

PRODUKTE & STRATEGIEN: FAMILY BUSINESS

Patriarchen managen besser

Für die einen sind sie nur Small- und Mid-Cap-Exposure, für die anderen aber ein Investmentthema mit eigenen Spezifika und einem Charakter, der an Private Equity erinnert, aber höhere Liquidität ohne zehnjähriges Lock-up bietet. Erstes institutionelles Interesse wurde bereits geortet.

Das Stichwort „Nachhaltigkeit“ begegnet uns im Investmentgeschäft nun fast schon täglich. Immer häufiger wird die Notwendigkeit eines langfristigen Ansatzes betont und dabei auch seine – angebliche – Überlegenheit herausgestrichen. Ob die diversen Studien und Analysen, die dem „Sustainable Investment“ langfristig höhere Erträge zusprechen, recht behalten werden, wird die Zukunft zeigen, dass es aber auch eine Gruppe von Unternehmen gibt, deren Ansatz tatsächlich schon heute die Situation für kommende Generationen optimieren will, steht bereits fest: Unternehmen, die mehrheitlich Familien gehören und auch von diesen gelenkt werden. Die Angelsachsen wären nicht sie selbst, wenn sie dafür nicht längst ein Akronym entwickelt hätten – sie nennen diese Firmen SSFI, was für „Stocks with a Significant Family Influence“ steht (Morgan Stanley spricht von „Family-run Businesses“). Und ähnlich wie bei der klassischen „Nachhaltigkeit“ geht es auch hier nicht nur ums gute Gewissen, sondern vor allem um den Ertrag.

Performancevorsprung

Untersuchungen der Credit Suisse haben nämlich ergeben, dass in Familienbesitz stehende Unternehmen einen Performancevorsprung genießen. Langfristig erwirtschaften sie höhere Erträge und eine höhere Rentabilität als Unternehmen mit einer atomisierten Aktionärsstruktur. Der These, dass die Eigentümerstruktur einen nicht zu unterschätzenden Einfluss auf die Schaffung

von Wert für die Aktionäre habe, wohnt durchaus eine Logik inne – selbstverständlich denken und operieren die Eigentümer eines Konzerns anders als angestellte Manager, für die ein Misserfolg schlimmstenfalls zum wertlosen Verfall ihrer Optionen und zum „Golden Handshake“ führt.

In den Studien der Credit Suisse waren jene Unternehmen und ihre Kursentwicklung Untersuchungsgegenstand, an denen die Gründerfamilie oder der Gründer selbst noch einen Anteil von mindestens zehn Prozent vom Grundkapital hielten. Die Ergebnisse sind beeindruckend: Europäische SSFIs entwickelten sich seit 1996 annualisiert um acht Prozent besser als jene Sektoren, denen sie zuzuordnen waren. Die Ergebnisse für die USA sahen ähnlich aus.

Langfristige Strategien

Die Erklärung für dieses Phänomen ist wie erwähnt naheliegend. Die langfristige Managementstrategie, die das Familien-

aktionariat von seinen Managern verlangt, weil die meisten Familien ihre Beteiligungen der nächsten Generation in werthaltigem Zustand übergeben wollen, zwingt zu langfristigen strategischen Ansätzen. Quartalszahlen spielen da selbst bei einer Börsennotiz eine untergeordnete Rolle, kurzfristiges Erfolgsdenken ist diesen Unternehmen fremd. Erstaunlich ist daran nicht, dass so vorgegangen wird, sondern vielmehr, dass es zu funktionieren scheint. Wie strategisch hier vorgegangen wird, kann man etwa am Beispiel Porsche sehen, wo man sich – ganz Familienunternehmen – den zu engen tourlichen Berichtspflichten entzog und den MDAX verließ, dafür aber seine Langfriststrategie zielstrebig über viele Jahre verfolgte.

