



Aufsätze zum Thema Eigentum über den Lebenszyklus von Unternehmen

Dr. Henry Keppler

I. Gegenstände der Dissertation

Die zugrundeliegende Dissertation baut auf der Idee auf, dass sich ideale Eigentümerstrukturen über den Unternehmenslebenszyklus verändern. Sie befasst sich mit Eigentum und Governance von Unternehmen in drei unterschiedlichen Bereichen. Der erste Bereich sind Wachstumsunternehmen, welche Investitionsrunden syndizieren, um zusätzliches Kapital zu erhalten. Der explizite Fokus hierbei liegt auf heterogenen Syndikaten zwischen Venture Capital-Unternehmen und ihren Investoren. Beiden Gruppen unterscheiden sich erheblich in Bezug auf ihre Syndizierungsmotive als auch -kriterien. Dies ermöglicht Venture Capital-Unternehmen unter anderem ihren Einfluss zu maximieren, indem sie die Kontrollrechte ihrer Co-Investoren bündeln. Darüber hinaus wird der Investitionskontext als wichtiger zusätzlicher Faktor identifiziert, der die ideale Zusammensetzung des Syndikates beeinflusst. Der zweite Artikel der Dissertation behandelt Familieneigentum börsennotierter deutscher Unternehmen und wie die Eigentümer in Krisenzeiten zur Unternehmensperformance beitragen können. Familienunternehmen übertreffen Nichtfamilienunternehmen in Bezug auf operative als auch Kapitalmarktperformance in den Krisenjahren 2008 bis 2010. Bei eingehenderer Betrachtung der Treiber zeigt sich, dass Familienunternehmen ihren Verschuldungsgrad während der Krise erheblich reduzieren und ihre Investitionen vergleichsweise erhöhen konnten. Familienunternehmen scheinen vor der Krise durch eine konservativere Ausschüttungspolitik Reserven aufgebaut zu haben. Der dritte Artikel behandelt ausländische Direktinvestitionen der beiden größten Investorengruppen des deutschen Aktienmarktes aus hierarchischen Regionen; aus China und dem Golf-Kooperationsrat. Die Investitionsmuster unterscheiden sich erheblich, da sie weitgehend von der jeweiligen Industriepolitik der Länder beeinflusst werden. Der chinesische Investitionsansatz ist eher transaktionaler Natur. Sie kaufen große Anteile an relativ kleinen, aber nicht unbedingt jungen Unternehmen, um die Kontrolle zu erlangen. Im Gegensatz dazu scheinen die Golfstaaten einen eher langfristigen, beziehungsorientierten Ansatz zu verfolgen. Sie investieren in deutlich größere Unternehmen und halten kleinere Anteile.

Auf Grund der inhärenten Relevanz des zweiten Artikels für den Wirkungsbereich der Stiftung Familienunternehmen wird dieser im Folgenden weiter ausgeführt. Die anderen beiden Artikel können bei weiterführendem Interesse in der veröffentlichten Volltextversion der Dissertation eingesehen werden.¹

¹ Zugänglich unter https://mediatum.ub.tum.de/670840?show_id=1596632&style=full_text



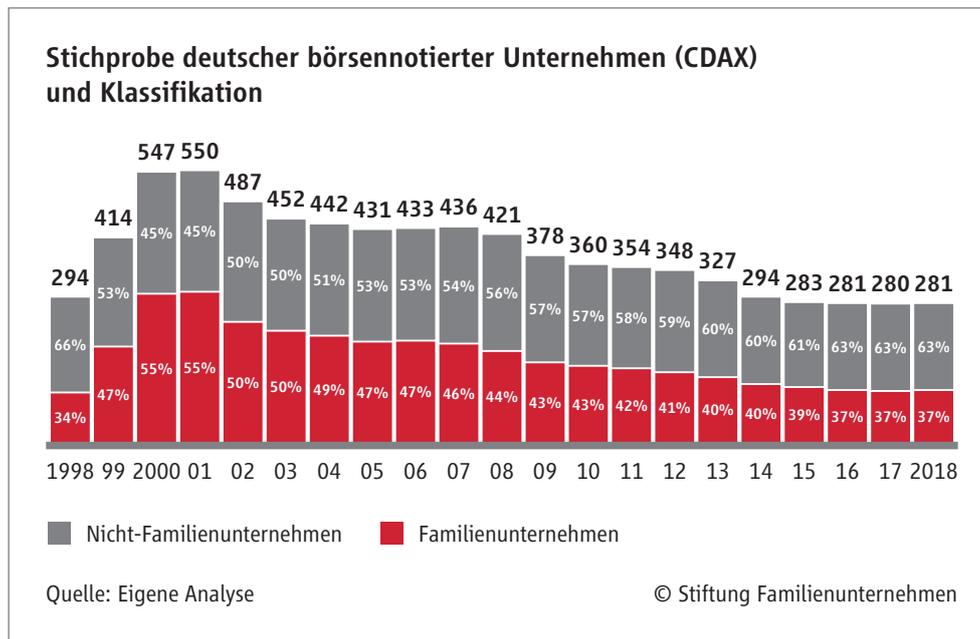
II. Performance von Familienunternehmen in Krisenzeiten – neue Erkenntnisse aus Deutschland

