b>E. Rechnungsabgrenzungsposten</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Bilanzsumme</b>	<b>35.637.431</b>	<b>38.913.737</b>	<b>41.224.307</b>	<b>40.110.738</b>	<b>41.049.211</b>	<b>42.067.174</b>	<b>43.129.713</b>	<b>43.839.871</b>	<b>44.772.144</b>

**Anhang 12: Gewinn- und Verlustrechnung der Z-GmbH**  
Quelle: eigene Darstellung

**Gewinn- und Verlustrechnung**

Gliederung gemäß §231 UGB

IST - Perioden  
PLAN - Perioden

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	ewige Rente
1. Umsatzerlöse	38.807.030	34.251.056	30.499.026	32.024.000	33.465.000	34.804.000	35.848.000	36.744.000	37.479.000
2. Bestandsveränderung	10.307	578.966	21.083	- 50.000	- 50.000	- 50.000	- 50.000	- 50.000	-
3. andere aktivierte Eigenleistungen	131.652	195.037	293.105	-	-	-	-	-	-
<b>4. Betriebsleistung</b>	<b>38.948.989</b>	<b>35.025.060</b>	<b>30.771.048</b>	<b>31.974.000</b>	<b>33.415.000</b>	<b>34.754.000</b>	<b>35.798.000</b>	<b>36.694.000</b>	<b>37.479.000</b>
5. Materialaufwand	- 15.736.336	- 14.695.930	- 12.554.087	- 13.293.000	- 13.891.000	- 14.447.000	- 14.880.000	- 15.252.000	- 15.557.000
6. Personalaufwand	- 11.493.944	- 11.288.305	- 10.485.315	- 11.901.979	- 12.324.499	- 12.762.019	- 13.215.071	- 13.684.206	- 14.169.995
7. sonstige betriebliche Aufwendungen	- 3.327.601	- 1.573.221	- 883.684	- 1.789.000	- 1.869.000	- 1.944.000	- 2.002.000	- 2.052.000	- 2.094.000
8. Sonstige Betriebliche Erträge	29.048	35.186	39.934	32.000	34.000	35.000	36.000	37.000	38.000
9. Abschreibungen	- 2.828.318	- 3.444.455	- 3.791.908	- 3.800.000	- 3.800.000	- 3.800.000	- 3.800.000	- 3.800.000	- 3.800.000
<b>10. Zwischensumme I.</b>	<b>- 33.357.151</b>	<b>- 30.966.725</b>	<b>- 27.675.060</b>	<b>- 30.751.979</b>	<b>- 31.850.499</b>	<b>- 32.918.019</b>	<b>- 33.861.071</b>	<b>- 34.751.206</b>	<b>- 35.582.995</b>
11. Erträge aus Wertpapiere des Finanzanlagevermögens	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000
12. Aufwendungen aus Wertpapiere des Finanzanlagevermögens	- 58.120	-	-	-	-	-	-	-	-
13. Erträge aus dem Abgang von und der Zuschreib, zu Finanzanlagen und Wertpapieren des	-	-	58.120	-	-	-	-	-	-
14. sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	187	926	230	500	500	500	500	500	500
15. Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-	- 47	- 913	- 11.775	- 11.775	- 11.775	- 11.775	- 11.775	- 11.775
<b>16. Zwischensumme II.</b>	<b>- 27.933</b>	<b>30.879</b>	<b>87.436</b>	<b>18.725</b>	<b>18.725</b>	<b>18.725</b>	<b>18.725</b>	<b>18.725</b>	<b>18.725</b>
<b>17. Ergebnis vor Steuern</b>	<b>5.563.904</b>	<b>4.089.214</b>	<b>3.183.424</b>	<b>1.240.746</b>	<b>1.583.226</b>	<b>1.854.706</b>	<b>1.955.654</b>	<b>1.961.519</b>	<b>1.914.730</b>
18. Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	- 1.398.068	- 1.035.189	- 857.311	- 310.186	- 395.806	- 463.676	- 488.914	- 490.380	- 478.682
<b>19. Ergebnis nach Steuern</b>	<b>4.165.836</b>	<b>3.054.025</b>	<b>2.326.113</b>	<b>930.559</b>	<b>1.187.419</b>	<b>1.391.029</b>	<b>1.466.741</b>	<b>1.471.139</b>	<b>1.436.047</b>
<b>20. Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag</b>	<b>4.165.836</b>	<b>3.054.025</b>	<b>2.326.113</b>	<b>930.559</b>	<b>1.187.419</b>	<b>1.391.029</b>	<b>1.466.741</b>	<b>1.471.139</b>	<b>1.436.047</b>
21. Gewinnvortrag/Verlustvortrag aus dem Vorjahr	25.528.701	29.446.220	32.224.383	32.844.756	33.636.369	34.563.722	35.541.549	36.522.308	37.479.673
<b>22. Bilanzgewinn/Bilanzverlust</b>	<b>29.694.537</b>	<b>32.500.245</b>	<b>34.550.496</b>	<b>33.775.315</b>	<b>34.823.788</b>	<b>35.954.751</b>	<b>37.008.290</b>	<b>37.993.448</b>	<b>38.915.721</b>

