



Erfolgreich: Erich Sixt, Volker Kronseder und Leonardo Del Vecchio (von li. nach re.) prägen auf ihre Weise ihre Firmen. Kronseder im Aufsichtsrat des Maschinenbauers Krones, Sixt und Del Vecchio als Konzernlenker und Hauptaktionäre von Sixt und Luxottica.

NACHHALTIGE WERTE, KNACKIGE RENDITEN

Familiengeführte Unternehmen überzeugen durch eine langfristige Wachstumsstrategie und solide Bilanzen. Warum das Marktumfeld die Kurse von europäischen Nebenwerten beflügelt und wie ein auf Familienunternehmen spezialisierter Fonds bei seiner Titelauswahl vorgeht



Traditionsbewusst: Stefan Quandt und Susanne Klatten bei BMW, Nick Hayek bei Swatch und Antonio Rios Amorim bei Corticeira Amorim (von li. nach re.) bemühen sich aktiv um den anhaltenden Erfolg ihrer Familienunternehmen

Autor

Stefan Riedel

Auf der Suche nach neuen Kandidaten für ihre Fondsportfolios ist Birgitte Olsen ständig in Europa unterwegs. Rund 400 Firmen im Jahr besuchen die Portfoliomanagerin und ihr Team von der Schweizer Fondsgesellschaft Bellevue Asset Management. So auch zwölf italienische Unternehmen aus unterschiedlichsten Branchen in zwei Tagen Ende Mai. Angesehen hat sich Olsen etwa **OVS**, einen Einzelhändler für Bekleidung. Die Aktie sieht sie mit einem 2018er-KGV von 13 im Branchenvergleich niedrig bewertet und mit einem Börsenwert von 1,4 Milliarden Euro für institutionelle Investoren ausreichend liquide. Für das Geschäftsmodell spreche die effiziente und kostengünstige Logistik und Produktion. Im Bereich Kinderbekleidung ist OVS äußerst konkurrenzfähig und kann sogar chinesischen Firmen das Wasser reichen.

Olsen managt vier Fonds, die ausschließlich in familiengeführte Unternehmen investieren. Der im Juni 2011 aufgelegte **BB Entrepreneur Europe Small** hat sich auf kleinkapitalisierte Firmen spezialisiert, die aus den unterschiedlichsten Branchen kommen. Fündig wird Olsen vor allem im deutschsprachigen Raum, in Italien, Spanien, Skandinavien und Frankreich. Dabei verfolgt sie keine Allokation nach Sektoren, Währungen oder Ländern. Die Titelauswahl für das mit 30 bis 40 Firmen konzentrierte Fondsportfolio erfolgt nach fundamentalen Kriterien. Das Aufwärtspotenzial für den Aktienkurs muss nach internen Berechnungen bei mindestens 20 Prozent liegen. Familien und Unternehmensgründer müssen mindestens 20 Prozent der Stimmrechte halten und eine aktive Rolle im Management oder Aufsichtsrat ausüben.

Mehr Wert durch Familienbände

Das Universum der börsennotierten Familienunternehmen umfasst europaweit 900 Gesellschaften. Zu den renommierten Namen gehört die Familie Hayek, die beim Schweizer Uhrenhersteller **Swatch** an der Kommandobrücke steht. Die Familien Pinault und Arnault stehen für die französischen Luxuskonzerne **Kering** und **LVMH**. Allein in Deutschland befindet sich ein Drittel der DAX-Konzerne in Familienhand. Dazu zählen **Volkswagen** und **BMW** mit den Familien Porsche und Quandt oder der Gesundheitskonzern **Fresenius**.

