



UNTERNEHMENSANALYSE 11/2014

## Inhaberkontrolliert läuft's besser

*Philipp Immenkötter, Kai Lehmann, Ludwig Palm*

Inhaberkontrollierte Unternehmen aus DAX und MDAX haben im Zeitraum von 1994 bis 2013 eine Überrendite in Höhe von 5,9% p.a. generiert.

Diese Entwicklung basiert auf einer langfristig vorteilhaften Unternehmenssteuerung durch intrinsisch motivierte Inhaber und einer stärkeren Interessensidentität von Managern und Eigentümern.

Eine effiziente Kapitalallokation und eine hohe Solvenz begünstigen diese Entwicklung nachhaltig.

### Motivation und Zusammenfassung

Wenn ein einzelner Investor oder eine Investorengruppe über einen langen Zeitraum einen bedeutenden Teil der Stimmrechte bzw. Anteile eines Unternehmens hält und somit die wirtschaftlichen Geschicke lenken kann, spricht man von einem inhaberkontrollierten Unternehmen. Diese Investoren können beispielsweise die Gründerfamilie, deren Erben oder ein strategischer Investor sein. Da ein solcher Investor bzw. Eigentümer sein Vermögen in der Regel zu einem signifikanten Teil in das Unternehmen investiert hat, ist dieser intrinsisch motiviert, eine nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes zu erzielen. Nicht operativ tätige Eigentümer

sind über Aufsichtsgremien engagiert, über welche sie die strategische Ausrichtung des Unternehmens vorgeben und das Management effektiv kontrollieren können. Im besonderen Fall, dass Eigentümer und Manager deckungsgleich sind, fallen strategische und operative Entscheidungskompetenz auf dieselbe Person zurück, so dass Management- und Aktionärsinteressen in Einklang stehen. Dennoch ist es möglich, dass der Eigentümer persönliche Ziele verfolgt, die sich nicht mit den Interessen der übrigen Aktionäre decken (Monarchie-Risiko). Auf der anderen Seite besteht bei klassischen börsennotierten Unternehmen mit ihrer oftmals breit diversifizierten Aktionärsstruktur die Gefahr, dass das Management durch nicht intrinsisch motivierte Kontrollinstanzen

ineffektiv überwacht wird. Dies kann Fehlentwicklungen verschiedenster Art begünstigen und somit zu einer Divergenz von Management- und Aktionärsinteressen führen (Prinzipal-Agenten-Problem).

Diese Studie zeigt, dass sich inhaberkontrollierte Unternehmen im Untersuchungszeitraum von 1994 bis 2013 deutlich besser als vergleichbare Unternehmen am Aktienmarkt entwickelt haben. Im Vergleich zu nicht inhaberkontrollierten Unternehmen konnten sie eine jährliche Überrendite von 5,9% realisieren (Wertzuwachs inkl. Dividenden 15,6% vs. 9,7% p.a.). Wie in anderen Studien bereits diskutiert, lässt sich diese Beobachtung unter anderem auf die Präsenz eines langfristig orientierten Eigentümers zurückführen. Diese Untersuchung erarbeitet verschiedene Implikationen einer derartigen Eigentümerstruktur.

Für die Outperformance am Aktienmarkt spielt die Verwendung der einbehaltenen Gewinne (Kapitalallokation) eine zentrale Rolle. In den letzten 20 Jahren erwirtschafteten die einbehaltenen Gewinne inhaberkontrollierter Unternehmen einen deutlich größeren Wertzuwachs als die der Vergleichsunternehmen. Ebenso weisen diese Unternehmen eine höhere Profitabilität in Form von höheren Kapitalrenditen aus. Zudem zeugen höhere Vorsteuergewinnmargen, niedrigere Pensionslasten und geringere Pensionsaufwendungen von einem stärkeren Kostenbewusstsein. Weitere Unterschiede zwischen den Gruppen werden bei der Betrachtung der Solvenz deutlich. Inhaberkontrollierte Unternehmen sind mit vergleichsweise viel Eigenkapital ausgestattet und verfügen über einen höheren Zinsdeckungsgrad.

Die richtige Incentivierung des Vorstandes ist entscheidend um die bestmögliche Entwicklung des Unternehmens zu begünstigen. Die Analyse zeigt, dass beide Unternehmensgruppen über eine Vielfalt von Vergütungskriterien verfügen, welche eine Interessenidentität von Management und Aktionären begünstigt.

Diese Studie belegt, dass die ausführliche Analyse der Eigentümerstruktur eines Unternehmens für eine Anlageentscheidung unerlässlich ist, da diese Einfluss auf die langfristige Unternehmensperformance hat. Investoren können von der Präsenz eines solchen Inhabers profitieren und an der Überrendite partizipieren.

## Datenbasis

Die Ausgangsbasis für die Untersuchung bilden alle 39 DAX- und MDAX-Unternehmen, welche im gesamten Zeitraum vom 01. Januar 1994 bis zum 31. Dezember 2013 börsennotiert waren<sup>(1)</sup>. Die Studie beschränkt sich bewusst auf deutsche Unternehmen, um potenzielle Einflüsse unterschiedlicher Rechnungslegungssysteme zu vermeiden. Diese Restriktion ermöglicht die Verwendung einer konsistenten Datenbasis über einen langen Zeitraum. Des Weiteren wurden Unternehmen, für die in diesem Zeitraum keine durchgehende Kursnotierung vorlag oder bei denen signifikante Unternehmensereignisse wie Zusammenlegungen, Aufspaltungen, etc. eintraten, nicht berücksichtigt. Der Beobachtungszeitraum wurde mit 20 Jahren bewusst sehr lang gewählt, auch wenn das Sample dadurch etwas kleiner ausfällt, da temporäre Fehlbewertungen des Marktes über einen langen Zeitraum in den Hintergrund treten.