Management an der Kandare

Managementinteressen sind den Familieninteressen oft diametral entgegengesetzt, denn der Manager ist dem Unternehmen nur auf Zeit verbunden und verfolgt dadurch eine andere und persönliche (Einkommens-)Optimierungsstrategie, die sich etwa an kurzfristigen Aktienkurssteigerungen oder überdehnten Wachstumsanstrengungen durch hoch gehobelte Übernahmen orientiert. Hier besetzt die Gründerfamilie häufig Kontrollfunktionen (Aufsichtsrat, Verwaltungsrat) und nimmt Einfluss auf strategische Grundsatzentscheidungen und die Corporate Governance. Die Selbstherrlichkeit der familienfremden Vorstände auch bei der Entlohnung wird dadurch in die Schranken gewiesen, die langfristige Steigerung

Performancevergleich sieht SSFIs voran

SSFIs vs. Private Equity und MSCI Europe



Gemessen am Ertrag entwickeln sich SSFI (blau) und Private Equity (rot) deutlich besser als breite Indizes wie der MSCI Europe (grün). Familiengeführte AGs weisen aber noch andere Vorzüge auf. Quelle: Credit Suisse

PRODUKTE & STRATEGIEN: FAMILY BUSINESS



Wem daran gelegen ist, dass auch die nächste Generation vom familieneigenen Betrieb – gut – leben kann, der agiert anders als ein angestellter Manager, dessen Planungshorizont von Quartalsbericht zu Quartalsbericht reicht. Das sind die Erkenntnisse einer Studie der Credit Suisse, für institutionelle Investoren ist das nicht uninteressant.

des Unternehmenswertes tritt in den Vordergrund.

Als weiteren wesentlichen Erfolgsfaktor bezeichnen die Anhänger dieses Investmentansatzes die Konzentration der familiengeführten Unternehmen auf das Kerngeschäft. Diese grundlegende Stärke rührt daher, dass sich diese Firmen im Rahmen der strategischen Ausrichtung tendenziell eher auf Nischenmärkte beschränken, dort dafür dann aber zur Elite zählen und somit im Idealfall Preisführerschaft erringen beziehungsweise bewahren können. Diese Taktik bedeutet auch Verzicht auf jede hektische Akquisitionstätigkeit und den Einsatz ungesunder Hebeleffekte. Da zu große Diversifikation in aller Regel mit Kontrollverlusten verbunden ist, wird diese Herangehensweise von Familienunternehmen meist abgelehnt. Hinzu kommt, dass hier

auch eine hohe Bereitschaft besteht, Fehlentscheidungen konsequent zu korrigieren.

Private Equity vs. SSFIs

Es fällt auf, dass hier einige Stärken auftauchen, die auch im Private-Equity-Segment als Investitionsargument angeführt werden. Und tatsächlich sind die Unterschiede zwischen SSFI- und Private-Equity-Investments auf den ersten Blick nicht leicht zu erkennen, in vielerlei Hinsicht ist die Art der Unternehmensführung eines SSFIs mit jener eines Private-Equity-Managers gut vergleichbar. Man konzentriert sich auf strategische Ziele, pflegt eine Übereinstimmung der Aktionärs- und Managementinteressen und arbeitet an der Schärfung seiner Kernkompetenz, um Werte zu schaffen beziehungsweise zu steigern. Der

wesentlichste Unterschied betrifft den Exit, der bei der Private-Equity-Anlage stets Strategiebestandteil, bei SSFIs hingegen kein Thema ist. Auch bezüglich der Liquidität tun sich hier zwei Welten auf, wobei das Liquiditätsargument klar für Familienunternehmen spricht – selbst wenn diese im Durchschnitt eine vergleichbar geringe Marktkapitalisierung aufweisen. Bei Private-Equity-Fonds gibt es meist einen mehrjährigen Lock-up und damit keine Handelbarkeit. Die Grafik „Performancevergleich sieht SSFIs voran“ zeigt dennoch auffällige Ähnlichkeiten im Kursverlauf von gelisteten Familienunternehmen und dem Private-Equity-Bereich. Beide schlagen den MSCI Europe um Längen, wobei die Familienunternehmen zumindest über den Beobachtungszeitraum noch einen Tick besser abschneiden.



An der Börse München werden seit 2007 mit dem von Hauck & Aufhäuser entwickelten HAFixD und den HAFixE gleich zwei Indizes für familiengeführte Unternehmen berechnet.

