

Veröffentlicht in

**CFO aktuell**

Heft 3/2020

*Gleißner, W. / Weissman, A. (2020):*  
**„Kapitalmarktfähige Familienunternehmen –  
Ein modernes Konzept für die wertorientierte  
Unternehmensführung“, S. 101 – 104**

Mit freundlicher Genehmigung der  
Linde Verlag Ges.m.b.H., Wien

[www.lindeverlag.at](http://www.lindeverlag.at)

# Kapitalmarktfähige Familienunternehmen

## Ein modernes Konzept für die wertorientierte Unternehmensführung

Werner Gleißner / Arnold Weissman

*Kapitalmarktfähige Familienunternehmen verbinden die Vorteile von Familienunternehmen, wie Orientierung am langfristigen Erfolg, mit professionellen Strukturen, die man bei börsennotierten AGs erwartet.*

*Der Beitrag erläutert die entscheidenden zwölf Eigenschaften und den Family-Q-Score.*

### 1. Das Konzept im Überblick

Als „kapitalmarktfähige Familienunternehmen“ werden Unternehmen im Mehrheitseigentum einer Familie bezeichnet, die – explizit oder teilweise auch implizit – einem modernen wertorientierten Unternehmensführungsansatz folgen. Kapitalmarktfähige Familienunternehmen sind nicht notwendigerweise börsennotiert, sie hätten aufgrund ihrer Aufstellung jedoch jederzeit die Möglichkeit Geld am Kapitalmarkt aufzunehmen, sei es durch einen Börsengang oder die Emission von Anleihen. Ein kapitalmarktfähiges Familienunternehmen hat

- Stabilität,
- herausragende Erfolgspotenziale und
- einen hohen Handlungsspielraum, weil zB für Übernahme oder ein noch schnelleres Wachstum jederzeit Kapital am Kapitalmarkt aufgenommen werden könnte.

Die Gruppe der kapitalmarktorientierten Familienunternehmen verbindet die besten Eigenschaften von Familienunternehmen und (meist großen) börsennotierten Gesellschaften: Der Vorteil börsennotierter Gesellschaften ist im Allgemeinen darin zu sehen, dass sie eben Zugang zum Kapitalmarkt haben und darüber hinaus eine leistungsfähige Corporate Governance Struktur aufweisen<sup>1</sup> (zB im Hinblick auf strategische und operative Unternehmensplanung sowie Risikomanagement). Der große Vorteil von Familienunternehmen besteht darin, dass diese losgelöst von häufigen Wechseln in der Unternehmensführung und einem kurzfristigen „Quartalergebnis-Denken“ eine langfristige, nachhaltige, generationenübergreifende Strategie konsequent verfolgen können. Die nachhaltige Existenz – und damit die Absicherung des Ratings – haben großen Stellenwert. Kapitalmarktfähige Familienunternehmen zeichnen sich durch die langfristige strategische Ausrichtung, Stabilität und gute Corporate Governance, insbesondere einen wertorientierten Unternehmensführungsansatz<sup>2</sup>, aus. Ein solch wertorientierter Unternehmensführungsansatz orientiert sich an den Interessen der Familieneigentümer. Er beachtet dabei jedoch, dass die Steigerung des Unternehmenswerts (als Erfolgsmaßstab) nachhaltig nur erreichbar ist, wenn den Interessen und Bedürfnissen anderer Stakeholder, wie speziell der Kunden und Mitarbeiter, adäquat Rechnung getragen wird. Ohne

Motivation und langfristig am Unternehmenserfolg interessierte Mitarbeiter ist nachhaltiger Unternehmenserfolg ebenso wenig möglich wie ohne Kunden, denen überzeugende Wettbewerbsvorteile im Hinblick auf die für diese wesentlichen Kaufkriterien geboten werden können (Differenzierung mit Preissetzungsmacht). Nachhaltig erfolgreiche kapitalmarktfähige Familienunternehmen, oft zugleich „Hidden Champions“<sup>3</sup>, streben eine robuste Unternehmensstrategie basierend auf nachhaltigen und verteidigungsfähigen Kernkompetenzen an (insbesondere die Fähigkeit, sich an eine dynamisch verändernde Umwelt anzupassen).<sup>4</sup>

Aufgrund der überzeugenden Vorteile kapitalmarktfähiger Familienunternehmen<sup>5</sup> kann dies grundsätzlich als Leitbild für Familienunternehmen dienen. In Abschnitt 2 dieses Beitrags werden die Kriterien, die kapitalmarktfähige Familienunternehmen aufweisen, knapp erläutert.

