

**Aktien** Familien denken in Generationen und nicht in Quartalen. Das können Anleger ausnutzen. Starke Ankeraktionäre sind oft Garanten für Rendite.

# Im Seitenwagen der Patrons

PETER MANHART

Patrons wie Daniel Borel von Logitech, Ems-Chemie-Chefin Magdalena Martullo und der legendäre Swatch Gründer Nicolas Hayek sind eine Art Rockstars in der Wirtschaftswelt. Im Alleingang – so scheint es – haben sie Hunderte, Tausende oder sogar Zehntausende Arbeitsplätze geschaffen und Milliarden verdient. Lukrativ ist der unternehmerische Erfolg aber nicht nur für sie, auch für die übrigen Aktionäre zahlt er sich aus. Die Kurse von Firmen in Familienbesitz entwickeln sich meist besser als jene von Gesellschaften mit einem atomisierten Aktionariat. Sehr eindrücklich spiegelt das die Performance der norwegischen Fondsmanagerin Birgitte Olsen von Bellevue Asset Management.

Sie und ihre Teamkollegen Michel Keusch und Laurent Picard haben sich früh auf das Anlagethema «Firmen mit starkem Ankeraktionär» spezialisiert und führen die Fonds «BB Entrepreneur Switzerland», «BB Entrepreneur Europe» und «BB Entrepreneur Europe Small» äusserst erfolgreich. Seit der Lancierung haben alle Anlagegefässe ihre Referenzindizes weit hinter sich gelassen. Im diesjährigen Fonds-Ranking der «Handelszeitung» hat Olsens Schweizer Fonds in der Kategorie «Schweizer Standardwerte» über einen Zeitraum von zehn Jahren den ersten Platz belegt.

## Falsche Anreize für Management

Für die «Handelszeitung» hat die Fondsmanagerin jetzt eine Liste von Unternehmen zusammengestragen, die sie derzeit besonders attraktiv findet (siehe Box «Grossartige Unternehmen»). Drei davon werden ausführlicher besprochen und sind für langfristig orientierte Anleger kauflösbar (siehe Boxen). Als weiteres Service-Element fasst die Checkliste ganz rechts die wichtigsten Punkte zusammen, auf die Anleger bei der Aktienauswahl von Familienunternehmen achten müssen. Die Wahrscheinlichkeit ist gross, dass der empirische Befund (Ankeraktionäre sind gut für die Performance) auch in den kommenden Jahren Gültigkeit behalten wird.

Im Gespräch beklagt Birgitte Olsen: «Die in den achtziger Jahren populär gewordene Shareholder-Value-Konzepte und die Entlohnung mit Optionen haben das kurzfristige Denken des Managements gefördert. Heute will und muss ein neuer CEO nach ein paar Quartalen eine deutliche, positive Verbesserung lebhaften, sonst wackelt sein Stuhl.» Doch solche Entlohnungssysteme sind asymmetrisch, schaffen falsche Anreize und sind mittelfristig schädlich für die Schaffung des Unternehmenswerts.

Olsen argumentiert: «Konzernlenker von nichtfamiliengeführten Unternehmen bleiben mittlerweile weniger als fünf Jahre im Amt und haben daher keinerlei Interesse an langfristigen Strategien, die sie überdauern.» Das zahlt sich für die Manager aus. Zu kurz kommen meist Mitarbeiter und Anleger.

## Ankeraktionäre zeichnet meist ein intaktes Wertesystem aus.

Im Idealfall ticketen eigentümergeführte Firmen ganz anders. Ihre Zielsetzungen sind auf den unternehmerischen Erfolg und das Schaffen von Werten über Generationen hinweg ausgerichtet. Deshalb wird auch operativ Wert auf Kontinuität gelegt. Als Vergleich: Die durchschnittliche Verweildauer des Geschäftsführers in einem Familienunternehmen beträgt acht bis neun Jahre, oft aber auch deutlich länger.