Damit ein Unternehmen als inhaberkontrolliert gilt, muss es über einen Ankerinvestor verfügen, der über einen großen Teil des Beobachtungszeitraums einen bedeutenden Anteil des Aktienkapitals besitzt und somit nachhaltig auf die Unternehmensgeschicke einwirken kann. In der Regel ist der Inhaber in diesen Fällen selbst oder über Beteiligungsgesellschaften bzw. Stiftungen in Aufsichtsgremien vertreten oder bekleidet ein Amt im Vorstand. Besteht das Aktienengagement des Investors lediglich erst seit einigen Jahren (bspw. Familie Schaeffler bei der Continental AG), so spiegelt sich der Einfluss des Eigentümers nur über einen unzureichenden Teil des Untersuchungszeitraums wider, so dass diese Unternehmen nicht als inhaberkontrolliert klassifiziert werden. Tabelle 1 auf der folgenden Seite gibt einen Überblick über die in der Studie erfassten inhaberkontrollierten Unternehmen. Die übrigen Unternehmen der zugrundeliegenden Indizes, welche ebenso durchgehend notiert waren, bilden die Gruppe der Vergleichsunternehmen. 17 Unternehmen sind als inhaberkontrolliert klassifiziert worden, bei vier dieser Unternehmen sitzt der Inhaber selbst im Vorstand. Zumeist handelt es sich bei den Inhabern

<sup>(1)</sup> Die Fielmann AG stellt hier eine Ausnahme dar, da sie erst seit September 1994 börsennotiert ist.

Tabelle 1 **Stichprobe inhaberkontrollierter Unternehmen und Vergleichsunternehmen**

<b>Inhaber-kontrollierte Unternehmen</b>	<b>Inhaber</b>	<b>Steuerungs-instrument im Geschäftsjahr 2013</b>
AXEL SPRINGER SE	Friede Springer	Aufsichtsrat
BEIERSDORF AG	Familie Herz	Aufsichtsrat
BMW AG	Familie Quandt	Aufsichtsrat
CELESIO AG	Familie Haniel	Aufsichtsrat
DUERR AG	Familie Dürr	Aufsichtsrat
FIELMANN AG	Familie Fielmann	Vorstand
FRESENIUS AG	Else Kröner-Fresenius-Stiftung	Aufsichtsrat
FUCHS PETROLUB SE	Familie Fuchs	Vorstand und Aufsichtsrat
GERRY WEBER INTERNATIONAL AG	Gerhard Weber und Udo Hardieck	Vorstand und Aufsichtsrat
HEIDELBERGCEMENT AG	Familie Merckle	Aufsichtsrat
HENKEL AG & Co. KGaA	Familie Henkel	Aufsichtsrat
HUGO BOSS AG <sup>(a)</sup>	Familie Marzotto	Aufsichtsrat
KRONES AG	Familie Kronseder	Vorstand und Aufsichtsrat
LEONIE AG <sup>(b)</sup>	Familie Thoma	Aufsichtsrat (bis 2012)
RHEINMETALL AG	Familie Röchling	Aufsichtsrat
RHOEN-KLINIKUM AG	Familie Münch	Aufsichtsrat
SAP SE	Hasso Plattner, Dietmar Hopp und Klaus Tschira	Aufsichtsrat
<b>Nicht inhaberkontrollierte Unternehmen (Vergleichsunternehmen)</b>		
ALLIANZ SE	HOCHTIEF AG	
BASF SE	K + S AG	
BAYER AG	KUKA AG	
BILFINGER SE	LINDE AG	
COMMERZBANK AG	MAN SE	
CONTINENTAL AG <sup>(c)</sup>	MÜNCHENER RÜCK AG	
DAIMLER AG	RWE AG	
DEUTSCHE BANK AG	SIEMENS AG <sup>(e)</sup>	
DEUTSCHE LUFTHANSA AG	SÜDZUCKER AG	
DMG MORI SEIKI AG	TUI AG <sup>(f)</sup>	
GEA GROUP AG <sup>(d)</sup>	VOLKSWAGEN AG <sup>(g)</sup>	

Quelle: Geschäftsberichte

um die Gründerfamilien bzw. deren Erben. Die übrigen 22 Unternehmen weisen keinen Inhaber auf, der über einen Großteil des betrachteten Zeitraums Einfluss auf die Unternehmensentwicklung ausgeübt hat. Die Unternehmen beider Gruppen entstammen einer Vielzahl unterschiedlicher Branchen, wobei sich innerhalb der Gruppe der inhaberkontrollierten Unternehmen keine Banken und Finanzdienstleistungsunternehmen befinden.

Tabelle 2 auf der folgenden Seite gibt einen Überblick über Größencharakteristika der Unternehmen und zeigt, dass die in der Studie erfassten inhaberkontrollierten Unternehmen im Durchschnitt deutlich kleiner als die nicht inhaberkontrollierten Unternehmen sind. Dies wirft die Frage auf, ob die Unternehmensgröße statt der Eigentümerstruktur für Unterschiede zwischen den beiden Stichproben verantwortlich ist. Da für den Vergleich jedoch im Wesentlichen Verhältnissgrößen und nicht absolute Größen betrachtet werden, kann diese Frage verneint werden.

## Performance am Aktienmarkt

Grafik 1 auf der nächsten Seite zeigt für den Untersuchungszeitraum eine deutliche Outperformance inhaberkontrollierter Unternehmen. Eine Investition von einem Euro am 31.12.1993 in ein gleichgewichtetes Portfolio von Aktien der inhaberkontrollierten Unternehmen hat 20 Jahre später, bei unterstellter Reinvestition zwischenzeitlich ausgeschütteter Dividenden, einen Gegenwert

