

Sind Familienunternehmen die besseren Investments?

Von Georg Geiger, Value-Holdings AG

»Der Börsenkurs ist für mich kein zuverlässiger Maßstab, um den Wert eines Unternehmens zu beurteilen.«

Nicolas G. Hayek, Schweizer Unternehmer

Familienunternehmen am Aktienmarkt

Börsennotierte Familienunternehmen unterscheiden sich in vielfacher Hinsicht von den anderen an den Aktienmärkten notierten Unternehmen. Sie sind typischerweise konservativer finanziert, was man an einem durchschnittlich niedrigeren Verschuldungsgrad ablesen kann. Zudem sticht ihr langfristiger Planungshorizont hervor. Investitionen in die Zukunft, die kurzfristig die Ertragskraft schmälern, werden gemacht, um eine langfristig gute Marktstellung aufzubauen oder zu sichern. Dies unterscheidet Familienunternehmen oft von Publikumsgesellschaften mit angestelltem Management, bei denen oft der Blick nicht über das nächste Quartal hinausgeht. Der Unternehmer Robert Bosch hat diese Denkweise treffend auf den Punkt gebracht: »Immer habe ich nach dem Grundsatz gehandelt: lieber Geld verlieren als Vertrauen. Die Unantastbarkeit meiner Versprechungen, der Glaube an den Wert meiner Waren und an mein Wort standen mir stets höher als ein vorübergehender Gewinn«. Diese Einstellung hilft Familienunternehmen auch dabei, das Vermögen über

die nächsten Generationen hinweg zu sichern, im Gegensatz zu kurzfristigem Optimieren von Kennzahlen, um den nächsten Bonus zu sichern.

Diese Überlegungen nimmt natürlich auch der Aktienmarkt zur Kenntnis und das alles führt zu einer Outperformance gegenüber Nicht-Familienunternehmen. Credit Suisse Research hat ermittelt, dass die Outperformance von Familienunternehmen im Zeitraum 2006 bis 2022 bei fast drei Prozent pro Jahr liegt (siehe Grafik).

Familienunternehmen im Fonds vs. Unternehmerfonds

Ist es eine gute Strategie, wenn sich ein Fonds explizit beschränkt und nur auf Familienunternehmen setzt? Die Chance besteht tatsächlich, von den Pluspunkten von Familienunternehmen zu profitieren. Doch schon die Frage, was ein Familienunternehmen ist, führt zu teils unsinnigen Abgrenzungen. Sollte die Familie das Unternehmen mehrheitlich kontrollieren oder reicht eine Beteiligung von 20 – 30 % auch schon aus? Muss die Familie im Management vertreten sein, nur im Vorstand oder auch im Aufsichtsrat? Wie sieht es mit den Governance-Themen aus, wenn beispielsweise der Vater als Aufsichtsrat den Sohn im Vorstand kontrollieren soll? Wir halten aus diesen Gründen das Investmentuniversum eines Unternehmerfonds für zu sehr eingengt. Aber es macht viel Sinn, in einem breiter gestreuten Aktienfonds einen bedeutenden Anteil an Familienunternehmen aufzunehmen. >>

Family-owned companies outperformed since 2006



Quelle: The Family 1000: Family values and value creation, Seite 15; Credit Suisse Research, Refinitiv

Diskussionspunkte bei Familienunternehmen

Viele institutionelle Anleger haben Probleme, in Familienunternehmen zu investieren, weil deren ESG-Ratings im Vergleich mit anderen börsennotierten Unternehmen oftmals schlecht abschneiden. Problematisch ist meist das »G« in ESG: Governance. Das liegt vor allem am Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK), der für viele Familienunternehmen nicht passt und in vielen Teilen der Interessenlage der Eigentümerfamilie widerspricht. Die Familie hat eben ein berechtigtes Interesse, dass beispielsweise der Unternehmensgründer oder langjährige Vorstand nach seiner aktiven Zeit im Unternehmen in den Aufsichtsrat wechselt und dort seine Erfahrungen einbringt. Und dass sie beispielsweise durch die Kinder weiter im Vorstand vertreten ist. Es stellt sich dabei jedoch die Frage, ob dieses Amt dann durch Qualifikation erworben wurde oder durch die Verwandtschaftsbeziehung als Sohn oder Tochter. Dem Anspruch des DCGK nach Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder wird dies aber nur selten gerecht. Deshalb ist im Rahmen der Unternehmensanalyse genau abzuwägen, ob die Besetzung mehrerer Organpositionen durch die Familie dem Unternehmen schadet oder vielleicht sogar ein Vorteil sein kann.

Lassen wir die Entwicklungen bei verschiedenen börsennotierten Familienunternehmen Revue passieren, fallen uns sowohl positive als auch negative Beispiele ein. Im Fall der Unternehmensübergabe bei der Gerry Weber AG von Unternehmensgründer Gerd Weber auf seinen Sohn Ralf hat das nicht geklappt. Der Sohn war zu schwach, die Visionen des Vaters fortzuführen, und auch zu schwach, um sich vom Vater und zugleich Aufsichtsratsvorsitzenden freischwimmen zu können. Am Ende stand die Pleite.