Spannend für Olsens Nebenwertfonds sind die Nischenplayer, die als Marktführer – auf Neudeutsch: Hidden Champions – Akzente setzen. Gerade im Technologiesektor, so erläutert die gebürtige Norwegerin weiter, müssten Anleger in Europa den Blick auf familiengeführte Firmen richten. Dabei verweist sie auf die Tatsache, dass 23 Prozent der im S & P 500 gelisteten Firmen in Technologiebereichen unterwegs seien, im Euro Stoxx 50 dagegen ganze sechs Prozent: „Wir haben nicht die Apples und Microsofts dieser Welt. Aber es gibt in Europa viele kleine Nischenanbieter, die mit ihren Produkten im Techsektor führend sind. Oftmals handelt es sich dabei um weitgehend unbekannte Unternehmen. Unser Ziel ist, die Hidden Champions mit den größten Renditechancen für unsere Fonds zu entdecken.“

Gründer bestimmen den Kurs

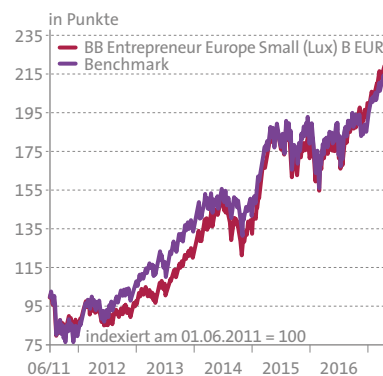
Investoren schätzen an familien- und eigentümergeführten Firmen deren nachhaltige Geschäftsstrategie. Gründer und Gründerfamilie sind mit einem Großteil des eigenen Vermögens in ihren Unternehmen investiert. Aus diesem Grund sind sie an der langfristigen Wertentwicklung und nicht an kurzfristiger Gewinnmaximierung interessiert. Meistens gestalten sie über eine Leitungsfunktion im Vorstand oder über Sitze im Aufsichtsrat das operative Geschäft mit. Ist das nicht der Fall, beeinflussen sie über die Stimmrechte weiterhin die unternehmerische Ausrichtung.

Dazu achten Familienunternehmen auf ausreichend Kapitalreserven, eine niedrige Verschuldung und kontinuierlich hohen Cashflow. „Diese solide Kapitalausstattung infolge eigener Rücklagen erlaubt es Familienunternehmen, antizyklisch zu investieren, vor allem in Krisenzeiten, in denen es schwieriger ist, an Fremdkapital zu gelangen. Außerdem kommen auch den Anlegern die akribische Kostenkontrolle, die niedrigen Löhne und Managerboni zugute“, erklärt Olsen.

Zu dieser nachhaltigen Rentabilität tragen die grundsoliden Bilanzen bei. Häufig liegt die Eigenkapitalquote über 60 Prozent. Der Fokus liegt dabei klar auf organischem Wachstum, das durch Übernahmen ergänzt wird. Geht ein Zukauf oder eine neue strategische Ausrichtung einmal schief, wird hinter den Kulissen an der geräuschlosen Korrektur gearbeitet. So geschehen

FAMILIENBANDE MIT GEWINNKICK

Europäische Nebenwerte laufen



Quelle: Bellevue Asset Management

Die Umsatz- und Gewinnentwicklung beflügelt die Kurse mittelständischer Unternehmen.



Europa hat nicht Microsoft oder Apple, aber Nischenanbieter, die im Techsektor führend sind.“

Birgitte Olsen, Bellevue Asset Management

etwa bei BMW, als die Familie Quandt nach dem Fehlkauf von Rover im Aufsichtsrat eine maßgebliche Rolle spielte, um das teure britische Abenteuer vergleichsweise glimpflich zu beenden.