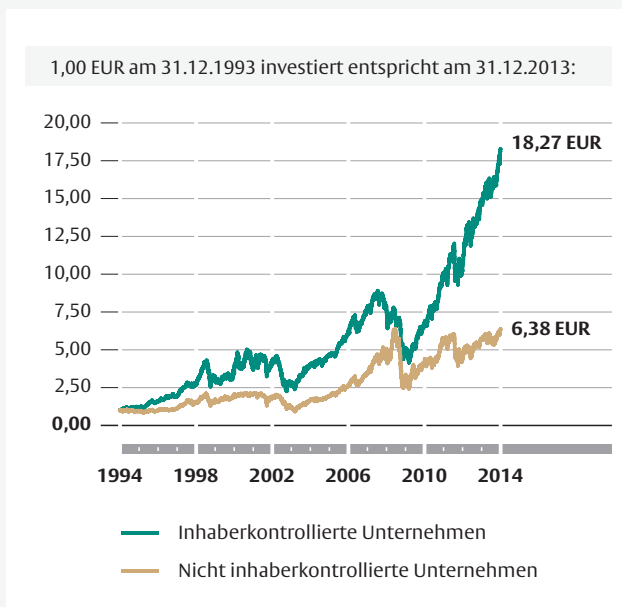
- <sup>(a)</sup> Familie Marzotto war mit Ausnahme der Jahre 2008 und 2009 durchgehend im Aufsichtsrat vertreten und hielt bis zum Jahr 2006 bis zu 78,8% der Stimmrechte.
- <sup>(b)</sup> Familie Thoma war bis 2012 im Management und Aufsichtsrat tätig.
- <sup>(c)</sup> Da das Engagement der Familie Schaeffler erst seit dem Jahr 2008 besteht, wird das Unternehmen als nicht inhaberkontrolliert eingeordnet.
- <sup>(d)</sup> Das Engagement von Otto Happel im Aufsichtsrat endete 2005 und erstreckt sich somit nur über die Hälfte des Untersuchungszeitraums.
- <sup>(e)</sup> Die Anteile der Familie Siemens lagen seit 2001 unter 7%. Zuletzt war Peter von Siemens von 1993 bis 2008 im Aufsichtsrat tätig.
- <sup>(f)</sup> Die seit 2008 bestehende Beteiligung des Investor Alexey Mordashov wird als passives Engagement gewertet.
- <sup>(g)</sup> Da die Familien Porsche und Piëch erst seit 2005 beteiligt sind, wird das Unternehmen nicht als inhaberkontrolliert eingeordnet.

Tabelle 2 Deskriptive Statistiken zum Geschäftsjahresende 2013, Mittelwerte

	Anzahl	Umsatz in Mio. EUR	Bilanzsumme <sup>(2)</sup> in Mio. EUR	Mitarbeiter	Markt- kapitalisierung in Mio. EUR
<b>Inhaber kontrolliert</b>	17	11.594	16.306	40.724	14.793
<b>Nicht inhaber kontrolliert</b>	22	43.132	52.416	115.582	29.885
<b>Gesamtsample</b>	<b>39</b>	<b>29.385</b>	<b>34.877</b>	<b>82.951</b>	<b>23.306</b>

Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 1 Kursentwicklung inkl. reinvestierter Dividenden über 20 Jahre im Vergleich<sup>(3)</sup> – Total Shareholder Return (in EUR)



Quelle: Thomson Reuters Datastream

von 18,27 Euro. Die Differenz zu den Vergleichsunternehmen ist beträchtlich, beträgt der Endwert einer entsprechenden Investition hier 6,38 Euro. Dies entspricht bei inhaber kontrollierten Unternehmen einer jährlichen Rendite von 15,6%, bei der Vergleichsgruppe jedoch nur 9,7%, was einer Überrendite von 5,9% entspricht. Besonders in der Zeit nach der Finanzkrise konnten sich die inhaber kontrollierten Unternehmen schneller erholen und besser weiterentwickeln. So betrug die Überrendite im Zeitraum der letzten 5 Jahre sogar jährlich 10,8% und in den letzten 10 Jahren 5,5%. Die Outperformance über den ganzen

Zeitraum ist auf fundamentale Unterschiede zwischen den Unternehmen zurückzuführen, auf welche im Nachfolgenden eingegangen wird.<sup>(4)</sup>

## Kapitalallokation

Die Kapitalallokation stellt eine der Kernaufgaben des Managements dar, da sie die Wertgenerierung eines Unternehmens maßgeblich beeinflusst. Man unterscheidet zwischen vier Möglichkeiten der Verwendung von Gewinnen aus dem operativen Geschäft: Wachstumsinvestitionen (organisch durch Investitionen in das Geschäft oder anorganisch durch Akquisitionen), Rückführung von Kapital an Anteilseigner (Dividendenzahlungen oder Aktienrückkäufe), Fremdkapitalrückzahlungen und Liquiditätsschaffung. Aufgabe des Managements ist es, von den Verwendungsmöglichkeiten diejenigen umzusetzen, welche die höchsten langfristigen Wertsteigerungen generieren.

Die Effizienz der Kapitalallokation kann mittels der von Warren Buffett angewandten „One-Dollar-Premise“ analysiert werden. Zu diesem Test stellt man die Veränderung des Marktwertes abzgl. Kapitalerhöhungen der Summe der im

<sup>(2)</sup> Banken und Versicherungen wurden nicht in die Berechnung der Bilanzsumme einbezogen, da sich diese Unternehmen auf Grund des Geschäftsmodells systematisch von den übrigen Unternehmen unterscheiden.

<sup>(3)</sup> Die historische Kursentwicklung inkl. reinvestierter Dividenden ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Kursentwicklung.

<sup>(4)</sup> Es ist dabei zu beachten, dass die historische Wertentwicklung kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung ist.

Tabelle 3 **Kapitalallokation – Warren Buffett's One-Dollar-Premise, Mittelwerte** <sup>(5)</sup>

	One-Dollar-Premise, 20 Jahre
<b>Inhaber kontrolliert</b>	4,12
<b>Nicht inhaber kontrolliert</b>	2,48
<b>Gesamtsample</b>	3,19

Quelle: Thomson Reuters Datastream

gleichen Zeitraum angefallenen Nettogewinne abzgl. Dividenden und Aktienrückkäufe gegenüber. Ist dieses Verhältnis größer als eins, so hat ein Euro einbehaltener Gewinne mehr als einen Euro Steigerung des Börsenwerts kreierte. Je größer dieses Verhältnis ist, desto besser hat das Unternehmen sein verfügbares Kapital reinvestiert.

