

# Kapital & Märkte

November 2017

ELLWANGER & GEIGER  
PRIVATBANK

48° 46' 41.84" N 9° 10' 39.22" O | Kunstmuseum Stuttgart

## Die Magie der runden Zahlen

Der Oktober brachte eine positive Erkenntnis: Die alte Dame Europa lebt – es bewegt sich etwas! Zumindest andeutungsweise negativ könnte man interpretieren, in welche Richtung diese Bewegung zielt. Europas Hoffnungsträger, Frankreichs Präsident Macron, muss sich mit den vorhersehbaren Protesten gegen seine Reformen beschäftigen und Generalstreiks verhindern. Spaniens Ministerpräsident Rajoy eskaliert die Situation, indem er im Unabhängigkeits-Konflikt die abgesetzte katalonische Regionalregierung juristisch verfolgen lässt. Und die Brexit-Verhandlungen in Großbritannien als zu zögerlich zu bezeichnen, wäre stark untertrieben. Die Furcht vor einem „harten“ Brexit schlich sich daher im Oktober in die Anlegergemüter.

Auf internationaler Ebene blieb im Oktober alles beim Alten. Die Weltwirtschaft brummt. Nun ist sogar von einem Weltwirtschaftswachstum von +4% im Jahr 2018 die Rede. Mit Blick auf die vielen ungelösten geopolitischen Krisenherde fragt man sich, woher diese Stabilität rührt. Immerhin scheint es nicht ausgeschlossen, dass einige Sanktionen gegenüber Russland aufgehoben werden könnten. Für die internationalen Aktienmärkte bleibt dies Treibstoff und wenn die anstehende Gewinnberichtsaison die erwarteten Ergebnisse bringt, darf mit einem erfreulichen Jahresende an den Aktienmärkten gerechnet werden. Der Dax tat sich zunächst etwas

schwer mit der psychologisch wichtigen runden Marke von 13.000 Punkten. Dieses Verhalten hat er allerdings auch schon bei der 10.000er-, 11.000er- und 12.000er-Marke gezeigt. Inzwischen konnte der deutsche Leitindex die Marke von 13.000 Punkten mehrfach übersteigen, da EZB-Präsident Mario Draghi eine Fortführung seiner expansiven Geldpolitik ankündigte. Der Dow Jones-Index sprang zum ersten Mal in seiner Geschichte über die 23.000 Punkte-Marke und der europäische STOXX 600-Index überwand in seiner Performancevariante (inkl. Dividenden und Kapitalmaßnahmen) die 800-Punkte-Marke. Eigentlich sind diese Zahlen kaum von Relevanz, da die Indexstände sich als Durchschnitt von unabhängig voneinander entwickelnden Aktienkursen bilden. Aber für die Anlegerpsyche sind diese Marken dennoch wichtig, da sie immer wieder die Aufmerksamkeit auf die Aktienmarktentwicklung lenken.

## Offener EZB-Geldhahn

Die Der EZB-Präsident Mario Draghi hat die Finanzmärkte einmal mehr glücklich gemacht. Er hat die Methode des offenen Geldhahns noch einmal verlängert. Zwar wird die EZB ihre monatlichen Anleihekäufe auf 30 Mrd. Euro halbieren. Sie wird diese jedoch bis mindestens September 2018 und „erforderlichenfalls darüber hinaus“ weiterführen und zudem die fälligen Wertpapiere im EZB-Bestand reinvestieren. Auf Zinserhöhungen wird Europa indes noch warten müssen. Bis dahin werden dauer-

hafte Minuszinsen in kürzerlaufenden Bereichen eher die Regel bleiben. Dabei stehen alle konjunkturellen Wachstumssampeln auf Grün. Die Kreditvergabe im Euroraum zieht an und die BIP-Wachstumserwartungen wurden von Expertenseite von bisher 1,90% auf 2,2% im Euroraum angehoben. In Deutschland gab es seit der Wiedervereinigung noch nie so viele Beschäftigungsverhältnisse wie in diesen Tagen. Und nicht nur das US-BIP wächst ungeachtet der Hurrikan-Belastungen mit unerwartet hohen 3,0%, sondern auch die Weltwirtschaft wird durch eine deutliche Ausweitung des Welthandels bis über 2018 hinaus Wachstum oberhalb der bisherigen Analystenschätzungen zeigen.

Vor diesem Hintergrund wird mit einer erneuten Zinserhöhung der US-Zentralbank Fed noch im Dezember gerechnet. Die britische Zentralbank wiederum hat diese bereits vorgenommen, um der steigenden Inflation als Folge des schwächelnden Pfunds zu begegnen. Da sie aber keine weitere Anhebung des Zinsniveaus in den Raum gestellt hat, schwächte sich das Pfund weiter ab. Die sehr milde EZB-Abkehr von der ultralockeren Zinspolitik und die bis auf den SanktNimmerleins-Tag verschobene Leitzinserhöhung zementiert das niedrige Zinsniveau. Der Euro beendete daraufhin seine Aufwärtsbewegung zum US-Dollar und setzte zu einer Korrektur an. Die restriktivere Fed-Zinspolitik mit dem weiter wachsenden Zinsabstand dürfte den US-Dollar weiter stärken und den Euro in Richtung 1,13 - 1,15 US-\$/Euro drücken.



## Wenn die Familie entscheidet

### *Inhabergeführte börsennotierte Aktiengesellschaften*

Der Mittelstand ist das Rückgrat der deutschen Wirtschaft, schafft Wachstum und Arbeitsplätze. Auch für Anleger sind das Investitionsgründe, jedoch fehlt häufig der Zugang zu entsprechenden Unternehmen.