Auch die Stabübergabe bei der Douglas Holding AG von Vater Jörn Kreke auf den Sohn Dr. Henning Kreke ist nicht geglückt. Der Sohn konnte das Unternehmen nicht in Familienbesitz halten. In der Folge hatte rund zehn Jahre ein Finanzinvestor das Sagen, bevor Douglas im März dieses Jahres an die Börse zurückkehrte. Immerhin mit Henning Kreke als Aufsichtsratsvorsitzendem.

Gut gelungen ist dagegen die Stabübergabe bei der Fuchs Petrolub AG von Vater Dr. Manfred Fuchs auf Sohn Stefan Fuchs, der in dritter Generation die Unternehmensführung übernahm. Der Vater wechselte in den Aufsichtsrat, allerdings nicht als Vorsitzender, sondern als Stellvertreter.

Nachdem der Vater bereits in den 1990er Jahren die Internationalisierung des Unternehmens eingeleitet hatte, startete der Sohn in den 2010er Jahren das größte Investitionsprogramm der Unternehmensgeschichte. Durch Werks-erweiterungen, den Bau neuer Produktionsanlagen und den Aufbau eines neuen Forschungs- und Entwicklungszentrums in Asien machte Stefan Fuchs das Familienunternehmen zum Weltmarktführer unter den unabhängigen Schmierstoffanbietern.

Ebenso positiv fällt die Bilanz der Familie bei der Hornbach Holding aus. Albrecht Hornbach führt in fünfter Generation die Muttergesellschaft. Familienmitglieder sind in Vorstand und Aufsichtsräten der operativen Tochtergesellschaften vertreten. Die Führung der wichtigsten operativen Tochter, der Hornbach Baumarkt AG, wurde jedoch in die Hände von familienfremden Managern gegeben: Erich Harsch ist CEO, Karin Dohm CFO. Daneben sind mit Jan und Nils Hornbach zwei Neffen von Albrecht Hornbach im Vorstand vertreten und sein Sohn Dr. Christian Hornbach ist Vorsitzender der Geschäftsführung der kleineren Hornbach Baustoff Union. In diesen Positionen hat die nächste Generation der Familie die Chance, sich für die Nachfolge an der Spitze der Holding zu qualifizieren. Um einschätzen zu können, ob die Übergabe einer Familiengesellschaft an die nächste Generation funktioniert, ist es unbedingt erforderlich, hinter die Kulissen zu blicken und das Gespräch mit den Vorstands- und Familienmitgliedern zu suchen. Nur so lässt sich ein Urteil bilden, ob das Unternehmen gut geführt wird und auch künftig unter Leitung der Familie auf einem erfolgreichen Weg bleibt.

Familienunternehmen oft mit profitabilem Wachstum und starker Bilanz

Familienunternehmen sind in der Regel konservativer finanziert als Vergleichsunternehmen. Die finanzielle Basis ist auf Unabhängigkeit ausgerichtet. Das verbietet einen zu hohen Fremdkapitaleinsatz, um im Ernstfall nicht abhängig von den Banken zu werden. Deshalb haben Familienunternehmen oft eine starke Bilanz mit niedriger Verschuldung, oft sogar mit hohen Liquiditätsreserven. So übersteigen zum Beispiel bei dem Dämmstoffspezialisten Sto die liquiden Mittel von rund 300 Millionen Euro die kaum vorhandenen Finanzschulden von knapp 5 Millionen Euro deutlich. Das schafft Unabhängigkeit und gibt Spielraum auch für externes Wachstum. Zudem sind Familienunternehmen auf nachhaltiges, profitables Wachstum bedacht.

Riskante Wachstumsstrategien und zu schnelles Wachstum könnten im Fall von Fehlschlägen die Unabhängigkeit gefährden. Familienunternehmen suchen sich lieber Nischen aus, in denen sie den Kunden einen besonderen Mehrwert bieten können. Damit lässt sich auch gut Geld verdienen, wie die o. g. Studie von Credit Suisse Research zeigt. So lag die EBITDA-Marge bei Familienunternehmen im Jahr 2022 um drei Prozentpunkte höher als bei anderen Unternehmen. Und das Jahr 2022 war keine Eintagsfliege. Die Werte sind zwar volatil, aber im Durchschnitt konnte diese Überrendite im Verlauf der vergangenen 15 Jahre sogar um einen Prozentpunkt gesteigert werden.



*Georg Geiger ist Gründer
und Vorstand der Value-Holdings AG*

www.value-holdings.de

In unseren Value-Holdings-Portfolios sind zahlreiche Familienunternehmen vertreten, in die wir nach intensiver Analyse investiert haben. Dies ist nicht nur die Hornbach Holding oder Sto, auch Sixt, Hermle, Wacker Neuson, Semperit, Porr, Bic, Carlo Gavazzi und Orsero sind vertreten. Bei allen diesen Unternehmen sind Familienmitglieder in

Vorstand und/oder Aufsichtsrat vertreten, was hin und wieder zu Diskussionen um die Governance führt. Jedoch zeichnet sie alle aus, dass die langfristige Weiterentwicklung des Unternehmens für die Familie oberste Priorität hat. Und wenn es gelingt, durch geeignete Maßnahmen und Investitionen das Unternehmen für die Zukunft fit und erfolgreich zu machen, sind wir gerne als Investoren dabei.

