

# BÖRSENGELISTETE FAMILIENUNTERNEHMEN

FAMILIENUNTERNEHMEN SIND DIE BESSEREN INVESTMENTS

VON PATRICK PICONI UND ANDREAS LESNIEWICZ

## ABSTRACT

Das Conren-Team investiert seit Jahren langfristig ausgerichtete, größere Familienvermögen. Viele der Teammitglieder stammen aus Familienunternehmen – entsprechend tief ist die Denke dieses Typus in der DNA verwurzelt. Vor diesem Hintergrund hat Conren im Rahmen einer Studie rund 900 börsengelistede Familienunternehmen in Europa mitsamt ihren Kennzahlen und Kursentwicklungen in den vergangenen zwölf Jahren analysiert. Anhand des Conren-Universums konnte die Studie empirisch belegen, dass familiengeführte Unternehmen für langfristige Investoren die besseren Investments sind – vor allem in der Krise.

## I. Hintergrund/Ziel der Studie

Als Investoren mit Familienunternehmerhintergrund war es Ziel des Conren-Teams, empirisch zu hinterfragen, ob Aktien von Familienunternehmen sich langfristig tatsächlich besser entwickeln als die Gegenstücke managementgeführter Unternehmen. Das Ergebnis: In über 80% der untersuchten Fälle haben Familiengesellschaften ihre managergeführten Pendanten (oder Nicht-Familienunternehmen) tatsächlich in der Wertentwicklung mitunter weit übertroffen – und das unabhängig von Ländern, Branchen, Größe, dem jeweiligen Abschnitt im Konjunkturzyklus oder der vorherrschenden Marktphase. Die Studie wurde nicht aus wissenschaftlicher Neugier durchgeführt, sondern vor allem mit dem Ziel, Rückschlüsse für die Investitionsstrategie zu ziehen. Pragmatische Fragen waren unter anderem: Wie können Investoren am Erfolg von Unternehmerfamilien teilhaben? Wie kann deren strategische Überlegenheit genutzt werden? Wie identifiziert man Familienunternehmen,

die ihre Stärken konsequent ausspielen? Wie können typischen Risiken von Familienunternehmen vermieden werden?

## II. Gegenstand der Studie

Gegenstand der Studie sind börsennotierte Familienunternehmen in Europa, die eine Marktkapitalisierung von mehr als 200 Mio. EUR aufweisen.

Investoren mit Familienunternehmerhintergrund wissen Aktien mit einem „Kümmerer“ zu schätzen. Aus Conrens Sicht kombinieren börsengelistede Familienunternehmen das Beste aus zwei Welten: Auf der einen Seite stehen die bekannten Stärken von Familienunternehmen, wie eine langfristige Ausrichtung, eine schnelle Entscheidungsfindung oder ein unaufgeregteres Management – auf der anderen die Corporate Governance eines börsengelisteden Unternehmens, kombiniert mit der Anlegeröffentlichkeit als Kontrollorgan. Die Gefahr, dass familiäre Konflikte in das Unternehmen getragen werden oder Familienunternehmer langfristig unverantwortlich managen, wird dadurch verringert. Zudem wird die Fungibilität von Unternehmensanteilen erleichtert, was ein zusätzliches Ventil für Familienkonflikte mit sich bringt. Dazu kommt natürlich der Zugang zum Kapitalmarkt, der vor allem für kapitalintensive Branchen im internationalen Wettbewerb von großer Bedeutung ist.

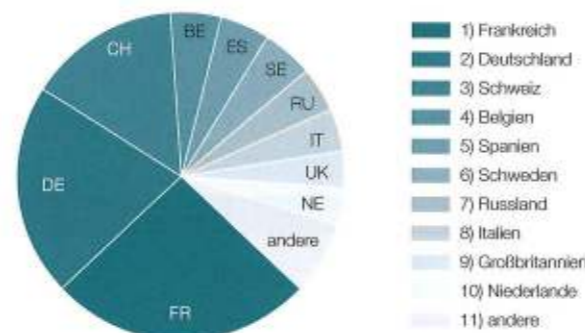
Allerdings treffen auch zwei Kulturen aufeinander. Das Quartalsreporting wird wichtiger, gewisse Themen werden durch Berater und Analysten forciert und auch bei dem so wichtig gewordenen ESG haben Familienunternehmen oft ein Problem: Vielzahlige ESG-Systeme (ESG steht für nachhaltige Unternehmensführung in den Bereichen Environment, Social und Governance) sehen diese Machtkonzentration der Familie unter Corporate Governance-Gesichtspunkten eher negativ.