## Anhang 13: Geldflussrechnung der Z-GmbH

Quelle: eigene Darstellung

### Geldflussrechnung

in Anlehnung an das Fachgutachten KFS/BW 2 (indirekte Methode)

IST - Perioden

PLAN - Perioden

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	ewige Rente
Ergebnis vor Steuern	4.089.214	3.183.424	1.240.746	1.583.226	1.854.706	1.955.654	1.961.519	1.914.730
+/- Abschreibungen/Zuschreibungen auf Vermögensgegenstände des Investitionsbereichs	3.444.455	3.791.908	3.800.000	3.800.000	3.800.000	3.800.000	3.800.000	3.800.000
-/+ Gewinn/Verlust aus dem Abgang von Vermögensgegenstände des Investitionsbereichs	- 30.977	17.620	-	-	-	-	-	-
+/- sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen/Erträge	- 22.638	127.626	118.605	-	-	-	-	-
<b>Geldfluss aus dem Ergebnis</b>	<b>7.480.055</b>	<b>7.120.578</b>	<b>5.159.351</b>	<b>5.383.226</b>	<b>5.654.706</b>	<b>5.755.654</b>	<b>5.761.519</b>	<b>5.714.730</b>
-/+ Zunahme/Abnahme der Vorräte, der Forderungen aus L.u.L. sowie anderer Aktiva	- 1.008.129	134.724	155.668	- 92.000	- 86.000	- 66.000	- 58.000	- 46.000
+/- Zunahme/Abnahme von Rückstellungen	106.673	573.459	- 883.888	- 150.000	- 150.000	-	- 300.000	-
+/- Zunahme/Abnahme der Verbindlichkeiten aus L.u.L. sowie anderer Passiva	374.144	- 327.008	628.070	40.000	37.000	9.000	25.000	10.000
<b>Netto-Geldfluss aus dem Ergebnis vor Steuern</b>	<b>6.952.744</b>	<b>7.501.753</b>	<b>5.059.200</b>	<b>5.181.226</b>	<b>5.455.706</b>	<b>5.698.654</b>	<b>5.428.519</b>	<b>5.678.730</b>
- Zahlungen für Ertragsteuern	- 1.035.189	- 857.311	- 310.186	- 395.806	- 463.676	- 488.914	- 490.380	- 478.682
<b>Netto-Geldfluss aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>5.917.555</b>	<b>6.644.442</b>	<b>4.749.014</b>	<b>4.785.419</b>	<b>4.992.029</b>	<b>5.209.741</b>	<b>4.938.139</b>	<b>5.200.047</b>
+ Einzahlungen aus Anlagenabgang (ohne Finanzanlagen)	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Einzahlungen aus Finanzanlagenabgang und sonstigen Finanzinvestitionen	-	-	-	-	-	-	-	-
- Auszahlungen aus Anlagenzugang (ohne Finanzanlagen)	- 8.534.596	- 6.218.443	- 3.800.000	- 3.800.000	- 3.800.000	- 3.800.000	- 3.800.000	- 3.800.000
- Auszahlungen aus Finanzanlagenzugang und sonstigen Finanzinvestitionen	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Netto-Geldfluss aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>- 8.534.596</b>	<b>- 6.218.443</b>	<b>- 3.800.000</b>					
+ Einzahlungen von Eigenkapital	-	-	-	-	-	-	-	-
- Rückzahlungen von Eigenkapital	-	-	-	-	-	-	-	-
- Auszahlungen zur Bedienung des Eigenkapitals	- 248.317	- 275.862	- 1.705.740	- 138.947	- 260.066	- 413.202	- 485.981	- 513.774
+ Einzahlungen aus der Begebung von Anleihen und der Aufnahme von Finanzkrediten	-	-	-	-	-	-	-	-
- Auszahlungen für die Tilgung von Anleihen und Finanzkrediten	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Netto-Geldfluss aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>- 248.317</b>	<b>- 275.862</b>	<b>- 1.705.740</b>	<b>- 138.947</b>	<b>- 260.066</b>	<b>- 413.202</b>	<b>- 485.981</b>	<b>- 513.774</b>
<b>Zahlungswirksame Veränderung des Finanzmittelbestands</b>	<b>- 2.865.358</b>	<b>150.136</b>	<b>- 756.726</b>	<b>846.473</b>	<b>931.963</b>	<b>996.538</b>	<b>652.158</b>	<b>886.273</b>
+ Finanzmittelbestand am Beginn der Periode	4.361.970	1.496.612	1.646.749	890.022	1.736.495	2.668.458	3.664.997	4.317.155
<b>Finanzmittelbestand am Ende der Periode</b>	<b>1.496.612</b>	<b>1.646.749</b>	<b>890.022</b>	<b>1.736.495</b>	<b>2.668.458</b>	<b>3.664.997</b>	<b>4.317.155</b>	<b>5.203.428</b>

