Mit Familien zum Erfolg

Gründe für die starken Renditen familiengeführter Firmen

Von Thomas Zellweger und Peter Jaskiewicz*

Die Aktien von Familienunternehmen wie Wal-Mart, Samsung oder BMW erzielen oft überdurchschnittliche Erträge. Offensichtlich schätzen die Anleger die stabilen operativen Gewinne und den weitreichenden Planungshorizont von Familienbetrieben.

Börsengehandelte Familienunternehmen erzielen oft überdurchschnittliche Renditen. Sie machen zudem einen Grossteil der notierten Aktien aus: in der Schweiz ungefähr 37% und in Deutschland knapp 47%. In Deutschland weisen Firmen, an denen ein einzelner Aktionär – beispielsweise eine Familie – direkt oder indirekt mehr als 20% der Stimmrechte hält, eine bessere operative Performance auf als andere Unternehmen. Sowohl die Rentabilität des Gesamtkapitals als auch die des Eigenkapitals ist bei börsennotierten Familienunternehmen höher als bei Nicht-Familienunternehmen. Dabei ist es interessant zu beobachten, dass die Familienunternehmen mit der schlechtesten Performance in der Gruppe genauso erfolglos sind wie die entsprechenden Nicht-Familienunternehmen. Die besten Familienunternehmen sind jedoch wesentlich erfolgreicher als die besten Nicht-Familienunternehmen.

Schwieriges Mehrfamilien-Aktionariat

Wie lassen sich die Unterschiede im Erfolg von Familienunternehmen erklären? Die Analyse börsennotierter deutscher Familienunternehmen zeigt, dass mehr Familieneinfluss nicht immer zu einer besseren operativen Performance führt. Das Unternehmen sollte sich ausschliesslich im Eigentum einer einzigen Familie befinden. Mehrere beteiligte Familien senken die operative Performance des Familienunternehmens. Vermutlich dauert bei Mehr-Familien-Unternehmen die Entscheidungsfindung länger, und es besteht auch mehr Konfliktpotenzial zwischen den Eigentümern. Einen starken Einfluss auf die Performance hat zudem die Art des Familieneinflusses. Familien sollten entsprechend den Eigentumsanteilen am Unternehmen im Unternehmen vertreten sein. Das bedeutet, dass eine Familie, die 50% der Eigentumsanteile an einem Unternehmen hält, auch 50% der Sitze im Management dieses Unternehmens einnehmen sollte. Wenn die Familie nicht im Unternehmen präsent wäre, könnte sie nicht die Geschäftstätigkeit kontrollieren und die Arbeit der angestellten Manager bewerten. Es wäre allerdings auch nachteilig, wenn die Familie alle Sitze einnimmt. Auch dies würde die operative Performance negativ beeinträchtigen. Der Grund liegt darin, dass einer Familie in diesem Fall kein externes Wissen mehr zur Verfügung stünde und entsprechend die Professionalität der Unternehmensführung darunter leiden könnte. Im Weiteren wäre fraglich, ob die Familie mit 50% der Eigentumsanteile und allen Sitzen in der Unternehmensleitung auch wirklich die Interessen der anderen Anteilseigner verfolgen würde.

Kontinuität stützt Aktienkurse

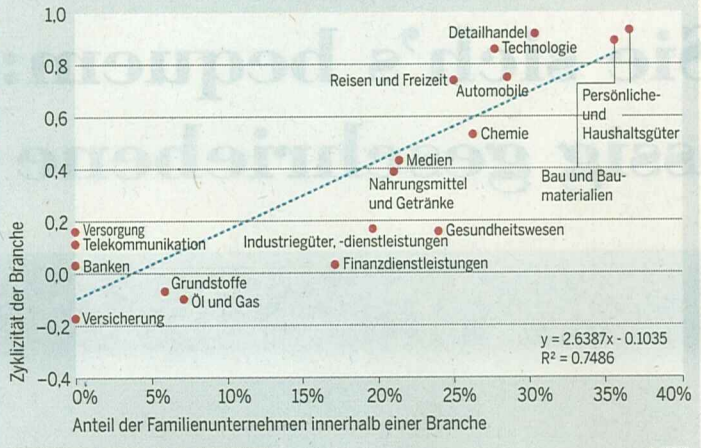
Insgesamt verdeutlichen die Ergebnisse der Studie des European Family Business Center an der European Business School, dass Familienunternehmen im Vergleich mit anderen börsennotierten Unternehmen eine bessere operative Performance aufweisen. In einer anderen Studie des Center for Family Business an der Universität St. Gallen wurde untersucht, ob sich eine bessere operative Rentabilität von Familienunternehmen auch in einer besseren Börsenperformance niederschlägt. Dass Familienunternehmen an den Finanzmärkten mit soliden Renditen locken, wurde an dieser Stelle bereits beschrieben (vgl. NZZ vom 21. 12. 04). Nun sind auch die Gründe dafür gründlicher erforscht.