Für Investoren werden allerdings zahlreiche Interessenkonflikte aufgehoben – man denke nur an die oft viel zu kurzfristig angelegte erfolgsabhängige Managervergütung, die häufig mit Optionsprogrammen verbunden ist. Man kann von

## INHALT

- I. Hintergrund/Ziel der Studie
- II. Gegenstand der Studie
- III. Methodik
- IV. Auszug aus dem Studienergebnis: das Conren-Universum von börsengelisteden Familienunternehmen in Europa
  1. Struktur
  2. Performance
  3. Kennzahlen
- V. Qualitative Interpretation der Ergebnisse: Was macht Familienunternehmen anders?
- VI. Enkelfähigkeit spiegelt sich in den Aktienkursen gelisteter Familienunternehmen – Beispiel COVID-19
- VII. Erneute Stärkung von Familienunternehmen durch Krisensituation durchaus wahrscheinlich

## Länderverteilung nach Marktkapitalisierung



## Länderverteilung nach Unternehmensanzahl

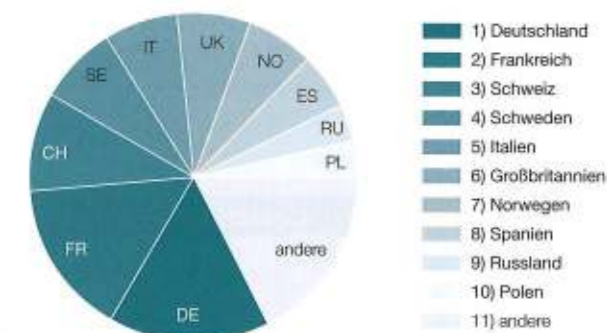


Abb. 1; Quelle: Eigene Darstellung

„inhabergeführt versus managergetrieben“ sprechen. Ein gutes Beispiel sind die massiven, oft fremdfinanzierten Aktienrückkaufprogramme in den USA. Gerade in Zeiten von Unsicherheit sind Familienunternehmen ein wichtiger Anker. Was kann nachhaltiger und im wahrsten Sinne des Wortes „enkelfähiger“ sein?

## III. Methodik

Mit Blick auf Familienunternehmen kommt es darauf an, dass Ankerinvestoren vorhanden sind, die Ersterer langfristig, ohne die üblichen Interessenkonflikte, als „Kümmerer“ begleiten und leiten. Daraus leitet sich die Definition von Familienunternehmen im Rahmen der Studie ab: börsennotierte Unternehmen, welche seit Langem und auch zukünftig noch lange von der (den) Besitzerfamilie(n) maßgeblich beeinflusst werden. Es kommt für die Studie weder darauf an, ob dieser Einfluss im Vorstand, im Aufsichtsrat oder in anderen Gremien liegt, noch darauf, in welcher Generation sich das Familienunternehmen befindet.

In einem ersten Schritt wurde durch folgende Aktienfilter eine Longlist generiert:

- Region West- und Osteuropa
- mindestens 200 Mio. EUR Marktkapitalisierung
- maximal 80% Free Float

Daraufhin wurden die Besitzverhältnisse und die Familienbeteiligung in verschiedenen Datenbanken analysiert, dazu die Historie, Führung und Kontrolle der Unternehmen auf den Webseiten derselben kontrolliert. Das Resultat war eine Liste mit 885 Familienunternehmen. Dieser sind anschließend Charaktereigenschaften wie Unternehmenssitz, Branche oder Marktkapitalisierung sowie Kennzahlen (KGV, KBV, Beta, Dividend Yield, ROE, ROA etc.) zugeordnet worden. Dazu wurden die monat-

lichen Total Returns im Betrachtungszeitraum (1. Januar 2007 bis 30. November 2019) errechnet – und zwar von einzelnen Aktien, vom Conren-Universum und von Vergleichsindizes.

## IV. Auszug aus dem Studienergebnis: das Conren-Universum von börsengelisteden Familienunternehmen in Europa

### 1. Struktur

#### a) Übersicht

Das Conren-Universum umfasste per November 2019 insgesamt 885 Unternehmen in 31 Ländern, mit einer Marktkapitalisierung von insgesamt rund 3,9 Bio. EUR und einem Mittelwert von 4,4 Mrd. EUR. Zum Vergleich: Der breite europäische Aktienindex Stoxx Europe 600 weist eine Marktkapitalisierung von 11,1 Bio. EUR auf (Mittelwert: 18,6 Mrd. EUR). Insgesamt zählt Europa mehr als 3.700 börsengelistede Unternehmen (mit einer Marktkapitalisierung von über 200 Mio. EUR).