Fazit: Es kommt auf den Einzelfall an! Ein Fonds nur für Familienunternehmen macht keinen Sinn. Aber in jedem Fonds sollten auch Familienunternehmen vertreten sein. Durch die langfristige Ausrichtung ihrer Geschäftstätigkeit sind Familienunternehmer in der Regel solider finanziert und damit krisenresistenter. Zudem wirtschaften sie meist profitabler und sind oft günstig bewertet, was sie zu einem idealen Investment für unsere Portfolios macht.

Hinweis auf den Value-Holdings-Fondsbericht und den Aktionärsbrief der Value-Holdings AG: Wenn Sie sich dafür interessieren, wie Value-Holdings im Rahmen der Value-Investing-Strategie in Familienunternehmen investiert, dann können Sie sich gerne auf unseren Verteiler für den vierteljährlich erscheinenden Value-Holdings-Fondsbericht und/oder den Aktionärsbrief der Value-Holdings AG eintragen lassen. Senden Sie uns hierfür bitte eine E-Mail an:

investoreninfo@value-holdings.de

Impressum: Anschrift: Elite Report Redaktion, Schumannstraße 2/III, 81679 München, Telefon: +49 (0) 89 / 470 36 48, redaktion@elitebrief.de
Chefredakteur: Hans-Kaspar v. Schönfels v.i.S.d.P. **Realisation:** Falk v. Schönfels **Steuern und Recht:** Jürgen E. Leske

Rechtliche Hinweise/Disclaimer: Die enthaltenen Informationen in diesem Newsletter dienen allgemeinen Informationszwecken und beziehen sich nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person. Sie stellen keine betriebswirtschaftliche, finanzwirtschaftliche, rechtliche oder steuerliche Beratung dar. Im konkreten Einzelfall kann der vorliegende Inhalt keine individuelle Beratung durch fachkundige Personen ersetzen. Der Inhalt darf somit keinesfalls als Beratung aufgefasst werden, auch nicht stillschweigend, da wir mittels veröffentlichter Inhalte lediglich unsere subjektive Meinung reflektieren. Handelsanregungen oder Empfehlungen in diesem Newsletter stellen keine Aufforderung von Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Finanzprodukten, auch nicht stillschweigend, dar. Niemand darf aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation. Für Entscheidungen, die der Verwender auf Grund der vorgenannten Informationen trifft, übernehmen wir keine Verantwortung. Obwohl wir uns bei der Auswahl des Informationsangebotes um größtmögliche Sorg-

falt bemühen, haften wir nicht für ihre Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit. Wir behalten uns das Recht vor, die in diesem Newsletter angebotenen Informationen, Produkte oder Dienstleistungen ohne gesonderte Ankündigung jederzeit zu verändern, zu ergänzen, zu löschen oder zu aktualisieren. Indirekte sowie direkte Regressansprüche und Gewährleistung wird für jegliche Inhalte kategorisch ausgeschlossen.

Leser, die aufgrund der in diesem Newsletter veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln auf eigene Gefahr, die hier veröffentlichten oder anderweitig damit im Zusammenhang stehenden Informationen begründen keinerlei Haftungsobliegenheit.

Ausdrücklich weisen wir auf die im Wertpapier- und Beteiligungsgeschäft erheblichen Risiken hoher Wertverluste hin. Das Informationsangebot in diesem Newsletter stellt insbesondere kein bindendes Vertragsangebot unsererseits dar. Soweit dies nicht ausdrücklich vermerkt ist, können über diesen Newsletter auch seitens der Leser keine Angebote abgegeben oder Bestellungen getätigt werden. Für alle Hyperlinks und Informationen Dritter

gilt: Die Elite Report Redaktion erklärt ausdrücklich, keinerlei Einfluss auf die Gestaltung und die Inhalte der gelinkten Seiten zu haben. Daher distanzieren sich die Elite Report Redaktion von den Inhalten aller verlinkten Seiten und macht sich deren Inhalte ausdrücklich nicht zu Eigen. Diese Erklärung gilt für alle in den Seiten vorhandenen Hyperlinks, ob angezeigt oder verborgen, und für alle Inhalte der Seiten, zu denen diese Hyperlinks führen. Auch für Werbeeinhalte Dritter übernimmt die Elite Report Redaktion keinerlei Haftung.

Das Copyright dieses Newsletters liegt bei der Elite Report Redaktion, München. Alle Rechte vorbehalten. Die Vervielfältigung dieses Newsletters im Wege des Herunterladens auf dauerhafte Datenträger und/oder des Ausdrucks auf Papier sowie die Weiterverbreitung ist gestattet.

Jede andere Nutzung des urheberrechtlich geschützten Materials ist ohne unsere schriftliche Genehmigung untersagt. Für gegebenenfalls bestehende oder künftig entstehende Rechtsverhältnisse ist ausschließlich deutsches Recht anwendbar und sind nur deutsche Gerichte zuständig.