Stabile operative Gewinne

Familienunternehmen weisen wesentlich stabilere operative Gewinne aus als Nicht-Familienunternehmen. Zudem verfügen sie oft über einen längeren Planungshorizont. Es erstaunt deshalb nicht, dass Familienunternehmen gerade in zyklischen Branchen über alle europäischen Börsen hinweg sehr stark vertreten sind (vgl. Grafik). Interessanterweise kann zwischen dieser Kontinuität und den höheren Börsenkursen ein Zusammenhang festgestellt werden. Stabilere Gewinne beeinflussen die Erwartungen der Marktteilnehmer insofern, als diese auch in Zukunft mit stabilen Erträgen rechnen. Die Erwartungen der Finanzgemeinde zu künftigen Erträgen werden weniger auseinander klaffen. Aus Forschungen zu den Unterschieden zwischen den Prognosen von Analytikern und den effektiven Börsenkursen weiss man, dass die Kurse umso höher liegen, je näher die Ertragserwartungen der verschiedenen Beobachter beieinander liegen. Offenbar überzeugen Familienunternehmen die Finanzgemeinde mit einer stabilen und voraussehbaren operativen Leistung. Tendenziell führt eine geringere Unsicherheit zu Informationen über ein Unternehmen zu höheren Börsenkursen.

* Thomas Zellweger ist Mitglied der Geschäftsleitung des Center for Family Business an der Universität St. Gallen; Peter Jaskiewicz ist Doktorand am European Family Business Center der European Business School, Schloss Reichartshausen, Oestrich-Winkel, Deutschland.

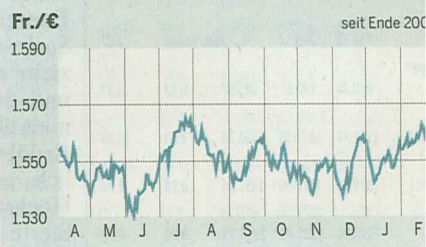
Familienunternehmen an den europäischen Börsen

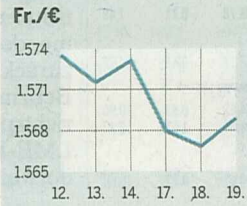


Quelle: Center for Family Business HSG NZZ

CAC 40	5095.97	**5158.14**
Japan		
Nikkei 225	17232.86	**17350.12**

DEVISENMÄRKTE







Kurse 18.45 Uhr	Vortag	**Schluss**
Euro		
in Franken	1.5668	**1.5688**
in Dollar	1.2290	**1.2374**
in Yen	144.58	**145.25**
Dollar		
in Franken	1.2750	**1.2677**
in Yen	117.65	**117.41**
Pfund		
in Franken	2.2667	**2.2712**
Yen (100)		
in Franken	1.0838	**1.0798**
Franken (100)		
in Euro	63.8275	**63.7463**
in Dollar	78.4345	**78.8893**

GELD- UND KAPITALMÄRKTE







	Jahresende 2005	Vortag
Geldmarkt (3 Monate)		
Franken-Libor	1.01%	1.28%
Euribor	2.49%	2.77%
Dollar-Libor	4.54%	5.08%
Yen-Libor	0.07%	0.11%
Kapitalmarkt (Benchmark-Anleihen)		
Schweiz (10-j.)	1.96%	2.60%
Deutschland (10-j.)	3.27%	3.93%
England (10-j.)	4.14%	4.53%
USA (10-j.)	4.41%	5.11%
Japan (10-j.)	1.44%	1.95%