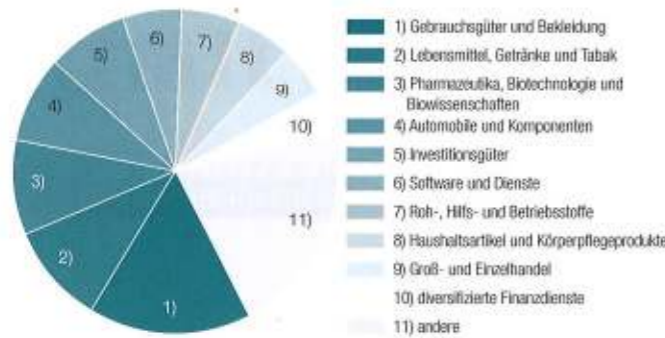
#### b) Länder

Frankreich, Deutschland, die Schweiz, Belgien und Spanien haben nach Marktkapitalisierung die umfassendste Landschaft an börsennotierten Familienunternehmen und repräsentieren fast drei Viertel der gesamten Marktkapitalisierung des Conren-Universums (Abb. 1).

Die deutsche Wirtschaft ist durch mittelständische Familienunternehmen geprägt – doch Deutschland zählt lediglich etwa 500 börsengelistede Aktien mit einer Marktkapitalisierung von über 200 Mio. EUR; davon sind ca. 140 Familienunternehmen. Die Aktienbörse ist weder bei deutschen Investoren als Anlage noch bei deutschen Unternehmen als Eigenkapitalquelle populär. Traditionell finanzieren sich deutsche Unternehmen vor allem über Banken.



Branchenverteilung nach Marktkapitalisierung



Branchenverteilung nach Unternehmensanzahl

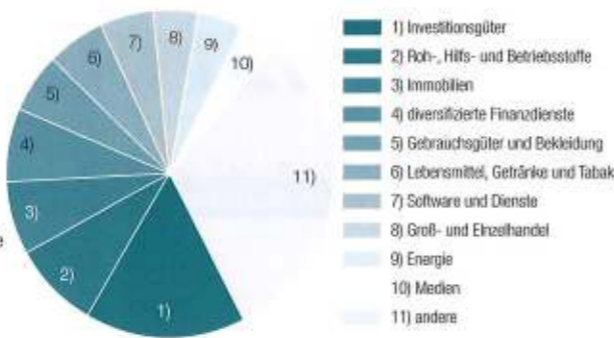


Abb. 2; Quelle: Eigene Darstellung

Conren-Universum „Familienunternehmen, Europa“



Abb. 3: Das Conren-Universum „Familienunternehmen, Europa“ schlägt den breiten europäischen Aktienindex Stoxx Europe 600 über den Betrachtungszeitraum deutlich; Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Ein Vergleich mit dem angelsächsischen Wirtschaftsmodell: Im Aktienindex Stoxx Europe 600, der die größten 600 europäischen Unternehmen abbildet, machen deutsche Unternehmen etwa 15% der Marktkapitalisierung aus. Im Conren-Universum von börsennotierten Familienunternehmen in Europa hat Deutschland dagegen ein Gewicht von 21%. In Großbritannien ist es gegenteilig: 25% der Marktkapitalisierung im Stoxx Europe 600 stehen nur 4% im Conren-Universum gegenüber (lediglich 64 Familienunternehmen).

Die kleine Schweiz ist ein familienunternehmerischer Riese: Mit 85 börsennotierten Familienunternehmen und einer Marktkapitalisierung von 581 Mrd. EUR ist sie das drittgrößte Land im europäischen Familienuniversum. Die Schweizer Familienunternehmenslandschaft ist stark diversifiziert. Umsätze und Gewinne erzielen die Schweizer Unternehmen natürlich vor allem außerhalb der Alpenrepublik.

c) Branchen

Branchenspezifisch dominieren nach Marktkapitalisierung „Gebrauchsgüter und Bekleidung“. Das liegt vor allem an den französischen Stars, etwa Global Player in der Luxusartikelbranche wie LVMH (Louis Vuitton Moët Hennessy), Christian Dior, Hermes oder Kering (Eigentümer von Gucci) mit global starken Marken. In Sachen „Automobile und Komponenten“ und „Investitionsgüter“ ist Deutschland führend.