### 2. Die Eigenschaften eines kapitalmarktfähigen Familienunternehmens: 12 Kriterien

Von den nachfolgenden zwölf Kriterien sind bei kapitalmarktfähigen Familienunternehmen alle zumindest teilweise und der überwiegenden Anzahl vollständig erfüllt. Die Kriterien lassen sich in vier Gruppen aufteilen, nämlich

- Basiseigenschaften,
- finanzielle Nachhaltigkeit,
- Sorgfaltspflicht und Unternehmensführung und
- Strategie und Struktur.

Die einzelnen Kriterien werden nachfolgend knapp erläutert (siehe auch die Checkliste in Tab 1).

#### 2.1. Basiseigenschaften

##### 2.1.1. Unternehmensgröße

Das Unternehmen weist einen (geschätzten) fundamentalen Ertragswert<sup>6</sup> > 50 Millionen Euro auf, da dies im Allgemeinen als Mindestgröße für einen „sinnvollen Börsengang“ oder die Emission von Anleihen angesehen werden kann.

##### 2.1.2. Familienunternehmen

Familiengeschafter besitzen die Mehrheit der Anteile oder – sofern sie nur mindestens ein Viertel der Anteile besitzen – sind in Vorstand oder Geschäftsführung maßgeblich vertreten.

##### 2.1.3. Kultur und Leitbild

Das Unternehmen weist ein über Jahre gewachsenes<sup>7</sup> Leitbild und eine dazu passende Unternehmenskultur auf. Insbesondere orientiert es sich an den Grundprinzipien einer wertorientierten Unternehmensführung<sup>8</sup> und zeigt eine Unternehmenskultur, die die Mitarbeiter für das wertorientierte Leitbild motivieren.



**Prof. Dr. Werner Gleißner** ist Honorarprofessor an der Technischen Universität Dresden (Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Risikomanagement) und Vorstand der FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen.



**Prof. Dr. Arnold Weissman** ist Professor für Betriebswirtschaftslehre an der FH Regensburg und Inhaber des Beratungsunternehmens Weissman & Cie, Nürnberg.

## 2.2. Finanzielle Nachhaltigkeit

### 2.2.1. Reales Wachstum

Das Unternehmen weist nachhaltig mindestens ein positives reales, dh inflationsbereinigtes Wachstum auf. Im Allgemeinen ist zusätzlich zu wünschen, dass auch der Marktanteil im relevanten Markt zumindest nicht sinkt.

### 2.2.2. Finanzielle Stabilität und Bonität

Die durch das Rating ausgedrückte Insolvenzwahrscheinlichkeit liegt unter 2 % pro Jahr (also im Bereich BB-Rating oder besser).

### 2.1.3. Geringes Unternehmensrisiko

Das Unternehmen weist keine existenzgefährdenden strategischen Risiken (speziell Bedrohung der Erfolgspotenziale) auf und hat ein unterdurchschnittliches Ertragsrisiko (zB gemessen im Variationskoeffizient der Erträge oder Cashflows), zB durch Preissetzungsmacht und Vermeidung kritischer Abhängigkeiten.

### 2.1.4. Wertgenerierung (Rendite > Kapitalkosten)

Das Unternehmen schafft nachhaltig Wert, dh der Wert steigt tendenziell im Zeitverlauf und der fundamentale Ertragswert (W) liegt über dem Bilanzwert des Eigenkapitals.<sup>9, 10</sup> Eine solche Situation ist gegeben, wenn (a) das Unternehmen wächst und (b) die Kapitalrendite dauerhaft über den Kapitalkostensatz (k) liegt. Der Kapitalkostensatz zeigt die Anforderung an eine risikoadäquate Rendite und ist daher abhängig vom Ertragsrisiko (Cashflow-Volatilität, vgl 2.1.3.).<sup>11, 12</sup> Bei einer (vereinfachten) einjährigen Betrachtung ist zu fordern, dass die Kapitalrendite (zB Gesamtkapitalrendite ROCE) über dem Kapitalkostensatz (Gesamtkapitalkosten, WACC) liegen muss, um diese Bedingung zu erfüllen.