In der Literatur wurde ausführlich dargelegt, dass sich Familieneigentum unter anderem auf die operative Unternehmensleistung und -bewertung auswirkt (Amit & Villalonga, 2014; Villalonga & Amit, 2006, 2009). Ein Standardargument in diesem Zusammenhang ist, dass eine Familie als großer Ankeraktionär Agency-Konflikte abschwächt, die durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle entstehen (Miguel et al., 2004). Dies wird durch die Mitgliedschaft im Aufsichtsrat noch verstärkt, die Überwachungsineffizienzen und Informationsasymmetrien verringern kann (Villalonga et al., 2015).

Darüber hinaus weisen Gründerfamilien im Gegensatz zu anderen Anteilseignern bestimmte Charakteristika auf, wie z.B. das tiefgreifende Wissen eines Gründers, die starke emotionale Bindung zum Unternehmen (Block, 2012; Gómez-Mejía et al., 2007) oder die Fähigkeit, langfristige implizite Verträge mit Arbeitnehmern einzugehen (Mueller & Philippon, 2011). Aufgrund des begrenzten Humankapitalpools stehen diese Vorteile jedoch auch Nachteilen wie zum Beispiel einer potenziell geringeren Management- und Kontrollfähigkeit gegenüber (Burkart, Panunzi, & Shleifer, 2003). Dies lässt insbesondere in Situationen finanzieller Not Zweifel aufkommen, ob Familienunternehmen wirklich besser gestellt sind als Nicht-Familienunternehmen.

Tatsächlich zeigen Lins, Volpin und Wagner (2013) in einer internationalen Stichprobe von Familienunternehmen, dass die Aktienrendite während der Finanzkrise schlechter war. Sie führen dieses Ergebnis hauptsächlich auf Investitionskürzungen zurück. Sie argumentieren, dass Familien in Krisenzeiten Maßnahmen ergreifen, die in erster Linie auf das Überleben des Unternehmens und damit auf den Schutz des privaten Nutzens der Familie abzielen – und zwar auf Kosten der langfristigen Cashflows. Die Studie stellt allerdings auch eine erhebliche länderübergreifende Heterogenität fest, was darauf hindeutet, dass die Vorteile der Familienkontrolle von Land zu Land sehr unterschiedlich sein könnten. Hier will ich mit meiner Studie, welche sich explizit auf die deutschen Familienunternehmen fokussiert, einen Beitrag leisten.

