

# Die Börse belohnt starke Familienbande

Aktien von Familienunternehmen schneiden überdurchschnittlich gut ab

Es gibt sie wohl doch: Anlagen, die mehr Rendite bei gleichen oder gar tieferen Risiken versprechen. Zumindest auf Aktien von Familienunternehmen trifft dies zu. Das hat mit vielen Vorurteilen zu tun.

MICHAEL SCHÄFER

Familienunternehmen stellen in vielen Ländern das Rückgrat der Wirtschaft dar, so auch in der Schweiz. Trotzdem halten sich zahlreiche Vorurteile bezüglich angeblicher Nachteile dieser Firmen hartnäckig. Nicht nur zu träge und zu behäbig agierten sie, sondern auch zu vorsichtig, wird immer wieder kolportiert. Entscheidungen würden weniger professionell getroffen als in von Managern geführten Firmen – und nachfolgende Generationen verstünden sich besser auf das Geldausgeben als auf das Geldverdienen. All das gipfelt in dem vielzitierten Satz aus Thomas Manns Roman «Buddenbrooks»: «Der Vater erstellt's der Sohn erhält's, dem Enkel zerfällt's.»

## Ein Viertel des Weltmarktes

Wäre Manns Feststellung ein ehernes Gesetz, müssten Kapitalgeber früher oder später einen weiten Bogen um diese Unternehmen machen, und, sofern es sich um kotierte Firmen handelt, ihren Aktien müsste tendenziell die Luft ausgehen. Das Gegenteil scheint aber der Fall zu sein. Wie etliche Studien zeigen, entwickeln sich die Dividendenpapiere von Familienunternehmen über

«Der Vater erstellt's, der Sohn erhält's, dem Enkel zerfällt's» ist bei weitem kein ehernes Gesetz.

längere Zeiträume weitaus besser als jene der anderen Gesellschaften.

Auf grosses Echo stiess die 2003 im «Journal of Finance» publizierte Studie von Andersen und Reeb. Die Autoren haben den Zusammenhang für die im amerikanischen Aktienindex S&P 500 enthaltenen Valoren untersucht und dabei entgegen ihrer eigenen Vermutung einen klaren Performance-Vorteil für die Familienunternehmen festgestellt. Mit deutlich aktuelleren Daten und auf internationaler Ebene bestätigt wurden die Ergebnisse unter anderem auch durch Analysen der beiden Schweizer Grossbanken.

Die Credit Suisse hat das Phänomen anhand von 920 Aktien von Familienunternehmen untersucht, die immerhin rund ein Viertel der Marktkapitalisierung des Weltindexes MSCI World ausmachen. Demnach erzielten diese Titel zwischen 2006 und 2015 eine um 47 Prozentpunkte höhere Rendite als der Gesamtmarkt, was einer beachtlichen Out-performance von 4,5 Prozentpunkten pro Jahr entspricht.

Zu ähnlichen Ergebnissen kommt auch eine Untersuchung der UBS für quasi den gleichen Zeitraum. Hier wurde auch der Einfluss der Unternehmensgrösse berücksichtigt, wobei der Effekt bei den Papieren von kleineren und mittelgrossen Unternehmen (Small- und Mid-Caps) noch stärker ausgeprägt war als bei jenen von hochkapitalisierten Firmen (Large-Caps). Neben den hohen Überrenditen haben die UBS-Analysen auch eine geringere Volatilität der Papiere von Familienunternehmen gemessen. Die mit ihnen verbundenen Risiken waren also ebenfalls vorteilhaft im Vergleich zu anderen Titeln.

Auch für die Schweiz wurde die aussergewöhnliche Performance von Familienunternehmen dokumentiert. In einem 2004 von der Universität St. Gallen und der Beratungsgesellschaft EY (da-



Wenn Familienmitglieder in unterschiedliche Richtungen wollen, schadet das dem Unternehmen.

ILLUSTRATION JÖRN KASPUHL

mals noch Ernst & Young) publizierten Papier lieferten die Valoren der damals 99 an der Schweizer Börse kotierten Familienfirmen über fünfzehn Jahre hinweg eine annualisierte um 4 Prozentpunkte höhere Rendite. Was macht nun überhaupt ein Familienunternehmen aus, und wie erklären sich die ausserordentlichen Kursentwicklungen?

Zwar gibt es unzählige Definitionen für Familienunternehmen, im Kern zielen sie aber darauf ab, dass eine Familie einen massgeblichen Einfluss auf ein Unternehmen ausüben kann. Ob dies der Fall ist, lässt sich an der Mitwirkung in den Führungs- und Kontrollgremien – also im Vorstand und im Verwaltungsrat – und an ihrem Eigentumsanteil ablesen. In den Studien wird meist auf letzteres Kriterium abgestellt, wobei je nach Land und dort geltendem Recht ein Stimmrechtsanteil von 20% oder 25% gefordert wird. De iure lassen sich beispielsweise in der Schweiz oder in Deutschland mit Stimmenanteilen von 33% bzw. 25% wichtige Entscheidungen blockieren («Sperrminorität»), de facto reichen jedoch oft deutlich niedrigere Werte, um in einer Firma das Sagen zu haben.