## 2.3. Sorgfaltspflicht und Unternehmensführung

### 2.3.1. Risikomanagement

Das Unternehmen verfügt über ein Risikomanagementsystem<sup>13</sup>, das alle gesetzlichen Anforderungen gerecht wird (vgl zB den Prüfungsstandard DIIR RS Nr 2). Durch die systematische Identifikation, Quantifizierung und Aggregation von Risiken werden mögliche Krisen und Bestandsgefährdungen, auch durch Kombinationseffekte von Einzelrisiken, frühzeitig erkannt, um präventiv Gegenmaßnahmen initiieren zu können.

### 2.3.2. Fundierte wertorientierte Vorbereitung „unternehmerischer Entscheidungen“

„Unternehmerische Entscheidungen“ der Geschäftsleitung basieren belegbar auf „angemessenen Informationen“ (§ 93 dAktG und § 84 Abs 1 öAktG) und orientieren sich am Unternehmenswert als Erfolgsmaßstab (Performancemaß), der als Kennzahl das Ertrag-Risiko-Profil des Unternehmens beschreibt.<sup>14</sup> Allen unternehmerischen Entscheidungen, zB über die Veränderung der Strategie oder großer Investitionen, liegen Entscheidungsvorlagen zugrunde, die insbesondere auch angeben, welche Handlungsoptionen

bestehen und welche Auswirkungen die Entscheidung auf Ertrag und den zukünftigen Risikoumfang hätte („entscheidungsorientiertes Risikomanagement“).

## 2.4. Strategie und Struktur

### 2.4.1. Strategie

Das Unternehmen hat eine dokumentierte, erfolgversprechende und robuste Strategie, mit langfristig tragfähigen Erfolgspotenzialen, und setzt diese im Tagesgeschäft um.<sup>15</sup> Diese enthält insbesondere Aussagen zu Kernkompetenzen, Geschäftsfeldern und Wettbewerbsvorteilen sowie zur Gestaltung der Wertschöpfungskette.

### 2.4.2. Organisation und Corporate Governance

Die Organisationsstruktur des Unternehmens ist effizient und strategiekonform, bindet die Mitarbeiter adäquat ein, ermöglicht insbesondere eine „gute Unternehmensführung“ (Corporate Governance) und ausreichend Vertretbarkeit von Schlüsselpersonen.

### 2.4.3. Rechnungslegung und Planung

Rechnungslegung und Unternehmensplanung entsprechen den Anforderungen an kapitalmarkt-orientierten Unternehmen und sichern so eine adäquate (interne) Transparenz über die Lage des Unternehmens.<sup>16</sup>

## 3. Der Family-Q-Score

Kapitalmarktfähige Familienunternehmen sind die Champions der Wirtschaft, weil sie die Vorteile von Familienunternehmen mit denen börsennotierter Unternehmen verbinden. Sie sind robust, nachhaltig erfolgreich und die „Kapitalmarktfähigkeit“ schafft bei der Finanzierung Handlungsoptionen (auch wenn kein Börsengang geplant ist). An der Börse wäre sie ein Kaufkandidat für Quality<sup>17</sup>- und Value-Investoren.<sup>18</sup>

Die Anforderungen an ein kapitalmarktfähiges Familienunternehmen lassen sich durch die 12 in diesem Beitrag erläuterten Kriterien erfassen und zusammenfassend im „Family-Q-Score“ ausdrücken. Durch eine fundierte Beurteilung des Family Q-Scores eines Unternehmens wird neben einem Benchmarking das Aufzeigen konkreter Verbesserungspotenziale möglich. Dies erlaubt konkrete Maßnahmen für eine Verbesserung der Kapitalmarktfähigkeit eines Familienunternehmens und für die nachhaltige Sicherung des Erfolgs zu initiieren. So werden die Voraussetzungen geschaffen, um die strukturellen und strategischen Fundamente des Unternehmens weiter zu verbessern und konkrete Ansatzpunkte für die Steigerung des Unternehmenswerts – die Erschließung des „Future-Value-Potenzials“ – zu realisieren (und erreichte Verbesserungen zu überwachen).