Eigentümer- respektive familiengeführte Gesellschaften grenzen sich durch eine Vielzahl von Eigenschaften messbar von klassischen managergeführten Unternehmen ab. Ankeraktionäre sind typischerweise mit einem Grosstel (rund 70 Prozent) des eigenen Vermögens in ihre Unternehmen investiert, nehmen Führungsverantwortung wahr

und verfolgen eine langfristige Vision, erklärt Olsen, und folgert daraus: «Die Interessen der Unternehmensleitung, der Hauptaktionäre und der übrigen Eigner sind gleichgeschaltet, da alle Parteien an der langfristigen Wertentwicklung und nicht an der kurzfristigen Gewinnmaximierung interessiert sind.»

## Eigner gehen umsichtig mit Kapital um

Olsen schätzt besonders die finanzielle Disziplin von Familienunternehmen. Diese achten in der Regel auf ausreichende Kapitalreserven, eine niedrige Verschuldungsrate und kontinuierlich hohe Cashflows. Diese Tugenden zahlen sich speziell in konjunktur schwierigen Zeiten aus. In Krisen seitens dieser Firmen resistent, stellt Olsen fest. Noch wichtiger sei, dass der finanzielle Spielraum es ermögliche, antizyklisch die Geschäftsbasis auszuweiten – wie etwa durch Investitionen in neue Geschäftsbereiche und die Eröffnung neuer Märkte. Für vielversprechende Anlagen nennt sie die Schweizer Unternehmen Bossard, Ubx, Bobst, Kühne + Nagel, Partners Group und Swatch Group.

Inhabergeführte Unternehmen zeichnen sich darüber hinaus durch ein meist intaktes Wertesystem aus – sei es im Umgang mit Mitarbeitenden, Kundenschaft und Lieferanten. Unternehmerwerte werden so zu Unternehmenswerten, bringt es die Fondsmanager auf den Punkt. Dies wiederum führt zu einer verstärkt positiven Wahrnehmung der jeweiligen Firma und zu einer ungleich höheren Identifikation der Belegschaft mit dem Unternehmen. Letzteres wirkt sich nachweislich vorteilhaft auf eine nachhaltige und qualitativ hochwertige Unterneh-

menleistung aus. Und es gibt weitere Gründe, die für starke Ankeraktionäre sprechen. Studien belegen, dass eigenümergeführte Unternehmen über die Konjunkturzyklen hinweg eine vergleichsweise höhere Gewinnstabilität und bessere operative Betriebsgewinnmargen aufweisen. Und für Anleger besonders interessant: Auch ein Performance-Vorteil wurde festgestellt.

In den vergangenen zehn Jahren verzeichnete der «Family Business Europe»-Index gegenüber dem MSCI Europe-Index eine jährliche Überschussrendite von rund 5,5 Prozent. Der «Dax Plus Family 30»-Index, der die Aktien der dreissig grössten und liquidiesten familiengeführten Unternehmen in Deutschland umfasst, übertraf den breiten Dax im

selben Betrachtungszeitraum um mehr als 5 Prozent pro Jahr. Bevor jedoch ein Zerrbild einer Welt von starken Ankeraktionären entsteht, weist Olsen ausdrücklich darauf hin, dass nicht jedes Familienunternehmen wirtschaftlich erfolgreich sei. Probleme bei der Nachfolgeregelung, eine zu starke «Innenwahrnehmung» oder ganz einfach der Verlust von Bodenhaftung des Unternehmers könnten sich nachteilig auf den Geschäftserfolg auswirken und Firmen existenziell bedrohen. Anleger sind also gezwungen, sorgfältig und fundiert die jeweiligen Unternehmen zu analysieren. Die gute Nachricht ist laut der Norwegerin aber: «Wenn Familienunternehmen in Schwierigkeiten geraten, hat dies selten wirklich fatale Folgen. Da die bilanzielle Substanz

meistens sehr stark ist, werden taktische oder strategische Fehler über kurz oder lang verdrängt, ohne dass eine Insolvenz droht. Wirklich gefährlich wird es erst, wenn viel Fremdkapital im Spiel ist.»