**Anhang 14: Berechnung des FCF der Z-GmbH**  
Quelle: eigene Darstellung

**Berechnung FCF**

IST - Perioden  
PLAN - Perioden

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	ewige Rente
Unternehmensrechtliches Jahresergebnis		3.054.025	2.326.113	930.559	1.187.419	1.391.029	1.466.741	1.471.139	1.436.047
+ Fremdkapitalzinsen	-	47	913	- 11.775	- 11.775	- 11.775	- 11.775	- 11.775	- 11.775
- Steuerersparnis aus der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen (Tax Shield)		12	228	2.944	2.944	2.944	2.944	2.944	2.944
<b>Ergebnis vor Zinsen nach angepassten Ertragssteuern</b>		<b>3.053.991</b>	<b>2.325.428</b>	<b>921.728</b>	<b>1.178.588</b>	<b>1.382.198</b>	<b>1.457.909</b>	<b>1.462.308</b>	<b>1.427.216</b>
+/- Aufwendungen/Erträge aus Anlagenabgängen									
+/- Abschreibungen/Zuschreibungen		3.444.455	3.791.908	3.800.000	3.800.000	3.800.000	3.800.000	3.800.000	3.800.000
+/- Bildung/Auflösung langfristiger Rückstellungen		106.673	573.459	- 883.888	- 150.000	- 150.000	-	- 300.000	-
+/- sonstige zahlungswirksame Aufwendungen/Erträge		22.638	127.626	118.605	-	-	-	-	-
-/+ Erhöhung/Verminderung des Nettoumlaufvermögens (ohne kf. verzinsliche Verb.)	-	1.008.129	134.724	155.668	- 92.000	- 86.000	- 66.000	- 58.000	- 46.000
-/+ Cash-Flow aus Investitionen/Desinvestitionen	-	8.534.596	6.218.443	- 3.800.000	- 3.800.000	- 3.800.000	- 3.800.000	- 3.800.000	- 3.800.000
<b>Free Cash Flow (FCF)</b>	-	<b>2.960.243</b>	<b>734.701</b>	<b>312.113</b>	<b>936.588</b>	<b>1.146.198</b>	<b>1.391.909</b>	<b>1.104.308</b>	<b>1.381.216</b>