## Vorsichtig bei Kapitalallokation

Wie bereits angeklungen ist, sind Familienunternehmen an der Börse keine Seltenheit. In der Schweiz zählen gemäss den genannten Kriterien der Pharmakonzern Roche, der Luxusgüterhersteller Swatch, der Industriekonzern Schindler oder das Logistikunternehmen Kühne + Nagel zu diesem Kreis. In den USA sind es etwa der Detailist Walmart sowie die Technologiekonzerne Oracle und Facebook und in Deutschland unter anderem Henkel (Chemie) und Beiersdorf (Pharma) oder das derzeit teuerste deutsche Unternehmen

SAP (Software). Insgesamt sind Familienunternehmen überwiegend in den Sektoren Technologie, Finanzen und Konsumgüter aktiv, wobei Letztgenannter allein 60% der grosskapitalisierten Werte auf sich vereint.

Hinsichtlich der Erfolgsfaktoren der Familienunternehmen listen die Studien eine ganze Reihe von Gründen auf. So würden dort entgegen den Klischees häufig bessere Entscheidungen getroffen als anderswo. Da der grösste Teil des Vermögens im Unternehmen steckt, gilt es Massnahmen zu vermeiden, die die Zukunft der Firma und damit jene der Familie in Gefahr bringen. Die kurzfristige Steigerung des Marktwerts stellt in der Regel ein untergeordnetes Ziel dar,

Familiengesellschaften führen Akquisitionen nicht einmal halb so oft durch wie andere Unternehmen.

während der langfristige Erhalt der Unabhängigkeit hohe Priorität besitzt. Dies erlaubt der Unternehmensführung, eine längere Perspektive einzunehmen als in Firmen ohne familiäres Rückgrat.

Sehr bedacht läuft dort auch die Kapitalallokation ab. Die Eigenkapitalquoten von Familienunternehmen sind in der Regel überdurchschnittlich hoch, was ihnen eine grosse finanzielle Stabilität verleiht. Oder, was auf den ersten Blick kontraproduktiv erscheint: Familienunternehmen geben deutlich weniger für Forschung und Entwicklung aus. Allerdings scheinen sie dies zielstrebig

und nicht weniger erfolgreich zu tun als ihre Konkurrenten, denn unter dem Strich sind sie profitabler.

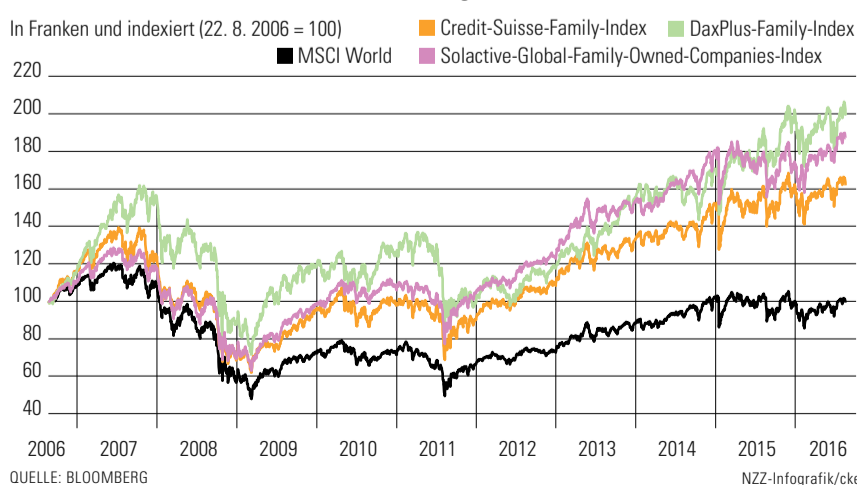
## Weniger Interessenkonflikte

Auffällig ist auch der stärkere Fokus auf ein organisches Wachstum. Akquisitionen führen Familienunternehmen nicht einmal halb so oft durch wie andere Firmen. Laut den Experten der UBS gelingt es ihnen dabei, selektiver vorzugehen, was bedeutet, dass bei solchen Massnahmen häufiger eine operative Logik im Vordergrund steht und weniger das reine Streben nach Grösse (empire-building). Nicht zuletzt diese Zurückhaltung bei Zukäufen führt auch dazu, dass sich Familienunternehmen weniger verzetteln und sich auf ihr Kerngeschäft fokussieren, das sie überdurchschnittlich gut beherrschen.

Schliesslich ist bei den Familiengesellschaften eine häufig bestehende Problematik weniger stark ausgeprägt, nämlich Interessenkonflikte zwischen der Unternehmensführung und den Anteilseignern. Dieser Vorteil ist vor allem dann gegeben, wenn ein oder mehrere Mitglieder der Familie im Management der Gesellschaft sitzen. Dafür steigt in dieser Konstellation die Gefahr, dass eine Kluft zwischen den Interessen der Familien- und jenen der Kleinaktionäre entsteht. Zudem sind sich nicht immer alle Mitglieder einer Familie grün, und es besteht das Risiko, dass ungenügend qualifizierte Sprösslinge zu viel Verantwortung übertragen bekommen und auch noch überbezahlt werden.