Tabelle 3 stellt die Ergebnisse der One-Dollar-Premise für die beiden Gruppen dar. Das Verhältnis von Veränderung des Marktwertes und einbehaltener Gewinne ist über den Zeitraum von 20 Jahren bei inhaber kontrollierten Unternehmen fast doppelt so groß wie bei der Vergleichsgruppe. Dies lässt darauf schließen, dass inhaber kontrollierte Unternehmen die einbehaltenen Gewinne erfolgreicher verwenden.

## Profitabilität – Renditen und Margen

Der zuvor dokumentierte Unterschied in der Kapitalallokation schlägt sich in der Profitabilität nieder, welche über verschiedene Kennzahlen gemessen werden kann.

Während die Eigenkapitalrendite <sup>(6)</sup> die Verzinsung auf das eingesetzte Kapital der Inhaber misst, zeigt die Kapitalrendite <sup>(7)</sup> auf, wie rentabel eine Firma bezogen auf ihr Eigen- und Fremdkapital wirtschaftet. Die jährliche Kapitalrendite inhaber kontrollierter Unternehmen ist in sämtlichen betrachteten Zeiträumen (5 Jahre: 2009 – 2013, 10 Jahre: 2004 – 2013, 20 Jahre: 1994 – 2013) höher als bei nicht inhaber kontrollierten Unternehmen (Tabelle 4). So liegt die Kapitalrendite inhaber kontrollierter Unternehmen um mehrere Prozentpunkte höher als die der Vergleichsunternehmen. Ein vergleichbares Bild zeigt sich auch bei der Eigenkapitalrendite, welche bei inhaber kontrollierten Unternehmen für alle Zeiträume deutlich höher ausfällt und sich im langfristigen Durchschnitt um ca. 6% bis 7% unterscheidet.

Einen weiteren Einblick in die Profitabilität eines Unternehmens ermöglicht eine Analyse der Vorsteuergewinnmarge, welche als Vorsteuergewinn geteilt durch die Umsatzerlöse

<sup>(5)</sup> Die Unternehmen Fielmann AG, Gerry Weber International AG, Henkel AG & Co. KGaA und Kronos AG wurden in der Berechnung nicht berücksichtigt, da sich deren Stammaktien über einen Teil des Untersuchungszeitraums vollständig in Familienbesitz befanden und daher nicht börsennotiert waren. Zudem konnten die Unternehmen Deutsche Bank AG, Commerzbank AG, Tui AG, GEA Group AG und Hochtief AG nicht berücksichtigt werden, da die kumulierten Nettogewinne über den Untersuchungszeitraum kleiner als die aggregierten Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufe sind.

<sup>(6)</sup> Die Eigenkapitalrendite (RoE) ist wie folgt definiert:  
Nettogewinn / Jahresdurchschnitt gesamtes Eigenkapital

<sup>(7)</sup> Die Kapitalrendite (RoC) ist wie folgt definiert:  
(Nettogewinn + Minderheitenanteil + Zinsaufwendungen · (1-effektiver Steuersatz)) / Jahresdurchschnitt von (gesamtes Eigenkapital + kurz- und langfristige finanzielle Verbindlichkeiten)

Tabelle 4 **Kapitalrendite und Eigenkapitalrendite, Mittelwerte**

	Durchschnittliche jährliche Kapitalrendite (RoC)			Durchschnittliche jährliche Eigenkapitalrendite (RoE)		
	5 Jahre	10 Jahre	20 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	20 Jahre
<b>Inhaber kontrolliert</b>	12,6%	13,5%	13,3%	16,5%	17,0%	16,3%
<b>Nicht inhaber kontrolliert</b> <i>(ohne Banken und Versicherungen)</i>	8,1%	8,7%	9,4%	9,1%	10,4%	10,3%
<b>Gesamtsample</b>	<b>10,3%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,3%</b>	<b>12,7%</b>	<b>13,6%</b>	<b>13,3%</b>

Quelle: Thomson Reuters Datastream

definiert ist und eine Einschätzung darüber erlaubt, wie profitabel ein Unternehmen im Vergleich zur Konkurrenz arbeitet. Grafik 2 zeigt, dass im Verlauf der letzten 20 Jahre die erwirtschaftete Vorsteuergewinnmarge der inhaberkontrollierten Unternehmen deutlich über derjenigen der nicht inhaberkontrollierten Unternehmen lag (8,5% gegenüber 5,0%).<sup>(8)</sup> Der auszumachende Margenvorsprung variiert in Abhängigkeit des Betrachtungszeitpunktes nur gering. Des Weiteren kann man über die Vorsteuergewinnmarge das Risiko eines Geschäfts erkennen, da niedrige Margen durch Veränderungen im Markt leicht negativ werden können. Die inhaberkontrollierten Unternehmen haben hier den Vorteil deutlich höherer Margen, welche selbst in den Krisenjahren 2001 und 2009 weit über dem langfristigen Durchschnitt der Vergleichsunternehmen lagen.

Die Ergebnisse der betrachteten Kennzahlen zeugen von einem effizienteren Kapitaleinsatz, einer höheren Preissetzungsmacht und einem stärkeren Kostenbewusstsein inhaberkontrollierter Unternehmen. Diese Faktoren begünstigen eine nachhaltige Unternehmensentwicklung und schlagen sich in einer höheren langfristigen Performance nieder.