Da eine fundierte Beurteilung des Family Q-Scores neben einer systematischen (und checklistenbasierten) Beurteilung wesentlicher Charakteristika des Unternehmens auch die Erfassung quantitativer Kriterien, wie Rating (Bonität), Gesamtrisikoumfang, Kapitalkosten und Unternehmenswert, erfordert, ergibt sich alleine durch die

fundierte Beurteilung der in diesem Beitrag vorgestellten Kriterien ein nicht zu vernachlässigender Vorteil: Die Bestimmung des *Family-Q-Scores* geht einher mit einer fokussierten systematischen Analyse der Planung, einer Ratingprognose (auf Basis- und Stressszenario) und einer Analyse und Aggregation der wesentlichen Unternehmensrisiken (Chancen wie Gefahren) mittels einer sog

Monte-Carlo-Simulation, die Kombinationseffekte von Risiken auswertet. Auf diese Weise werden auch mögliche „bestandsgefährdende Entwicklungen“<sup>19</sup> aus Kombinationseffekten von Einzelrisiken analysiert und so die zentrale gesetzliche Anforderung an ein Risikomanagement quasi „nebenher“ mit erfüllt (was persönliche Haftungsrisiken mindern hilft).

		erfüllt	teilw. erfüllt	nicht erfüllt
<b>1</b>	<b>Unternehmensgröße</b> Das Unternehmen weist einen (geschätzten) fundamentalen Ertragswert > 50 Millionen Euro auf, da dies im Allgemeinen als Mindestgröße für einen „sinnvollen Börsengang“ oder die Emission von Anleihen anzusehen ist.			
<b>2</b>	<b>Familienunternehmen</b> Familiengeschafter besitzen die Mehrheit der Anteile oder – sofern sie nur mindestens ein Viertel der Anteile besitzen – sind in Vorstand oder Geschäftsführung maßgeblich vertreten.			
<b>3</b>	<b>Kultur und Leitbild</b> Das Unternehmen weist ein Leitbild und eine dazu passende, über Jahre gewachsene, Unternehmenskultur auf. Insbesondere orientiert es sich an den Prinzipien einer wertorientierten Unternehmensführung und zeigt eine Unternehmenskultur, die die Mitarbeiter für das wertorientierte Leitbild motiviert.			
<b>4</b>	<b>Reales Wachstum</b> Das Unternehmen weist nachhaltig ein positives reales, dh inflationsbereinigtes Wachstum auf. Im Allgemeinen ist zusätzlich zu wünschen, dass auch der Marktanteil zumindest nicht sinkt.			
<b>5</b>	<b>Finanzielle Stabilität und Bonität</b> Die durch das Rating ausgedrückte Insolvenzwahrscheinlichkeit liegt unter 2 % pro Jahr (ca ein BB Rating).			
<b>6</b>	<b>Geringes Unternehmensrisiko</b> Das Unternehmen weist keine existenzbedrohenden strategischen Risiken (speziell Bedrohung der Erfolgspotenziale) auf und ein unterdurchschnittliches Ertragsrisiko (zB gemessen im Variationskoeffizient der Erträge oder Cashflows).			
<b>7</b>	<b>Wertgenerierung (Rendite &gt; Kapitalkosten)</b> Das Unternehmen schafft nachhaltig Wert, dh der Wert steigt tendenziell im Zeitverlauf und der fundamentale Ertragswert (W) liegt über dem Bilanzwert des Eigenkapitals. Eine solche Situation ist gegeben, wenn das Unternehmen wächst (a) und die Kapitalrendite dauerhaft über den vom Risikoumfang (siehe 6) abhängigen Kapitalkostensatz (k) liegt.			
<b>8</b>	<b>Risikomanagement</b> Das Unternehmen verfügt über ein Risikomanagementsystem (§ 91 AktG), das allen gesetzlichen Anforderungen gerecht wird (vgl zB den Prüfungsstandard DIIR Nr 2).			
<b>9</b>	<b>Fundierte Vorbereitung „unternehmerischer Entscheidungen“</b> „Unternehmerische Entscheidungen“ der Unternehmensführung basieren belegbar auf „angemessenen Informationen“ (§ 93 AktG) und orientieren sich am Unternehmenswert als Erfolgsmaßstab (Performancemaß).			
<b>10</b>	<b>Strategie</b> Das Unternehmen hat eine erfolgversprechende robuste Strategiemit langfristig tragfähigen Erfolgspotenzialen dokumentiert und setzt diese im Tagesgeschäft um.			
<b>11</b>	<b>Organisation und Corporate Governance</b> Die Organisationsstruktur des Unternehmens ist effizient und strategiekonform, bindet die Mitarbeiter adäquat ein, ermöglicht insbesondere eine „gute Unternehmensführung“ (Corporate Governance).			
<b>12</b>	<b>Rechnungslegung und Planung</b> Rechnungslegung und Unternehmensplanung entsprechen den Anforderungen an kapitalmarktorientierte Unternehmen (siehe dazu zB die „Grundsätze ordnungsgemäßer Planung“, GoP).			

