

Streitigkeiten belasten Familienaktien

Von Holger Zschäpitz 19. August 2009

Die meisten von Eigentümern dominierten Börsenkonzerne bewältigen die Krise aber besser als Firmen im Streubesitz

Berlin - Dallas-Bösewicht JR Ewing geht fast schon als Heiliger durch, wenn man sich die Fehden und Ränkespiele in deutschen Familienunternehmen der letzten Monate anschaut. Da wird geweint, gehasst, geliebt, gelogen, getäuscht, getrickst, gezockt, und der in Sippenhaft genommene Anleger kann diesem Schauspiel nur staunend aus der Ferne zuschauen.

Etwa bei Porsche. Die Winkelzüge der Familien Piëch und Porsche um die Vorherrschaft beim Sportwagenhersteller haben die VW-Anteilseigner seit Anfang August mit einem Einbruch von 33 Prozent bezahlt. Auch der Einstieg der Familie Schaeffler bei Continental wurde für Aktionäre, die ihre Reifen-Papiere nicht rechtzeitig abgestoßen haben, zum Desaster. Für die milliarden schweren Fehlspekulationen der Merckle-Familie mussten nicht zuletzt die restlichen Aktionäre von HeidelbergCement mit büßen.

Ist die Geschichte vom guten Familienkapitalismus, der auch noch Mehrwert für Aktionäre schafft, also ein Mythos?

Die Kurse jener börsennotierten Gesellschaften, die sich überwiegend in den Händen großer Familien befinden, haben sich nicht besser geschlagen als die klassischen Publikumsgesellschaften mit großem Streubesitz. Der Index für eigentümergeführte Firmen Gex hat seit Ausbruch der Krise Anfang 2008 über 43 Prozent an Wert eingebüßt, der Deutsche Aktienindex dagegen "lediglich" 35 Prozent. Selbst auf Sicht von drei Jahren sieht der Gex schlecht aus.

"Der Gex gibt nicht die wahre Entwicklung der eigentümergeführten Unternehmen wieder", sagt Wolfgang Zinn, Direktor der Düsseldorfer Vermögensverwaltung GS&P. Im Index seien lediglich deutsche Betriebe enthalten, und auch nur solche, die nicht länger als zehn Jahre an der Börse sind. "Die erfolgreichen Familienfirmen existieren schon viel länger."

Tatsächlich leidet der Gex schon fünf Jahre nach Auflegung an seinen Regularien. Danach werden Familienaktien, die länger als zehn Jahre an der Börse sind, aus dem Index entfernt. Da es in den vergangenen Jahren keine Neuemissionen mehr gab, leidet der Index unter Schwindsucht. Große deutsche Familienfirmen wie Henkel, BMW, Fresenius, Celesio oder Douglas sind im Gex nicht enthalten, dafür viele riskante Solar- oder Technologiefirmen.

Und so zeichnen der Credit Suisse Family Index oder der vom Bankhaus Hauck&Aufhäuser entwickelte Hafix ein gnädigeres Bild für Familienkonzerne. Das Credit-Suisse-Barometer, das 40 ausgewählte Firmen enthält, an denen ein Eigentümer mindestens noch ein Zehntel hält, hat in der Finanzkrise weniger an Wert verloren als Gex und Dax (siehe Grafik). Auch der 30 europäische Werte umfassende Hafix ist besser durch die Finanzkrise gekommen.

Als einen Grund haben Experten die defensivere Ausrichtung von inhabergeführten Börsenunternehmen ausgemacht. "Bei Familienunternehmen steht das eigene Geld auf dem Spiel. Da agieren die Manager vorsichtiger, als wenn es sich um das Geld anonymer Aktionäre handeln würde", sagt Vermögensverwalter Zinn, der mit seinen Kollegen den Aktienfonds **Kapitalfonds LK Family Business** managt.

Zahlreiche Studien decken diese Einschätzung. Einer Erhebung der Unternehmensberatung Weissman zufolge sind Familienunternehmen mit einer geringeren Verschuldung und einer wesentlich höheren Eigenkapitalquote in die Finanzkrise gegangen. Damit konnten sie sich robuster in den Turbulenzen zeigen. Dennoch gibt es Schwächezeichen. So hat Unternehmensberater Arnold Weissman errechnet, dass sich die 40 größten Familienunternehmen - börsennotierte wie nicht börsennotierte - beim Umsatz 2008 weniger gut entwickelt haben als die klassischen Publikumsgesellschaften. "Diese Trendumkehr zu früheren Jahren bedeutet aber nicht, dass das Modell der überlegenen Familienunternehmen ausgedient hat", sagt Weissman.

Zu dieser Überlegenheit gehört, dass Eigentümer in der Regel langfristiger denken als angestellte Manager. Sie unterscheiden sich vom Quartalsdenken kapitalmarktorientierter Publikumsgesellschaften. Eigentümerunternehmen neigen nicht zu Größenwahn - Schaeffler scheint hier die Ausnahme. Auch das Management steht unter einer strengeren Kontrolle als bei Publikumsgesellschaften. So kann sofort auf Fehlentwicklungen reagiert werden.

Die Überlegenheit der Familienunternehmen können sich auch Anleger zunutze machen. **Wegen der undurchsichtigen Indexkonzepte empfehlen Experten aktiv gemanagte Fonds. Denn Fondsmanager können auch die Negativaspekte ausschalten.** Vermögensverwalter Zinn: "Familienstreit oder eine ungeklärte Nachfolgeproblematik sind bei unseren Investments K.O.-Kriterien."