**Anhang 15: Plausibilisierungskennzahlen der Z-GmbH**  
Quelle: eigene Darstellung

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	ewige Rente
Days Sales Outstanding	23	33	26	23	23	23	23	23	23
Lagerdauer der Vorräte in Tagen	115	132	174	167	159	153	149	145	142
Zahlungsziel der Verbindlichkeiten	10	14	12	10	10	10	10	10	10
Cash Conversion Cycle	128	151	188	180	172	166	162	158	155
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	ewige Rente
Materialintensität	47,18%	47,46%	45,36%	43,23%	43,61%	43,89%	43,94%	43,89%	43,72%
Personalintensität	34,46%	36,45%	37,89%	38,70%	38,69%	38,77%	39,03%	39,38%	39,82%
Sonstiger Aufwand	18,37%	16,09%	16,75%	18,07%	17,69%	17,34%	17,03%	16,73%	16,46%
Umsatzrentabilität	14,29%	11,68%	10,35%	3,88%	4,74%	5,34%	5,46%	5,35%	5,11%
Umsatzwachstum	-396%	-296%	-196%	5,0%	4,5%	4,0%	3,0%	2,5%	2,0%

**Anhang 16: Ermittlung des Gesamtunternehmenswertes der Z-GmbH**  
Quelle: eigene Darstellung

**Bewertung nach IST-Vorgehensweise Kooperationspartner**  
**[in T€]**

Jahr	0	1	2	3	4	5	Ewige Rente
FCF		<b>312,1</b>	<b>936,6</b>	<b>1.146,2</b>	<b>1.391,9</b>	<b>1.104,3</b>	<b>1.381,2</b>
FCF 5					14.244,0	15.601,1	
FCF 4				14.275,8	15.635,9		
FCF 3			14.080,5	15.422,0			
FCF 2		13.710,9	15.017,1				
FCF 1	12.803,5	14.023,0					
$\beta_v$	1,085	1,142	1,138	1,137	1,136	1,136	1,135
$\beta_{\text{Debt}}$	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167
$\beta_{\text{unleverded}}$	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085
ke	9,548%	10,044%	10,010%	9,997%	9,990%	9,991%	9,983%
kd	1,570%	1,570%	1,570%	1,570%	1,570%	1,570%	1,570%
kWACC	9,548%	9,525%	9,527%	9,527%	9,527%	9,527%	9,528%
Present Value	<b>11.687,6</b>	<b>12.803,5</b>	<b>13.710,9</b>	<b>14.080,5</b>	<b>14.275,8</b>	<b>14.244,0</b>	<b>14.496,8</b>
Fremdkap. (MW)	0,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0
Eigenkap. (MW)	11.687,6	12.053,5	12.960,9	13.330,5	13.525,8	13.494,0	13.746,8
FK/GK (MW)	0,00%	5,86%	5,47%	5,33%	5,25%	5,27%	5,17%
EK/GK (MW)	100,00%	94,14%	94,53%	94,67%	94,75%	94,73%	94,83%
D/E (MW)	0,00%	6,22%	5,79%	5,63%	5,54%	5,56%	5,46%

**Bewertung unter der Berücksichtigung einer idealtypischer Führung**  
**[in T€]**

		1	2	3	4	5
Mehrrendite Idealtypus p.a.		6,93%				
Mehrverzinsung auf Kapital		0,07	0,14	0,22	0,31	0,40
WACC		9,53%	9,53%	9,53%	9,53%	9,53%
Diskontierungsfaktor		1,095	1,200	1,314	1,439	1,576
PV	0,818	0,063	0,120	0,169	0,214	0,252
<b>Eigenkap. (MW)</b>	<b>11.687,6</b>					
<b>unter idealtypischer Führung</b>	<b>21.251,8</b>					