## Solvenz

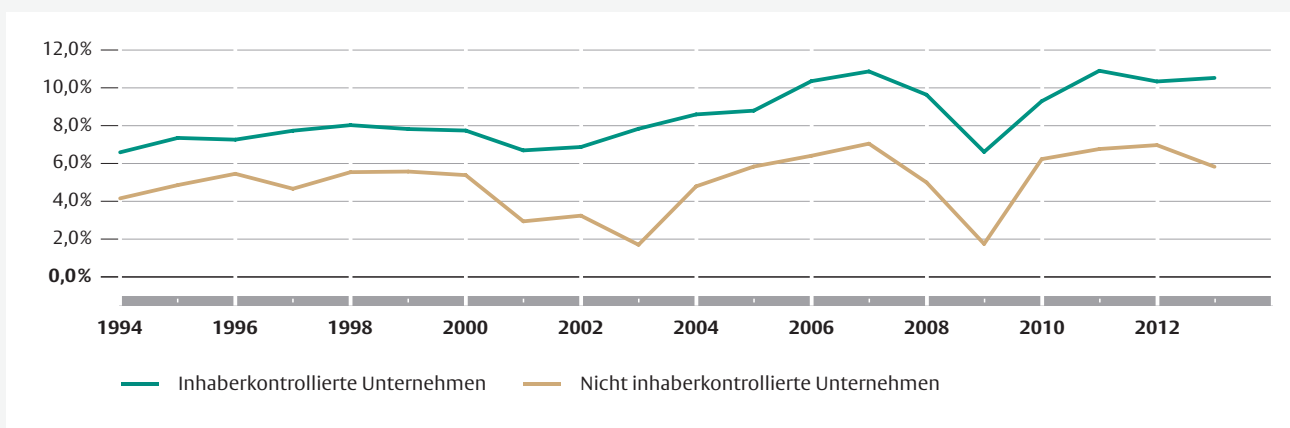
Beim Vergleich der Finanzierungsstruktur in Tabelle 5 auf der nächsten Seite zeigt sich, dass inhaberkontrollierte Unternehmen über eine stärkere Eigenkapitalbasis verfügen. So liegen ihre Eigenkapitalquoten in allen

betrachteten Zeiträumen im Mittel über 42%, während der Durchschnitt für die Vergleichsunternehmen stets unter 32% liegt. Dieses Ergebnis kann auf die folgenden Faktoren zurückgeführt werden. Durch eine höhere Verlustaversion sind die Eigentümer inhaberkontrollierter Unternehmen darauf bedacht, einen möglichst großen Verlustpuffer zu erhalten bzw. zu erweitern, um den Fortbestand des Unternehmens auch in Krisenzeiten zu sichern. Zudem bedeutet eine niedrigere Verschuldung auch mehr Unabhängigkeit vom etwaigen Einfluss der Fremdkapitalgeber. Darüber hinaus weisen inhaberkontrollierte Unternehmen eine überdurchschnittliche Profitabilität auf, die es ihnen ermöglicht, ihr Geschäft zum großen Teil aus dem operativen Cashflow heraus zu finanzieren. Somit haben sie weniger Bedarf an externer Finanzierung.

Die Unterschiede in der Finanzierungsstruktur schlagen sich auch im Zinsdeckungsgrad nieder. Dieser setzt das operative Ergebnis in Relation zum Zinsaufwand für Fremdkapital und zeigt an, inwiefern der Zinsaufwand aus dem operativen Geschäft beglichen werden kann. Der Zinsdeckungsgrad ist für inhaberkontrollierte Unternehmen weitaus höher, wobei zuletzt auf Grund einer kontinuierlichen Steigerung der Solvenz eine Ausweitung des Unterschieds zu erkennen ist.

<sup>(8)</sup> Der Datensatz wurde in den Jahren 1994, 1996 und 1997 um die Beobachtungen der Elringklinger AG bereinigt, da diese Ausreißer enthielten.

Grafik 2 Durchschnittliche jährliche Vorsteuergewinnmarge



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Tabelle 5 Eigenkapitalquote (Mittelwerte) und Zinsdeckungsgrad (Median)<sup>(9)</sup>

	Durchschnittliche Eigenkapitalquote			Median des durchschnittlichen Zinsdeckungsgrades		
	5 Jahre	10 Jahre	20 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	20 Jahre
<b>Inhaber kontrolliert</b>	47,1%	45,9%	42,8%	14,2	10,5	6,9
<b>Nicht inhaber kontrolliert</b> (ohne Banken und Versicherungen)	31,5%	30,6%	28,2%	4,6	4,6	3,5
<b>Gesamtsample</b>	<b>39,0%</b>	<b>38,0%</b>	<b>35,3%</b>	<b>6,9</b>	<b>5,6</b>	<b>4,1</b>

Quelle: Thomson Reuters Datastream

Zusammenfassend verdeutlichen die Ergebnisse hinsichtlich der hier betrachteten Kennzahlen, dass die Outperformance inhaber kontrollierter Unternehmen eng mit den Unterschieden bzgl. der Kapitalrenditen und der Finanzierungsstruktur zusammenhängt.

## Pensionslasten

Einen wichtigen Kostenfaktor, der langfristig Kapitalrenditen und Margen beeinflusst, stellen Arbeitgeberleistungen in Form von Pensionsvereinbarungen dar. Im besonderen Fokus stehen hierbei leistungsorientierte Pensionspläne (*Defined Benefit Plans*), da hier das Unternehmen eigenständig für die Finanzierung und die spätere Erbringung der Versorgungsleistung verantwortlich ist. Im Gegensatz hierzu stellen beitragsorientierte Pläne (*Defined Contribution Plans*) lediglich ein untergeordnetes finanzielles Risiko dar, da das Unternehmen neben den Beitragszahlungen keine weiteren wirtschaftlichen oder rechtlichen Verpflichtungen hat.

In beiden Unternehmensgruppen haben im Geschäftsjahr 2013 leistungsorientierte Pensionspläne eine hohe Relevanz, jedoch zeigt Tabelle 6 auf der folgenden Seite je nach Eigentümerstruktur einen deutlichen Unterschied auf. So verfügen inhaber kontrollierte Unternehmen mit durchschnittlich 1.873,9 Mio. Euro über deutlich geringere Pensionsverpflichtungen als nicht inhaber kontrollierte Unternehmen, die durchschnittliche Verpflichtungen von 10.669,6 Mio. Euro ausweisen. Zudem ist auffällig, dass die Verpflichtungen bei den nicht inhaber kontrollierten Unternehmen in den letzten fünf Jahren stärker angestiegen sind.

Berücksichtigt man das zur Bedienung der Pensionsverpflichtungen ausgelagerte Planvermögen, so verbleiben Pensionsdefizite, die auf Seiten der inhaber kontrollierten Unternehmen 5,9% und auf Seiten der nicht inhaber kontrollierten Unternehmen sogar 14,2% der Marktkapitalisierung ausmachen. Der Durchschnitt des Diskontierungssatzes, der zur Anwartschaftsbarwertermittlung<sup>(10)</sup> dient, liegt für beide Gruppen bei 3,7%.