Laut Professor Thomas Zellweger vom Schweizerischen Institut für Klein- und Mittelunternehmen an der Universität St. Gallen, dem Koautor der Studie aus dem Jahr 2004, ist auch zu beobachten, dass die Prämie auf den Titeln von Familienunternehmen am höchsten ist, solange die Gründergeneration am Ruder ist, und dass sie mit der Übergabe an nachfolgende Generationen abnimmt. Ebenfalls weniger hoch fallen die Überrenditen aus, wenn die von der Familie gehaltenen Titel mit einem überproportionalen Stimmrecht ausgestattet sind. Für Anleger ist die Auswahl an Produkten, mit denen sie in die Aktien von Familienunternehmen investieren können, sehr limitiert. Zwar gibt es entsprechende Indizes von Stoxx (DaxPlus Family Index), der Credit Suisse (Credit Suisse Family Index) und Solactive (Solactive Global Family Owned Companies Index), aber nur für den letzten hat die UBS ein Tracker-Zertifikat lanciert. Aktiv verwaltete Fonds für verschiedene Regionen bietet in der Schweiz Bellevue Asset Management an.

## Aktien von Familienunternehmen überflügeln den breiten Markt



## MÄRKTE UND MEINUNGEN

### Die Bonds werden knapp

Werner Grundlehner · Staatsanleihen haben lange als wichtiges, stabilisierendes Element im Depot gegolten. In einem traditionellen Schweizer Privatkunden-Portfolio haben festverzinsliche Werte einen Anteil von 40% bis 60%. Staatsanleihen erstklassiger Schuldner bildeten dabei die solide Basis dieses Bestandes. Die expansive Geldpolitik der Notenbanken hat aber bewährte Anlagestrategien Makulatur werden lassen. Wer heute Staatsanleihen von qualitativ guten öffentlichen Schuldnern zeichnet, muss diesen Staaten jährlich Geld dafür zahlen, um deren Schulden decken zu dürfen. Vom hiesigen Primärmarkt für sichere Bonds haben sich Privatanleger wegen der negativen Zinsen vor längerer Zeit verabschiedet.

Doppelt verzerrt durch die Geldpolitik ist die Lage im Euro-Raum. Dort konkurrenziert die Europäische Zentralbank (EZB) mit ihrem Quantitative Easing (QE) andere Käufer von festverzinslichen Anlagen. Die jüngste Meldung nach der Publikation des deutschen Haushaltsentwurfs macht die Lage für die EZB aber nicht gerade einfacher. Die Bundesrepublik will das Neu-Emissionsvolumen um 11% verringern. Ähnliche Probleme beschäftigen auch andere Notenbanken: In Japan, dem am höchsten verschuldeten Industrieland, hält die Bank of Japan bereits 40% der Staatsverschuldung und über die Hälfte des ETF-Markts. Der Bank of England standen jüngst nicht genügend Gilt zur Umsetzung des soeben ausgeweiteten QE zur Verfügung.

Ökonomen sind sich einig, dass ein leicht verfügbarer Pool an erwerblichen Vermögenswerten zur Verfügung stehen muss, damit ein QE reibungslos funktioniert. Wenn die Zentralbanken zu einem immer wichtigeren Akteur an den globalen Finanzmärkten werden, kann die Liquidität austrocknen, was wiederum die Volatilität antreibt.

Die Knappheit an für das EZB-Kaufprogramm geeigneten Anleihen war einer der Faktoren, die die Bondkurse stützten und die Renditen auf Allzeitniedrigkeiten drückten. Die Investoren sind mit der Knappheit bisher gut gefahren. Die Kurse von italienischen und spanischen Staatsanleihen sind gestiegen, obwohl die Länder mit politischen Unsicherheiten und Bankenrisiken zu kämpfen haben. Auch der Schweizer Markt bekommt diese Kauflust zu spüren, obwohl die Verzinsung hiesiger Bonds alles andere als attraktiv ist. Durch die Zeichnung von Bonds in Franken und einem Swap in Euro scheint sich jedoch Geld verdienen zu lassen.

Angesichts dieser von den Notenbanken verursachten Marktverzerrungen sollte den Investoren angst und bange werden. Denn irgendwann muss jede Fehlallokation korrigiert werden. Die Anleger lassen sich aber keine Angst machen. Es herrscht die Meinung vor, dass die Notenbanken ihren wahrscheinlich falschen Weg der langfristigen ultraexpansiven Geldpolitik nicht mehr verlassen können, da die Folgen für Finanzmärkte und Wirtschaft zu dramatisch wären.

ANZEIGE

rega

Im Notfall überall.

Jetzt Gönner werden: [www.rega.ch](http://www.rega.ch)