Wachstumssignale

Standen europäische Nebenwerte in den letzten Jahren weitgehend im Schatten ihrer US-Pendants, hat der Wind gedreht. Bei den Geschäftszahlen für das Auftaktquartal 2017 ist die Zahl der Unternehmen weiter gestiegen, die ihre Prognosen fürs Gesamtjahr nach oben genommen haben. Der noch vor einem Jahr zu beobach- →

PORTRÄT



Birgitte Olsen managt den BB Entrepreneur Europe Small Fund, mit dem sie in kleinkapitalisierte, börsennotierte und eigentümergeführte Firmen aus Europa investiert. Neben einem dynamischen Wachstum in Marktnischen brillieren diese Gesellschaften mit sehr gut kapitalisierten Bilanzen, will heißen: mit einer niedrigen Verschuldung, einer hohen Cashposition und hohen Mittelzuflüssen. Das über Länder und Branchen diversifizierte Portfolio umfasst 30 bis 50 Positionen, ist also konzentriert. Die durchschnittliche Marktkapitalisierung der einzelnen Positionen liegt bei rund 1,4 Milliarden Euro. Der Fonds eignet sich für Privatanleger und institutionelle Investoren wie Family Offices und Vermögensverwalter. Mit einem Volumen von über 100 Millionen Euro ist er mittlerweile in einer Größenordnung, die ihn auch für größere Fondsgesellschaften und Dachfonds interessant macht.

tende Trend, die ursprünglichen Vorgaben nach unten zu korrigieren, hat sich positiv ins Gegenteil umgekehrt.

80 Prozent aller Firmen aus dem **Euro Stoxx 50** und 77 Prozent der im breiter gefassten **Stoxx 600** enthaltenen Gesellschaften haben ihre ursprünglichen Umsatzerwartungen zum Teil deutlich übertroffen. Zugleich haben über 65 Prozent aller Firmen bei einem durchschnittlichen Zuwachs von 20 Prozent die Gewinnerwartungen getoppt.

Für Olsen könnte dieser Trend den Auftakt zu einem nachhaltigen Aufschwung darstellen: „Die lang ersehnte Erholung beim Wirtschaftswachstum beginnt sich Bahn zu brechen – mit den entsprechenden positiven Hebeleffekten auf die operative Gewinnmarge. Das gilt quer durch alle Branchen. Dieser Operating Leverage fällt teilweise so stark aus, dass der operative Gewinn gegenüber dem Umsatzplus teilweise um das Doppelte höher ausfällt.“

Dazu passt das makroökonomische Umfeld: Mit Ausnahme des Sorgenkinds Italien kommt in allen Kernstaaten der Eurozone die Konjunktur ins Rollen. Die politischen Unsicherheitsfaktoren werfen fürs Erste kaum mehr Schatten – Brexit, Schuldenkrise in der Eurozone oder die Herausforderung durch europakritische populistische Bewegungen hin oder her.

Nachhaltigkeit als Qualitätssiegel

Was bringen die richtigen Portfoliokandidaten für den BB Entrepreneur Europe Small mit? Zuerst einmal achten Birgitte Olsen und ihre Teamkollegen darauf, dass die Mischung aus Marktführerschaft, nachhaltig hoher Ertragskraft und Aktienbewertung stimmt. Bei der Fundamentalanalyse modelliert Olsen unter anderem Umsatzwachstum, Gewinnpotenzial und Cashflow-Generierung. Die Umsatzseite sollte kontinuierliches Wachstum liefern. Ein weiteres Gütesiegel ist die im jeweiligen Branchenvergleich hohe operative Marge.

Bei den Bilanzen müssen die Firmen eine niedrige Verschuldung und hohe freie Mittelzuflüsse vorweisen. Je niedriger das Gearing, also der Verschuldungsgrad als Ergebnis des Verhältnisses von Fremdkapital zu Eigenkapital, desto leichter fällt es den Firmen, ihre übrigen Verbindlichkeiten zu bedienen. Außerdem glänzen Familienunternehmen mit überdurchschnittlich hohen Eigenkapitalquoten von bis zu 70 Prozent. Dank dieser finanziellen Stärke sind die Firmen in der Lage, Investitionen und Akquisitionen in erster Linie mit eigenen Kapitalreserven durchzuführen.