2. Performance

a) Gesamtes Conren-Universum versus Stoxx Europe 600 Das europäische Conren-Familienuniversum hat im Betrachtungszeitraum bei Gleichgewichtung der einzelnen Unternehmen einen Total Return von 268% generiert; bei Gewichtung nach Marktkapitalisierung war ein Total Return von 134% zu verzeichnen. Der breite europäische Aktienindex Stoxx Europe

Von	Bis	Down-/upmarket	Conren FU-Universum	Stoxx Europe 600 gleichgewichtet	Outperformance
01.01.2007-31.03.2009		Downmarket	-46%	-48,4%	✓
04.04. 2009-31.07.2011		Upmarket	+126,5%	+62,2%	✓✓✓
01.08.2011-30.09.2011		Downmarket	-17,0%	-14,4%	X
19.09.2014-16.20.2014		Downmarket	-11,0%	-11,0%	-
01.04.2015-30.09.2015		Downmarket	-0,9%	-11,0%	✓✓
01.01.2016-31.03.2016		Downmarket	-1,3%	-7,2%	✓
23.06.2016-27.06.2016		Downmarket	-7,0%	-10,8%	✓
01.11.2016-31.07.2018		Upmarket	+40,3%	+21,5%	✓✓✓

Abb. 4; Quelle: Eigene Darstellung

	Bilanzstärke					Profitabilität		Kapitaleffizienz				Wachstum			Bewertung	
	Fremdkapitalquote	Verschuldungsgeld	Cash Ratio	Quick Ratio	Current Ratio	Gross Margin	Net Margin	Return on Capital (ROC)	Return on Equity (ROE)	Return on Assets (ROA)	Return on Invested Capital (RIC)	Umsatzwachstum 5 J	Wachstum des Gewinns pro Aktie 5 J	Dividendenwachstum 5 J	EV/EBITDA	Price/Book
<b>Stoxx Europe 600</b>																
Mittelwert	40,8	127,7	0,6	1,0	1,6	42,7	37,5	12,9	20,3	7,2	12,5	11,6	17,4	12,9	26,1	4,0
Median	37,0	58,3	0,3	0,8	1,3	38,5	9,7	9,3	14,7	5,3	8,7	6,3	12,6	9,6	21,8	2,1
Nach Marktkapitalisierung gewichtet	41,4	119,3	0,4	0,7	1,1	28,0	27,3	9,3	19,0	6,4	9,7	4,8	5,8	6,7	19,0	3,6
<b>Conren FU-Universum</b>																
Mittelwert	36,1	85,9	1,6	2,1	2,9	40,0	27,0	10,8	16,7	7,1	10,3	19,5	22,0	16,8	24,5	3,6
Median	35,1	53,4	0,4	0,8	1,5	36,5	7,7	8,6	12,8	5,2	7,9	8,4	15,4	12,7	18,7	1,8
Nach Marktkapitalisierung gewichtet	31,6	67,2	0,7	1,1	1,7	40,0	31,6	10,8	19,5	8,4	12,0	9,6	9,3	8,3	21,0	4,8

Abb. 5; Quelle: Eigene Darstellung

600 hat im selben Zeitraum dagegen lediglich einen Total Return von 63% erzielt (Abb. 3). Das entspricht einer annualisierten Total Return-Outperformance von über 4%.

b) Verschiedene Marktphasen

Es wurden acht Marktphasen herausgestellt: sechs „Downmarkets“ (in der Regel von kürzerer Dauer) und zwei „Upmarkets“ (dauern in der Regel länger an). In fünf der sechs Downmarkets sehen wir eine Outperformance des Conren-Universums – allerdings nur in einem eine deutliche. Das ist in den beiden Bullenmärkten anders: Hier sehen wir jeweils eine deutliche Outperformance. Die Krisenfestigkeit von Familienunternehmen zeigt sich also nicht unbedingt anhand einer geringeren Fallhöhe ihrer Aktienkurse während einer Börsenkrise.

3. Kennzahlen

Diese Auswahl von Kennzahlen bestätigt die Stärken von Familienunternehmen bezüglich Bilanzstärke, Profitabilität, Kapitaleffizienz und Wachstum. Allerdings hat das auch einen Preis: Die Bewertungen von Familienunternehmen sind höher. Darüber hinaus ist der geringere Free Float zu beachten.

V. Qualitative Interpretation der Ergebnisse: Was macht Familienunternehmen anders?

Zu den typischen Stärken von Familienunternehmen zählt z.B. eine langfristig ausgerichtete Strategie, die nicht auf Quartalsergebnisse fokussiert ist. Sie sind außerdem zumeist innovationsstark, produkt- sowie forschungs- und entwicklungsgetrieben. Sie können schnelle, unbürokratische Entscheidungen treffen. Dazu kommen ein disziplinierteres Kosten- und Kapitalmanagement, eine stabile Führung (geringe Anzahl an Managementwechseln) und eine ausgeprägte Unternehmenskultur.