Tab 1: Checkliste „Kapitalmarktfähige Familienunternehmen“ (eigene Darstellung)

#### 4. Fazit und Implikationen

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass eine Verbesserung der Kapitalmarktfähigkeit von Familienunternehmen ein ganz wesentlicher Beitrag ist, um deren Erfolg und finanzielle Unabhängigkeit langfristig zu sichern. Eine überdurchschnittliche Ausprägung des *Family-Q-Scores*, der die Einzelkriterien verdichtet darstellt, kann als ein Qualitätssiegel für ein mittelständisches Unternehmen aufgefasst werden. Eine zunehmende Anzahl kapitalmarktfähiger Familienunternehmen trägt zudem maßgeblich dazu bei, dass der für die Volkswirtschaft so wichtige Mittelstand mit seinen Familienunternehmen auch in Anbetracht zukünftiger Herausforderungen durch Globalisierung und Digitalisierung erfolgreich bleiben wird.

#### Anmerkungen

- <sup>1</sup> Meist alleine schon wegen der für börsennotierte Gesellschaften höheren gesetzlichen Anforderungen (siehe dAktG).
- <sup>2</sup> Gleißner, Wertorientierte Unternehmensführung, Strategie und Risiko, eBook (amazon kindle) 2019.
- <sup>3</sup> Simon, Hidden Champions des 21. Jahrhunderts: Die Erfolgsstrategien unbekannter Weltmarktführer, 2007 sowie ergänzend Wieselhuber, Unternehmer gestalten Unternehmen, Bonn, 2020.
- <sup>4</sup> Siehe Richter, Der Capability-Based View der Unternehmung, in: WiSt, 1/2019, 42 ff zu Capability Based View und vgl Gleißner, Unternehmensstrategie und strategische Positionierung im Zeitalter der Digitalisierung, in: Controller Magazin, 1/2020, 4 ff.
- <sup>5</sup> Siehe zu empirischen Untersuchungsergebnissen zu spezifischen Aspekten wie zB Walkshäusl, Fundamentalrisiken und Aktienrenditen – Auch hier gilt, mit weniger Risiko zu einer besseren Performance, in: Corporate Finance biz, 3/2013, 119 ff; McShane/Nair/Rustambekov, Does enterprise risk management increase firm value? in: Journal of Accounting, Auditing, and Finance, Vol 26, No 4, 2011, 641 ff; Simon, Hidden Champions.
- <sup>6</sup> Siehe dazu Gleißner, Risikoanalyse und Replikation für Unternehmensbewertung und wertorientierte Unternehmenssteuerung, in: WiSt, 7/2011, 345 ff; Gleißner, Grundlagen des Risikomanagements<sup>3</sup>, 2017 und Gleißner, Risikoanalyse, Risikoquantifizierung und Risikoaggregation, in: WiSt, 9/2017, 4 ff zur Methode der Berechnung.
- <sup>7</sup> Mindestexistenzdauer des Unternehmens etwa in der jetzigen Struktur von 10 Jahren.