In Krisen reagierten Familienunternehmen zwar oft verzögert, aber dann recht drastisch. Patrons versuchten, Mitarbeitende und fachliche Substanz so lange wie möglich im Unternehmen zu halten, um Wissen darum, dass sie dank ihrer starken Bilanz den «längeren Atem» haben und dies ihnen zu Marktanteilsgewinnen verhelfen werde, sobald die Konjunktur wieder drehe. Engagements in die Zukunft eines solchen Unternehmens verlangen von Anlegern Ausdauer und Standhaftigkeit. Der Investitionshorizont sollte bei Familienunternehmen also deutlich

länger sein als bei «herkömmlichen» Investments. Ein Bonmot sagt, dass Gewinne mit dem Hintern gemacht werden. Hier trifft es besonders zu.

## Auf Softfaktoren achten

Olsen verlässt sich bei der Einschätzung «ihrer» Unternehmen nicht ausschliesslich auf die Analyse der Quartals- und Jahresberichte, Bewertungskennzahlen und auf quantitative Finanzmodelle. Das ist nur das Fundament, «Teileise sagt einem auch die Intuition, dass etwas im Argen liegt. Wir führen im Dreier-Team jedes Jahr rund 500 Management-Interviews und nach mehr als zwanzig Jahren Erfahrung entwickelt man ein Sensorium für Dinge, die über die Analyse der harten Faktoren hinausgeht.» Verrät-

isch seien etwa eine angespannte Körpherhaltung und ausweichende Antworten von Geschäftsführern und Finanzchefs. Noch deutlichere Zeichen seien Terminabsagen in letzter Minute.

Dann wird es meist Zeit, sich von Titeln zu trennen. Anlegerfolg hängt eben nicht nur von Kauf, sondern vor allem auch von Verkaufentscheidungen ab. Richtig zu verkaufen, will gelernt sein. So trivial, wie diese Erkenntnis klingt, ist sie nicht, denn psychologisch ist Verkaufen immer schwieriger, als eine Position aufzubauen. Schliesslich muss sich eingestanden werden, dass in der Analyse etwas übersehen oder falsch eingeschätzt worden ist. Bei Olsens Team ist das offensichtlich nur selten der Fall. Die Performance spricht da eine ganz klare Sprache.

## Grossartige Unternehmen

Birgitte Olsen's Favoritenliste familiengeführter Gesellschaften

Marktkapitalisierung in Mrd. Franken	
<b>Bossard</b>	1,6
<b>Bobst</b>	1,8
<b>Swatch Group</b>	26,2
<b>Logitech</b>	7,2
<b>Ubx</b>	1,4
<b>S&amp;T</b>	1,5
<b>Fluidra</b>	1,6
<b>Fjord1</b>	0,7
<b>Asetek</b>	0,2
<b>Corticeira Amorim</b>	1,7

QUELLE: BLOOMBERG

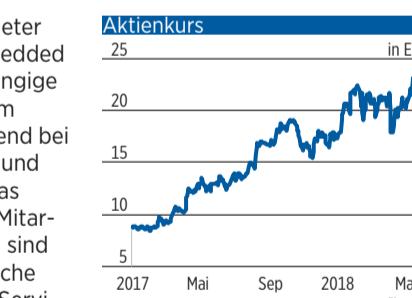


FOTO: KESTONE (2), GERRY NISCHL (1), FOTOLIA (1), BLOOMBERG

S&T

## Steigerung der Profitabilität

**Technologiehaus** Als Anbieter von IT-Lösungen und Embedded Computing ist das unabhängige Systemhaus S&T mit Sitz im österreichischen Linz führend bei den Themen Industrie 4.0 und Internet of Things (IoT). Das Unternehmen zählt 3900 Mitarbeitende, die Hälfte davon sind Ingenieure. Das ursprüngliche Kerngeschäftsfeld sind IT-Services mit diversen Dienstleistungen wie Consulting, Integration und Outsourcing. Spannend und vielversprechend sei der stark wachsende und hochmargige Bereich IoT Solutions und Industrie 4.0, sagt Olsen. Bedient werden die Endmärkte Industrie, Infotainment, Medizin und Smart Energy. Mit der Übernahme und der erfolgreichen Integration von Kontron zählt S&T seit 2017 zu



den führenden Anbietern von Embedded Systems, dem dritten Standbein der Linzer Maschinen werden werden mit immer mehr Software bestückt, das hilft der Sparte. S&T ist ein Wachstumstitel, der mit einem höheren Softwareanteil am Gesamtumsatz seine Profitabilität erheblich steigern wird, davon ist die Fondsmanagerin überzeugt.