Im Prinzip ähnelt dieser Ansatz dem von Fondsmanagern wie Warren Buffett, Hendrik Leber oder Jens Ehrhardt, die auf der Grundlage des Value-Ansatzes nach unterbewerteten Aktien suchen. Olsen und ihr Team halten dabei vor allem Ausschau nach Unternehmen, die in wachsenden Nischen unterwegs sind und bei strukturellen Trends wie Elektrifizierung, Automation, Digitalisierung, drahtlose Kommunikation oder Cloud-Services marktreife Innovationen liefern. Beispielfähig kann hier der deutsche Autozulieferer **Paragon** genannt werden, der im Bereich Batterien in der Entwicklung der E-Mobilität tätig ist.

Innovationen als Kurstreiber

Zu den jüngsten Volltreffern von Olsen zählt die dänische Firma **Asetek**. Seit dem Einstieg 2016 hat sich der Aktienkurs nahezu verdreifacht. Die an der Börse Oslo gelistete Gesellschaft hat eine neue Tech-

nologie für die Wasserkühlung von Computergeräten entwickelt, die Kosten spart und zugleich die Leistungsfähigkeit der Geräte erhöht. Damit hat sie einen Markt im Visier, der im Zeichen von Big Data und den damit verbundenen Serverkapazitäten ein großes Thema ist.

Bereits seit 2012 im Fonds ist **Isra Vision** aus Darmstadt. Das Unternehmen ist top in der bildgesteuerten Qualitätskontrolle von Produktionsprozessen, zum Beispiel in der robotergesteuerten Montage oder der Oberflächeninspektion in der Displayherstellung. Seit der Fonds investiert ist, hat sich der Aktienkurs verzehnfacht. Allein seit Anfang 2017 ist die Bewertung um rund 40 Prozent gestiegen.

„Isra ist in wachsenden Marktnischen einzigartig positioniert – Stichwort Industrialisierung 4.0. Die Aktie ist inzwischen nicht mehr günstig bewertet, aber wir bleiben investiert, weil wir für das weitere Jahr angesichts der hohen Auftragseingänge weiterhin ein starkes Wachstum erwarten“, erläutert Olsen die Vorzüge des Mid Caps.

Hidden Champions aus allen Branchen

Mit einem Portfolioanteil von 17 Prozent stellen Technologiefirmen auf Branchenebene im Fonds die aktuell zweitgrößte Position nach den Industriewerten (23,5 Prozent), gefolgt von den zyklischen Konsumgütern (15,5 Prozent) und Finanzwerten (12,4 Prozent).

Es sind also nicht nur Akteure im Hightech-Sektor, sondern auch Firmen, die vermeintlich unspektakuläre Produkte entwickeln, damit aber top sind. Zu den größten Positionen im Fonds zählt etwa **Corticeira Amorim** aus Portugal, ein weltweit führender Hersteller von Korkprodukten für Weinflaschen sowie von Isolierungen und Oberflächenbelägen für die Industrie. Corticeira glänzte zuletzt mit sehr guten Quartalszahlen, die eine weitere Margenverbesserung lieferten. Oder **Fluidra**, ein spanischer Schwimmbadausrüster, der hinsichtlich Wachstum, Rentabilität und Cash-Generierung ebenfalls die Prognosen toppte und ankündigte, seine Langfristziele für 2018 bereits dieses Jahr zu erreichen. Die Langfristperformance spricht für die Anlagestrategie des Fonds. In den vergangenen drei Jahren hat der BB Entrepreneur Europe Small um 63 Prozent, in den letzten zwölf Monaten um mehr als 30 Prozent zugelegt. Damit steht er in der Spitzengruppe der europäischen Nebenwertefonds. Das Konzept von Birgitte Olsen, unterbewertete Aktien herauszufiltern, deren Kurspotenzial der breite Markt noch nicht erkannt hat, ist damit aufgegangen. ■