Abb. 1: Stichprobenzusammensetzung

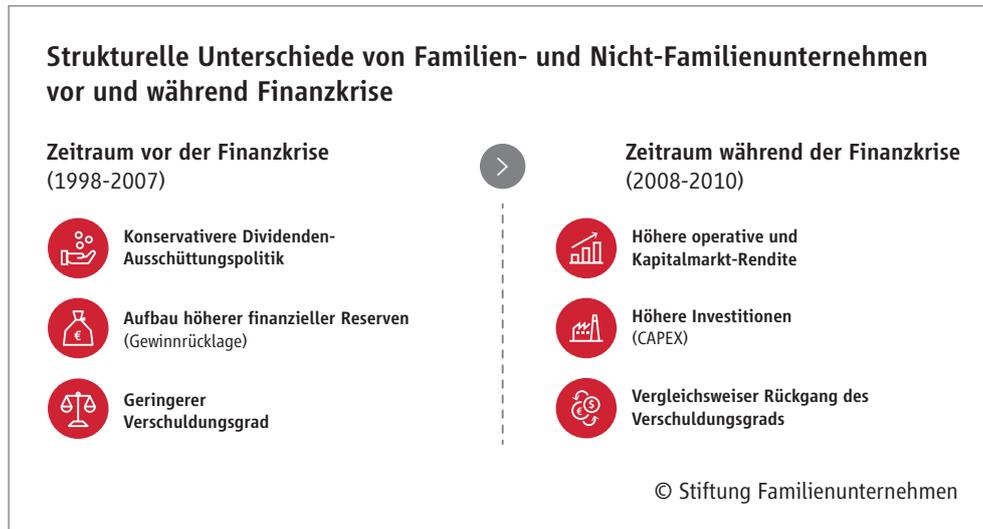


Die Stichprobe beinhaltet 798 börsennotierte deutsche Unternehmen im Zeitraum von 1998 bis 2018, was zu 8.093 Beobachtungen von Firmenjahren führt. In Anlehnung an die Definition von Gründerfamilienunternehmen² sind etwa 45 Prozent dieser Beobachtungen Familienunternehmen. Abbildung 1 enthält eine Übersicht der inkludierten Beobachtungen und Klassifikationen. Es fällt auf, dass die Gesamtmenge der börsennotierten Unternehmen seit dem Jahr 2001 stark zurückgegangen ist. Auch der Anteil der Familienunternehmen ist über den Betrachtungszeitraum zurückgegangen. Der starke Anstieg sowohl der Anzahl als auch des Anteils der Familienunternehmen zur Zeit des Neuen Marktes zwischen 1998 und 2000 liegt daran, dass viele der teilweise noch sehr jungen Unternehmen, die in dem Zeitraum an die Börse gegangen sind, gründergeführt waren. Damit sind diese nach der hier verwendeten Definition Familienunternehmen.

Meine Analysen zeigen eine Outperformance von börsennotierten deutschen Familienunternehmen in Bezug auf operative Rendite (Return on Assets) und Kapitalmarktbeurteilung (Tobin's Q). Diese Outperformance von Familienunternehmen tritt vor allem in Zeiten der globalen Finanzkrise und der Euro-Staatsschuldenkrise auf. Der positive Einfluss der Familienkontrolle wird umso stärker, je enger die Definition des Familienunternehmens ist. Am stärksten sind die Ergebnisse bei Familienunternehmen, bei denen der Gründer noch im Vorstand oder Aufsichtsrat tätig ist. Abbildung 2 enthält eine Übersicht der wichtigsten Ergebnisse.

² In der weiteren Definition sind alle Unternehmen Familienunternehmen, in denen der Gründer oder seine Angehörigen Mitglied des Vorstands oder des Aufsichtsrats sind oder alternativ mindestens 25 % der Stimmrechte halten.

Abb. 2: Kernergebnisse



Bei einer genaueren Untersuchung der Treiber, die für diese Outperformance verantwortlich sind, zeigt sich, dass die Familienunternehmen in der Lage waren, ihren Verschuldungsgrad erheblich zu verringern. Dies geschah jedoch nicht auf Kosten der langfristigen Cashflows. Vielmehr deuten die Ergebnisse darauf hin, dass Familienunternehmen ihre Investitionen während der Krise im Vergleich zu den Nicht-Familienunternehmen erhöht haben. Es scheint allerdings nicht so, dass sie in der Krise besseren Zugang zu externem Kapital hatten sondern Familienunternehmen waren besser auf die Krise vorbereitet, da sie bereits in guten Zeiten eine konservativere Ausschüttungspolitik verfolgten.



Quellenverzeichnis

- Amit, R., & Villalonga, B. (2014). Financial performance of family firms. In L. Melin, M. Nordqvist, & P. Sharma (Eds.), *The SAGE Handbook of Family Business* (pp. 157–178). London: SAGE Publications.
- Block, J. (2012). R&D investments in family and founder firms: An agency perspective. *Journal of Business Venturing*, 27(2), 248–265.
- Burkart, M., Panunzi, F., & Shleifer, A. (2003). Family firms. *The Journal of Finance*, 58(5), 2167–2201.
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106–137.
- Lins, K. V., Volpin, P. F., & Wagner, H. F. (2013). Does family control matter? International evidence from the 2008–2009 financial crisis. *Review of Financial Studies*, 26(10), 2583–2619.
- Miguel, A. de, Pindado, J., & La Torre, C. de (2004). Ownership structure and firm value: New evidence from Spain. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1199–1207.
- Mueller, H. M., & Philippon, T. (2011). Family firms and labor relations. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(2), 218–245.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2009). How are US family firms controlled? *Review of Financial Studies*, 22(8), 3047–3091.
- Villalonga, B., Amit, R., Trujillo, M. A., & Guzmán, A. (2015). Governance of family firms. *Annual Review of Financial Economics*, 7, 635–654.