Entsprechend der deutlich geringeren Pensionsverpflichtungen sind auch die Pensionsaufwendungen pro Mitarbeiter im Geschäftsjahr 2013 auf Seiten der inhaber kontrollierten Unternehmen deutlich geringer (Tabelle 7 auf der folgenden Seite). So betrug der Aufwand aus leistungsorientierten Plänen für inhaber kontrollierte Unternehmen pro Mitarbeiter durchschnittlich 2,1 Tsd. Euro gegenüber 4,2 Tsd. Euro auf Seiten der nicht inhaber kontrollierten Unternehmen.

Die erwarteten jährlichen Auszahlungen aus den Pensionsplänen sind bei inhaber kontrollierten Unternehmen als Folge der geringeren Pensionsverpflichtungen ebenso deutlich niedriger. Während die inhaber kontrollierten Unternehmen in den kommenden Jahren durchschnittlich mit Auszahlungen von 1,7 Tsd. Euro pro Mitarbeiter rechnen,

<sup>(9)</sup> Für die Kennzahl Zinsdeckungsgrad wurde der Median der unternehmensspezifischen Durchschnitte der Teilzeiträume verwendet, da die Mittelwerte aufgrund von Ausreißern der SAP AG nicht repräsentativ sind.

<sup>(10)</sup> Der Anwartschaftsbarwert stellt den Barwert der Verpflichtungen des Unternehmens gegenüber dem Arbeitnehmer zum Bilanzstichtag dar.

Tabelle 6 Pensionslasten und Bewertungsannahmen leistungsorientierter Pläne, Geschäftsjahr 2013, Mittelwerte

	Pensions- verpflichtungen in Mio. EUR	Veränderung der Pensions- verpflichtungen 2008 vs. 2013	Fair Value des Planvermögens in Mio. EUR	Pensions- defizit/Markt- kapitalisierung <sup>(11)</sup>	Diskontierungs- zinssatz
<b>Inhaberkontrolliert</b>	1.873,9	+49,8%	1.482,3	5,9%	3,7%
<b>Nicht inhaberkontrolliert</b>	10.669,6	+72,5%	6.832,7	14,2%	3,7%
<b>Gesamtsample</b>	<b>6.835,6</b>	<b>+63,3%</b>	<b>4.500,5</b>	<b>10,6%</b>	<b>3,7%</b>

Quelle: Geschäftsberichte und Thomson Reuters Datastream

Tabelle 7 Pensionsaufwendungen leistungsorientierter Pläne, Geschäftsjahr 2013, Mittelwerte

	Aufwand pro Mitarbeiter in Tsd. EUR	Erwartete jährliche Auszahlung pro Mitarbeiter in Tsd. EUR	Durchschnittliche Duration in Jahren
<b>Inhaberkontrolliert</b>	2,1	1,7	15,2
<b>Nicht inhaberkontrolliert</b>	4,2	2,9	14,8
<b>Gesamtsample</b>	<b>3,3</b>	<b>2,4</b>	<b>15,0</b>

Quelle: Geschäftsberichte und Thomson Reuters Datastream

kalkulieren die Vergleichsunternehmen mit 2,9 Tsd. Euro pro Mitarbeiter.<sup>(12)</sup> In Bezug auf die Restlaufzeiten der Pensionspläne ergibt sich mit durchschnittlichen Durationen von etwa 15 Jahren ein homogenes Bild.

Resümierend lässt sich festhalten, dass sowohl die bis dato angehäuften Pensionslasten als auch die aktuellen Aufwendungen aus leistungsorientierten Pensionsplänen bei inhaberkontrollierten Unternehmen deutlich geringer sind. Als Folge der niedrigeren Pensionslasten ist zudem auch künftig mit geringeren Auszahlungen zu rechnen.

## Incentivierung und Kompensation des Vorstands

Die richtige Incentivierung des Vorstands ist maßgeblich entscheidend für die langfristig erfolgreiche Entwicklung eines Unternehmens. Die Ausgestaltung der Vorstandskompensation hilft die Interessen von Aktionären und Vorständen in

Einklang zu bringen, um mögliche Prinzipal-Agenten-Probleme zu mildern. Inhaberkontrollierte Unternehmen haben auf Grund der Vermögenskonzentration ihrer Eigentümer einen höheren Anreiz Vergütungsstrukturen zu implementieren, welche diese Probleme verringern.

Tabelle 8 auf der folgenden Seite zeigt, dass das Vorstandsgehalt pro Kopf bei inhaberkontrollierten Unternehmen leicht niedriger als bei der Vergleichsgruppe ist. Dies lässt sich zu einem großen Teil darauf zurückführen, dass die inhaberkontrollierten Unternehmen kleiner sind (Tabelle 2) und somit ein geringeres Gehalt zahlen. Da diese im Durchschnitt auch weniger Personen im Vorstand beschäftigen, sind ihre Aufwendungen für den gesamten Vorstand deutlich geringer.

<sup>(11)</sup> Gemessen zum Geschäftsjahresende 2013.

<sup>(12)</sup> Die aus den Geschäftsberichten entnommen Angaben zu den Prognosezeiträumen der erwarteten Auszahlungen variieren deutlich zwischen den Unternehmen.



Ein relativer Vergleich der Kompensation im Verhältnis zum Vorsteuergewinn zeigt, dass die Vergütung bei inhaberkontrollierten Unternehmen einem größeren Anteil des Vorsteuergewinns entspricht. Dies kann dadurch erklärt werden, dass die Differenz in der Kompensation deutlich geringer als die Differenz im Vorsteuergewinn ausfällt.

Die Vergütung des Vorstandes setzt sich aus einer erfolgsunabhängigen Komponente (Grundgehalt, Nebenleistungen und Pensionen) sowie kurz- und langfristigen erfolgsabhängigen Komponenten (Bonus) zusammen. Tabelle 9 zeigt zunächst, dass sich der Anteil der erfolgsunabhängigen Komponente zwischen den beiden Untersuchungsgruppen nicht deutlich unterscheidet und etwas mehr als 40% der gesamten Vergütung entspricht. Die kurzfristige erfolgsabhängige Vergütung ist bei inhaberkontrollierten Unternehmen größer als der langfristige erfolgsabhängige Vergütungsanteil. Bei der Vergleichsgruppe gibt es hingegen keinen deutlichen Unterschied der kurz- und langfristigen variablen Anteile.