- <sup>8</sup> Siehe dazu Gleißner/Weissman, Wertorientiertes Management: Auch für den Mittelstand sinnvoll? in: WIN-FORMATION, Mai 2001, 2 ff; Gleißner, FutureValue – 12 Module für eine strategische wertorientierte Unternehmensführung, 2004 und Gleißner, Risikomanagement.
- <sup>9</sup> Zur Berechnung des Unternehmenswerts siehe Gleißner, Wertorientierte Unternehmensführung.
- <sup>10</sup> Zu Kultur und Sinnstiftung siehe Weissman/Feige, Sinnergie: Wendezeit für das Management<sup>3</sup>, 1997.
- <sup>11</sup> Der Variationskoeffizient der Erträge (bzw der Gewinne) ist deren Standardabweichung geteilt durch den Erwartungswert (siehe zur Berechnung und für Benchmarkwerte Gleißner, Unternehmenswert, Ertragsrisiko, Kapitalkosten und fundamentales Beta – Studie zu DAX und MDAX, in: BewertungsPraktiker, 2/2016, 60 ff.
- <sup>12</sup> Der risikoadäquate Kapitalkostensatz  $k$  ist abhängig vom Variationskoeffizient des Ertrags und dem risikolosen Basiszins ( $r_f$ ), dem „Marktpreis der Risiken“ ( $\lambda$ ) und dem Anteil  $d$  der Risiken, die unter Beachtung des Risikodiversifikationseffekts von den Eigentümern zu tragen sind. Siehe die Formel in Gleißner, Risikomanagement, 370 und Gleißner, Wertorientierte Unternehmensführung, 2019.

$$k = \frac{1+r_f}{1-\lambda \cdot V \cdot d} - 1 \approx r_f + \lambda \cdot V \cdot d$$

- <sup>13</sup> ZB § 91 dt AktG, siehe dazu weiterführend Gleißner, Robuste Unternehmen und strategisches Risikomanagement, in: Risiko Manager, 2/2017, 20 ff und Gleißner, Risikomanagement 20 Jahre nach KonTraG: Auf dem Weg zum entscheidungsorientierten Risikomanagement, in: Der Betrieb, 46/2018, 2769 ff.
- <sup>14</sup> Siehe Risk Management Association eV (RMA) (Hrsg): Managemententscheidungen unter Risiko, erarbeitet von Gleißner / Kimpel / Kühne / Lienhard / Nickert / Nickert, 2019 und Gleißner, Business Judgement Rule. Adäquate Vorbereitung „unternehmerischer Entscheidungen“, in: CFO aktuell, 6/2019, 225 ff.
- <sup>15</sup> Siehe Gleißner, Risikomanagement und Gleißner, Unternehmensstrategie und strategische Positionierung im Zeitalter der Digitalisierung, in: Controller Magazin, 1/2020, 4 ff.
- <sup>16</sup> Siehe dazu zB die „Grundsätze ordnungsgemäßer Planung“, GoP.
- <sup>17</sup> Siehe Piotroski, Value investing: the use of historical financial statement information to separate winners from losers, in: Journal of Accounting Research, 38 (Supplement), 1 ff und Kyosev/Hanauer/Huij/Lansdorp (2018): Does Earnings Growth Drive the Quality Premium? [https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID3190044\\_code2061164.pdf?abstractid=2794807&mirid=1](https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID3190044_code2061164.pdf?abstractid=2794807&mirid=1) (Zugriff am 9. 1. 2020).
- <sup>18</sup> Siehe Gleißner, Value Investing: Status quo und Perspektiven, in: Corporate Finance, Nr 03-04/2017, 103 ff.
- <sup>19</sup> Im Sinne des § 91 dAktG.