FJORD1

## Kostengesicherte Verträge

**Fährenbetreiber** Fjord1 ist der führende norwegische Fährenbetreiber mit einem nationalen Marktanteil von 49 Prozent. Die Familie Saevik brachte das Unternehmen 1997 Oslo an die Börse. Mit einem Auftragsbuch von mehr als 21 Milliarden norwegischen Kronen und einer erstklassigen Rentabilität (EBITDA-Marge beträgt mehr als 33 Prozent) ist die Visibilität der Cashflow-Ströme hervorragend. Der Staat Norwegen führt regelmässige Ausschreibungen durch und vergibt langfristige Fährebetreiberverträge (acht bis zehn Jahre), die grösstenteils kosten gesichert sind. Der Nachhaltigkeit wird grosse Bedeutung beigemessen. Die Bewertung der Aktie ist günstig, auch unter Berücksichtigung der Konsens-



erwartungen, die Olsen für zu niedrig hält. Sie sagt: «Wird eine Ausschreibungs-Erfolgsquote von 70 Prozent als realistisch angenommen, beträgt das Aufwärtpotenzial gegenüber dem aktuellen Aktienkurs 20 Prozent.» Der Titel ist ein defensiver Wert mit einer attraktiven Dividendenrendite von mehr als 5 Prozent pro Jahr.

BOBST

## Verborgenes Umsatzpotenzial

**Verpackungsmaschinen** Jean-Pascal Bobst hat den globalen Druck- und Verpackungsmaschinenpezialisten seit der Krise erfolgreich repositioniert. Dazu beigetragen haben die Rationalisierung der Produktionsstandorte, hohe Kosteneinsparungen und Investitionen in das Wachstum von morgen. Der hochmargige Service-Anteil beträgt zurzeit rund 30 Prozent und hat durchaus das Potenzial, für die Gruppe noch wichtiger zu werden. Olsen erklärt: «Heute sind nur die Kosten dieser Zukunftsinvestitionen sichtbar, während das Umsatzpotenzial noch verborgen bleibt.» Zusätzliches Wachstum dürfte von neu eingeführten, revolutionären Maschinen für den Textildruck kommen und bald soll eine Neueinführung



für den Etikettendruck lanciert werden. Dann soll die Digitalisierung auch im Bereich Karton Einzug halten. Als Familienunternehmen führt Bobst eine grundsolide Bilanz ohne Schulden, ist Champion in der Nische, sehr innovativ und profitiert aktuell von einem starken Zyklus mit steigenden Zellstoff-, Papier- und Kartonpreisen.

## ► CHECKLISTE

### Positiv – das deutet auf ein gut geführtes Familienunternehmen hin:

- Solide Bilanz, unterdurchschnittliche Verschuldung
- Wachstum wird mit generiertem Cashflow grösstenteils selbst finanziert
- Kostenstringenz
- Geringe Fluktuation im Management, CEO acht Jahre oder mehr dabei
- Langfristige Vision
- Champion in der Nische
- Innovationsträrke
- Profitables Wachstum
- Überdurchschnittliche Eigenkapitalrenditen
- Kein Principal-Agent-Konflikt
- Überdurchschnittliche Renditen für den Minderheitsaktionär

### Negativ – das deutet auf ein schlecht geführtes Familienunternehmen hin:

- Übermässiger Appetit auf Schulden
- Unvorsichtige Bilanzierung (selten)
- Komplexe Eigentumsstrukturen mit «Schubladen», Holdings/Zwischen-Holdings
- Tiefe Eigenkapitalrendite, auch über einen längeren Zeitraum
- Fokus auf Wachstum ohne Rücksicht auf Profitabilität und Gesamtkapitalrentabilität, ROCE
- Starkes akquisitorisches Wachstum
- Kurze Verweildauer des Managements unter fünf Jahren
- Übergabe vom Gründer zur zweiten Generation riskant für den Minderheitsaktionär, mangelnde oder schlechte Nachfolgerregelung
- Restrukturierung(en)
- Trägheit bei der Anpassung an Paradigmenwechsel