Als Konsequenz ihrer eigenen Studie machte sich die Credit Suisse daran, einen eigenen Index zu kreieren, der ausschließlich Aktien mit Familieneinfluss enthält, den Credit Suisse Family Index (CSFI). Sein Beginn wurde auf den 14.3.2002 gelegt. Es handelte sich dabei um den ersten Aktienindex mit Familienunternehmen, der aus europäischen und US-Unternehmen gebildet wird. Dabei setzt sich der CSFI aus den besten Aktien des SSFI-Universums zusammen (Familienanteil am Grundkapital: mindestens zehn Prozent) und gründet sich auf eine HOLT-Bewertungsmatrix der CS. Credit Suisse HOLT ist ein auf mehreren Parametern basierendes Modell, mit dem die Aktien gemäß den drei Hauptkriterien Bewer-

tung, operative Performance und Momentum beurteilt werden. Das Universum an SSFI-Anlagen wird mit HOLT gescreent,



die besten 40 Aktien gemäß den Ergebnissen des Modells werden gleich gewichtete Indexmitglieder. Halbjährlich erfolgt eine Neugewichtung der Indexkomponenten, wodurch es zu einer Aktualisierung unter Berücksichtigung der sich ändernden Fundamentaldaten der Gesellschaften kommt. Der CSFI ist somit ein global diversifizierter und dynamischer Index, der sich auf die zwei Performancetreiber Eigentümerstruktur und HOLT gründet. Er liegt als Performance- und Preisindex vor.

GEX Index: seit 2005

Schon etwas länger existiert der German Entrepreneurial Index (GEX) der Deutschen Börse, er wird seit 3.1.2005 als Performance- und Preisindex berechnet. Aktuell enthält er immerhin 104 eigentümergeführte Unternehmen, die über ein Listing im Prime Standard verfügen und deren Going Public nicht länger als zehn Jahre zurückliegt. Die Definition ist also im Verhältnis zum CSFI eine andere. Zudem werden unter dem Begriff „eigentümergeführt“ jene Gesellschaften verstanden, deren Vorstände, Aufsichtsratsmitglieder oder Familien zwischen 25 und 75 Prozent der Stimmrechte besitzen. Besonders im Mittelstand befinden sich viele derartige Unternehmen. Deren Börsennotierung ist im Durchschnitt seit etwa fünf Jahren aufrecht. Damit ist der GEX ein Indikator für die Wertentwicklung der mittelständischen deutschen Wirtschaft. Die Gewichtung der Aktien im GEX wird

gemäß der Marktkapitalisierung des Free Floats berechnet und vierteljährlich überprüft, der maximale Anteil eines Wertes am GEX ist mit zehn Prozent limitiert. Entwickelt und zusammengesetzt wurde der GEX vom Center for Entrepreneurial and Financial Studies der TU München.

Beide Indizes zeichnen sich durch den kleinen Anteil an Unternehmen aus der Finanzbranche aus – was im derzeitigen Umfeld kein Schaden sein sollte – aber auch durch eine höhere Volatilität als marktweite Standardbarometer.

Ein weiteres Marktbarometer für

PRODUKTE & STRATEGIEN: FAMILY BUSINESS

dieses spezielle Segment kommt aus dem Hause Hauck & Aufhäuser. H&A Privatbankiers KGaA haben 2007 in Kooperation mit der Börse München und der Baader Wertpapierhandelsbank AG zwei neue Aktienindizes konzipiert. Die Indexfamilie HAFix (Hauck & Aufhäuser Familienindizes) besteht aus einer deutschen Variante (HAFixD), die 20 Titel enthält, und einer europäischen Version (HAFixE), die 30 Gesellschaften umfasst. Die enthaltenen Unternehmen wurden von Hauck & Aufhäuser aus einem Universum von rund 500 inhaberkontrollierten Aktiengesellschaften ausgewählt. Für die Aufnahme in die Indizes war neben der Marktkapitalisierung die Liquidität der Aktien entscheidend. Man hat dabei auf den Free Float als Kenngröße bewusst verzichtet und vermeidet Klumpenrisiken, indem man Doppelpräsenzen verhindert. Die Investments werden gleich gewichtet. Was beispielsweise für den europäischen Index spricht, ist die Tatsache, dass 27 der 30 Titel den jeweils ersten nationalen Indizes angehören. Das Rebalancing erfolgt in beiden Fällen vierteljährlich zu den Verfallsterminen, um den Index möglichst investmenttauglich zu gestalten. Die Branchenverteilung zeigt das übliche Bild, in dem die Finanzbranche praktisch nicht vorkommt (siehe Grafik: „Branchenzusammensetzung“).