Zu den erfolgsabhängigen Komponenten werden Kriterien formuliert, welche die Höhe der Zahlungen bestimmen. Die letzte Spalte von Tabelle 9 zeigt, dass die Anzahl der Vergütungskriterien bei inhaberkontrollierten Unternehmen leicht unter der Vergleichsgruppe liegt. Grafik 3 auf der nächsten Seite beinhaltet eine detaillierte Auflistung dieser Vergütungskriterien. Bei inhaberkontrollierten Unternehmen ist die Vergütung häufiger an den absoluten Gewinn geknüpft, während nicht inhaberkontrollierte Unternehmen im Gegenzug häufiger die individuelle Leistung des Vorstandsmitglieds und die Aktienkursentwicklung aufweisen.

### Fazit

Ein intrinsisch motivierter Inhaber steuert langfristig die wirtschaftlichen Geschicke seines Unternehmens und achtet in der Regel auf eine nachhaltige Entwicklung. Durch eine langfristige, überdurchschnittliche Unternehmenswertsteigerung,

Tabelle 8 **Vorstandsvergütung, Geschäftsjahr 2013, Mittelwerte**

	Absolute Vergütung in Mio. EUR		Relative Vergütung	
	Pro Vorstandsmitglied	Gesamter Vorstand	Gesamte Vorstandsvergütung/ Vorsteuergewinn	
<b>Inhaber kontrolliert</b>	2,8	13,3	3,3%	
<b>Nicht inhaber kontrolliert</b>	3,2	21,8	2,4%	
<b>Gesamtsample</b>	<b>3,0</b>	<b>18,1</b>	<b>2,8%</b>	

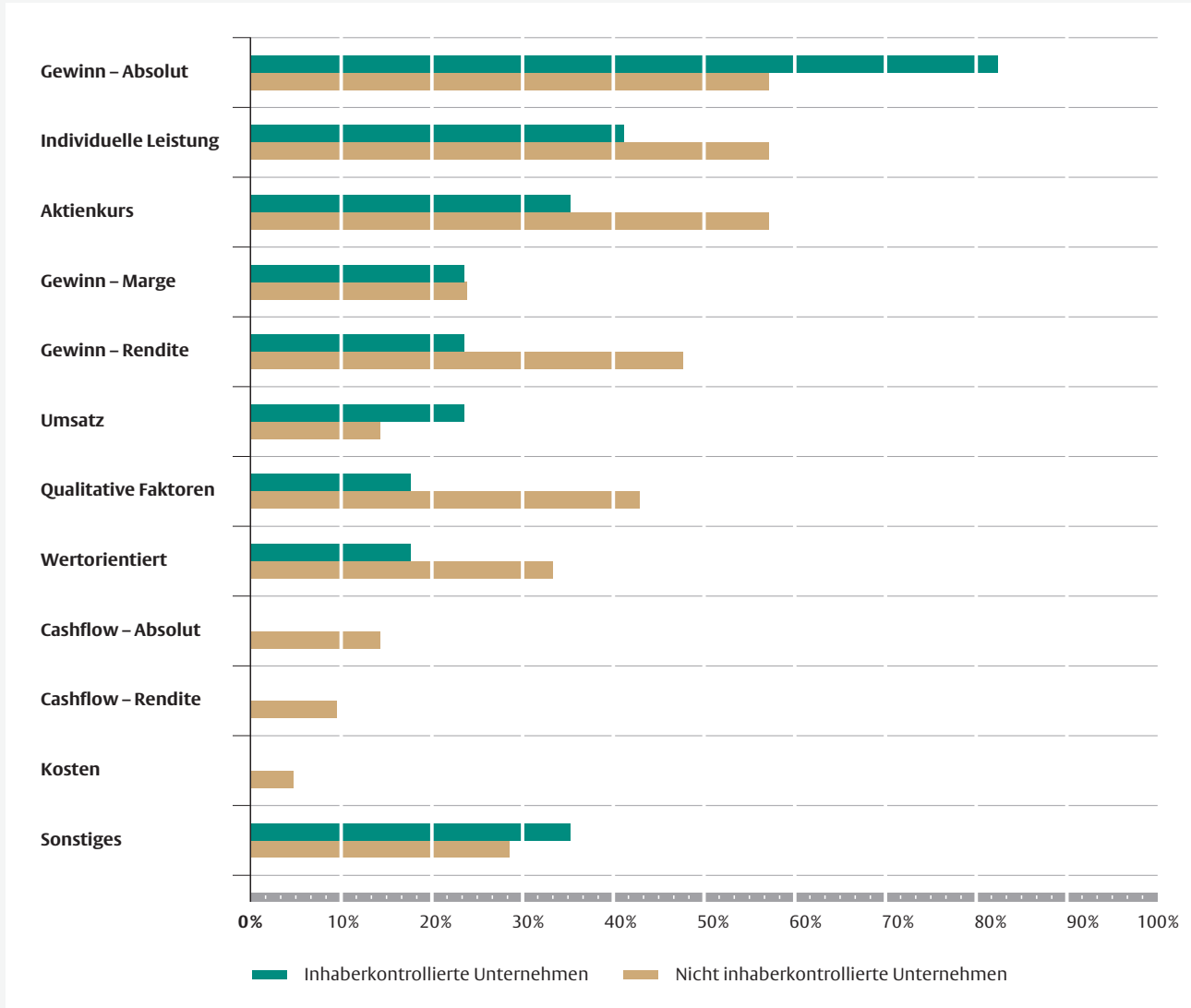
Quelle: Geschäftsberichte und Thomson Reuters Datastream

Tabelle 9 **Anteilige Vergütung und Anzahl der Vergütungskriterien, Geschäftsjahr 2013, Mittelwerte**