Spiegelbildlich stellen sich die typischen Risiken von Familienunternehmen dar: eine starke Gewaltkonzentration, die Gefahr von Familienkonflikten, Vetterwirtschaft, übermäßigem Traditionsdenken und „Nachfolgeplanung“. Den Studienergebnissen folgend sollten Auswahl und Portfoliostruktur an den Stärken von Familienunternehmen ausgerichtet werden. Bei Investments in Familienunternehmen gilt es zudem, den Unternehmern die benötigte Zeit zu geben, Chancen zu realisieren und Probleme zu lösen. ➤



Die fünf Phasen einer Börsenkrise



Abb. 6; Quelle: Eigene Darstellung

**VI. Enkelfähigkeit spiegelt sich in den Aktienkursen gelisteter Familienunternehmen wider – Beispiel COVID-19**

Die Krisenfestigkeit des Conren-Universums zeigt sich im Betrachtungszeitraum der Studie vor allem langfristiger – besonders anhand einer stärkeren Erholung nach Marktkrisen und eben anhand der Outperformance über den gesamten Investmentzyklus. Bezieht man dies auf das beispielhafte Modell der „fünf Phasen einer Börsenkrise“ (Abb. 4), so fällt auf, dass Märkte sich in der dritten Phase häufig mit sich selbst beschäftigen, sodass der Qualitätsfaktor übersehen wird. Die Studie demonstriert, dass sich die Krisenfestigkeit von Familienunternehmen zeigt, wenn die Börsen zur Normalität – also zur fünften Phase – zurückfinden. Dann setzt sich nach und nach Qualität durch. Voraussetzungen für den Anlageerfolg sind demnach Umsetzungsdisziplin und Geduld.

**VII. Erneute Stärkung von Familienunternehmen durch Krisensituation durchaus wahrscheinlich**

In den meisten Fällen arbeiten Familienunternehmer für ihre Enkel; sie sind also stets bemüht, enkelsichere Entscheidungen zu treffen. Investitionen sind darauf ausgerichtet, das Unternehmen stärker an die nächsten Generationen weiterzugeben, als es von der vorherigen übernommen wurde. Familienunternehmer wissen, dass sie oder ihre Kinder, und nicht der nächste Manager, Krisen selbst bewältigen müssen. Ferner geht es um das eigene Geld und die eigene Reputation – auch daher sind sie krisenbewusst und krisenerfahren. Sie gehen im Vergleich zu anderen Unternehmen in der Regel mit stärkeren Bilanzen in schwierige Phasen. Auch ist die Unternehmensführung krisenresillenter und weniger aufgeregter. Das stabilisiert und hilft, langfristig zu den Gewinnern der jeweiligen Branche zu gehören. So auch in der Corona-Krise: Eine starke Bilanz, ausreichend Liquidität und vertraute (Kern-)Investoren sind nun Gold wert. Darüber hinaus ist es in Krisenzeiten von zentraler Bedeutung, schnell Entscheidungen treffen zu können.

Es ist zu erwarten, dass die Corona-Krise zahlreiche Trends beschleunigt und demzufolge ein Katalysator für den Wandel

sein wird – und im Wandel und der stetigen Verbesserung sind Familienunternehmen besonders gut: Denn nur so schafft man es, ein Unternehmen über Generationen erfolgreich zu erhalten. Zu den erwähnten Trends zählen unter anderem Arbeiten aus dem Homeoffice, Cloud Computing, Internet of Things, Neuerungen in der Medizin, die Stärkung globaler Marken oder der Aufstieg der Emerging Markets.

Das langjährig gepflegte „Ökosystem Familienunternehmen“ profitiert von starken, haltgebenden Wurzeln: Dazu gehören langfristige Beziehungen mit Investoren, Mitarbeitern, Kunden und Lieferanten. In der Krise ist es ein großer Unterschied, wenn man sich seit Jahren kennt und aufeinander verlassen kann. ♦

**QUELLE:**

Picenoni, P./Lesniewicz, A. (2020):

Conren Studie zu börsennotierten Familienunternehmen in Europa. Abrufbar unter <https://conrenresearch.com/research-berichte/>; zuletzt besucht am 13. Juli 2020.



Patrick Picenoni und

Andreas Lesniewicz sind die Fondsmanager des Conren Generations Family Business Equity. Sie stammen beide aus Unternehmerfamilien.

**KEYWORDS**

Aktien • Börse • Corona-Krise • ESG • Fonds • Investment