HAFixD toppt GEX

Zum Unterschied vom GEX etwa, wo Unternehmen zehn Jahre nach dem IPO aus dem Index ausscheiden müssen, bleiben hier bei beiden Indizes der H&A-Familie die Unternehmen so lange Indexmitglied, wie private Großaktionäre eine Schachtelbeteiligung (mindestens 25 Prozent Stimmrechtsanteil) halten und eine entsprechende Marktkapitalisierung und Handelbarkeit gegeben ist. Eine Ausnahme von der 25-Prozent-Regel besteht dann, wenn eine Präsenz des privaten Großaktionärs in den Leitungsgremien vorhanden ist und der Stimmrechtsanteil zumindest ein Fünftel beträgt. Während der GEX durch die Entfernung

älterer erfolgreicher Unternehmen im Besitz von Familiendynastien eine hohe Technologie- und Solaraktienlastigkeit aufweist, ist der HAFixD konventioneller und daher weniger auf Modethemen ausgerichtet. Dies schlägt sich auch im direkten Performancevergleich nieder, in dem der HAFix regelmäßig vor dem GEX zu liegen kommt. Rückrechnungen über 15 Jahre zeigten dem Team, dass man mit der deutschen Version des HAFix den DAX problemlos in allen Phasen schlagen könnte, genauso präsentierte sich die europäische Variante dem DJ Stoxx 50 durchgängig überlegen. Seit Juli 2007 ist aber die Welt zumindest temporär eine andere. Hier hinken HAFixD dem DAX und HAFixE dem MSCI Europe hinterher.

Morgan Stanley führend

Morgan Stanleys Research (MSR) hat das Thema schon 2006 für sich entdeckt, die verwendete Methodologie ist eine andere, die Ergebnisse sind aber durchaus ähnlich. MSR diagnostiziert ein größeres Umsatzwachstum als Small Caps und vor allem in der Rezessionszeit 2001 und 2002 noch ein – wenn auch geringeres, aber immerhin positives – Wachstum. Weiters sprangen der Londoner Unit der Amerikaner unter anderem der niedrigere Leverage, stabile hohe Margen und starke Bilanzen ins Auge, die familiengeführte Unternehmen von klassischen Small Caps wohlwollend unterscheiden. Das stabilere Gewinn-

wachstum der Familienunternehmen kann man der gleich lautenden Grafik entnehmen.

Als „Family-run Business“ galten in der Studie alle Unternehmen des MSCI Europe, an denen die Top-5-Aktionäre zusammen mindestens 30 Prozent des Aktienkapitals besaßen, das Sextil mit der geringsten Marktkapitalisierung (unter 500 Millionen US-Dollar) wurde ausgeschlossen. Interessant auch die Tatsache, dass die illiquidesten Titel die größte Outperformance beim Test erbrachten, denn sobald man einen Tagesumsatz von durchschnittlich drei Millionen US-Dollar, durchgerechnet über ein Jahr, unterstellt, ging die beobachtete Outperformance um 348 auf 521 Basispunkte zurück. Die gesamte Beobachtungsperiode der Studie ging von 2002 bis 2006 über fünf ganze Jahre, die sich qualifizierenden Aktien wurden jeweils gleich gewichtet (siehe Grafik: „Gewinnwachstum Familienunternehmen“).

Im September nachgedoppelt

MSR hat dann Ende September 2007 noch einmal nachgelegt und meinte, dass aufgrund des Defensiv- und Qualitätscharakters der Familienunternehmen sowie des stärkeren Gewinnwachstums (15 Prozent geschätzt für 2008 bei zehn Prozent für den MSCI Europe) und eines Shifts in Richtung Wachstumsaktien die relative Attraktivität der Gesellschaften gestiegen sei. Die fundamentalen Kennzahlen hätten sich ebenso im Verhältnis zum breiten Markt relativ verbessert, und Familien erhöhten bei einigen Titeln ihr Aktienpaket.

Fazit: Bisher scheinen Institutionelle noch abzuwarten, denn das Vermeiden von Fehlern hat für sie traditionell einen hohen Stellenwert. Die interessanten Bewertungen lassen das Segment aber immer mehr in den Gesichtskreis der Entscheider rücken. Sollte das Segment tatsächlich „anspringen“ und nennenswerte Mittelzuflüsse sehen, muss man schnell sein, denn die Kapazität ist in diesem Bereich wahrscheinlich die größte Schwachstelle. 