	Grundgehalt + Nebenleistungen + Pensionen	Erfolgsabhängig		Anzahl der Vergütungskriterien
		Kurzfristig	Langfristig	
<b>Inhaber kontrolliert</b>	40,4%	37,4%	22,3%	4,5
<b>Nicht inhaber kontrolliert</b>	43,3%	27,5%	29,2%	5,2
<b>Gesamtsample</b>	<b>42,0%</b>	<b>31,8%</b>	<b>26,2%</b>	<b>4,9</b>

Quelle: Geschäftsberichte

Grafik 3 Anteile detaillierter Performancekriterien, Geschäftsjahr 2013



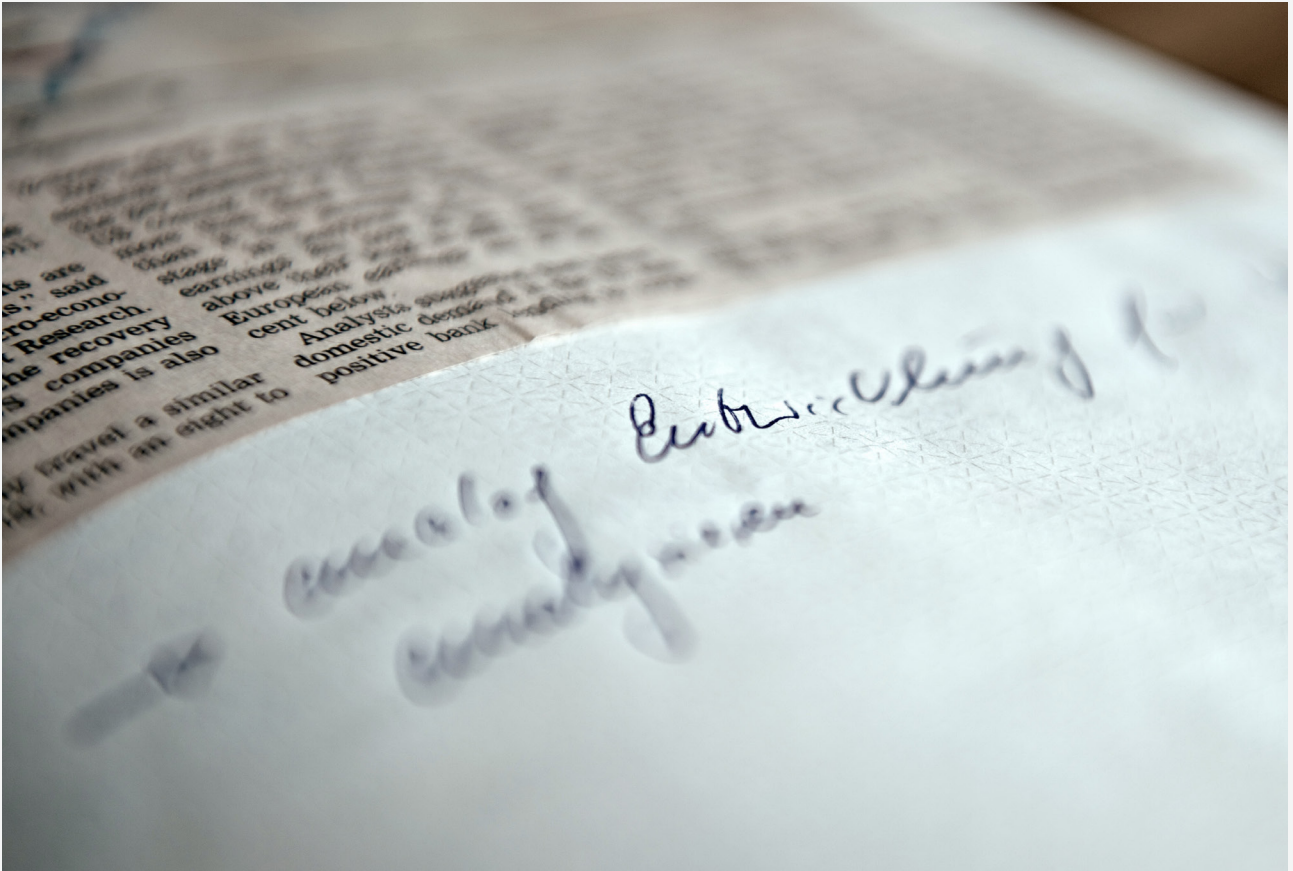
Quelle: Geschäftsberichte

welche unter anderem mittels einer effizienteren Kapitalallokation erreicht wird, konnten inhaber kontrollierte Unternehmen eine deutliche Outperformance generieren. Diese geht mit fundamentalen Unterschieden im Vergleich zu den nicht inhaber kontrollierten Unternehmen bzgl. der Profitabilität, der Solvenz, der Kostenstruktur und den Pensionslasten einher.

Das Engagement eines Ankerinvestors ist dennoch keine Garantie für eine überlegene Performance. So gibt es prominente Beispiele, welche die Risiken von Interessensdivergenzen großer Aktionärsgruppen oder der personellen

Abhängigkeit vom Eigentümer offenbaren. Zudem können Probleme innerhalb der Eigentümerfamilie sowie beispielsweise Scheidungen oder Streitigkeiten die Unternehmensentwicklung negativ beeinflussen. In Summe überwiegen jedoch die Vorteile eines Eigentümerengagements.

Bei Anlageentscheidungen sollte die Eigentümerstruktur eines Unternehmens berücksichtigt werden. Die Zahlen belegen, dass eine solche Analyse in der Vergangenheit Investoren geholfen hat, potenzielle Unternehmen zu identifizieren, die langfristig eine Überrendite generieren.



**RECHTLICHE HINWEISE** Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet. **Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG.** © 2014 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

**IMPRESSUM** Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com);  
Vorstand Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln);  
*Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt | Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de);  
Autoren Dr. Philipp Immenkötter, Dr. Kai Lehmann, Ludwig Palm; *Redaktionsschluss* 13. November 2014; *Design* Heller & C GmbH

[www.fvs-ri.com](http://www.fvs-ri.com)



for independent thinking