Dies liegt in der Tatsache begründet, dass ein großer Teil des deutschen inhabergeführten Mittelstandes nicht börsennotiert ist. Es gibt aber auch bis in den MDax hinein Unternehmen, bei denen die Gründerfamilie bis heute die Geschicke lenkt. Diese Gruppe an Unternehmen wird von vielen Aktionären wohlwollend betrachtet. Sie unterstellen, dass diese Gesellschaften stärker auf einen langfristig nachhaltigen Erfolg ausgerichtet sind als auf eine kurzfristige Gewinnmaximierung. Schließlich, so die Theorie, ist den Unternehmern daran gelegen, der kommenden Generation ein gesundes und erfolgreiches Unternehmen zu übergeben.

Positive Beispiele für diese Theorie gibt es viele. In der Praxis sollten Anleger jedoch einige Aspekte beachten und spezifische Chancen und Risiken von Investitionen in solche Gesellschaften kennen.

### *Wodurch sich inhabergeführte börsennotierte AGs auszeichnen*

Eines kann man vorwegnehmen: eine allgemeingültige Definition gibt es nicht. Als Abgrenzungskriterium lässt sich die Möglichkeit der Familie definieren - aufgrund von Mehrheitsverhältnissen Entscheidungen treffen zu können, ohne auf die Zustimmung anderer Aktionäre angewiesen zu sein. Dies kann, muss aber nicht, damit einherge-

hen, dass Familienmitglieder eine entscheidende Funktion im Vorstand oder Aufsichtsrat einnehmen.

Für die Sicherung der Mehrheitsverhältnisse gibt es bei deutschen Aktiengesellschaften verschiedene Möglichkeiten. Grundsätzlich geht es immer darum, die Mehrheit der Stimmrechte zu halten. Gibt eine Gesellschaft ausschließlich Stammaktien aus, so müssen mindestens 51% des Kapitals in den Händen der Familiengesellschafter liegen. Häufig trennen Unternehmen aber auch die Stimmrechte vom Kapitalanteil, indem sie einerseits stimmberechtigte Stammaktien und andererseits stimmrechtslose Vorzugsaktien begeben. Somit reicht es aus, wenn die Familie die Mehrheit der Stammaktien hält. Gleichzeitig besteht die Möglichkeit, über Kapitalerhöhungen mittels Vorzugsaktien Eigenkapital aufzunehmen, ohne selbst weitere Anteile zeichnen zu müssen oder seinen Stimmrechtsanteil abzuschmelzen.

Egal, um welche Konstellation es sich handelt: Die Familie muss auch einheitlich auftreten. Üblicherweise wird dies über Poolverträge oder vermögensverwaltende Familiengesellschaften sichergestellt. Im Rahmen eines Poolvertrags wird geregelt, dass alle Gesellschafter mit einer Stimme sprechen müssen. Liegen die Aktien im Vermögen einer Familiengesellschaft, kann geregelt werden, welches Familienmitglied als Geschäftsführer bestellt wird und damit auch die Stimmrechte der Familie auf der Hauptversammlung vertritt.

Neben der Kapitalmehrheit sichern sich Unternehmerfamilien häufig als Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglied zusätzlichen Einfluss auf die Entscheidungen im Tagesgeschäft. Notwendig ist dies jedoch nicht zwingend. Auch über die Stimmrechtsmehrheit lässt sich die Zukunft des Unternehmens beeinflussen.

### *Wo die Stärken und Chancen für Anleger liegen*

Der größte offensichtliche Vorteil einer

inhabergeführten AG ist das gleichgerichtete Interesse zwischen Unternehmensführung und Aktionären. Weil die Familie automatisch über den Einfluss auf die Geschäftsleitung bzw. aufgrund ihrer Vorstands- bzw. Aufsichtsratsmandate die Strategie des Unternehmens bestimmt und gleichzeitig als Aktionäre auf der Eigentümerseite sitzt, hat sie ein eigenes Interesse, beide Seiten in gleichem Maß zu berücksichtigen. Als Eigentümer steht dabei vor allem der langfristige und nachhaltige Erfolg im Vordergrund. Bei der Abwägung von Chancen und Risiken strategischer Entscheidungen ist dies sicherlich von Vorteil.

Die Familie bestimmt in der Hauptversammlung über die Verwendung des Jahresüberschusses. Hier gibt es sehr deutliche Unterschiede, die durch die Überzeugung der Inhaber geprägt sind. Einerseits gibt es Familien, die möglichst wenig ausschütten und die Mittel lieber im Unternehmen belassen. Das bietet über eine hohe Eigenkapitalquote nachhaltige Sicherheit. In anderen Unternehmen drängen die Eigentümer auf eine hohe Ausschüttungsquote bezogen auf den ausschüttungsfähigen Gewinn. Die sich daraus ergebende hohe Dividendenrendite ist bei vielen freien Aktionären ebenfalls gerne gesehen. Für beide Ansätze gibt es plausible Gründe. Je nach Anlegerempfinden sollte jedoch vor dem Aktienkauf geprüft werden, ob die Ausschüttungsstrategie der Großaktionäre im eigenen Interesse ist.

Im operativen Geschäft kann die Familie ebenfalls eine entscheidende Rolle spielen. Insbesondere wenn Familienmitglieder im Vorstand oder Aufsichtsrat vertreten sind, können sie über öffentliche Auftritte als Identifikationsfigur nach außen dienen. Sie sind das Gesicht der Firma und stehen mit ihren Aussagen authentisch für das Unternehmensziel. So können sie ein Teil des externen Marketings gegenüber Kunden sein, stellen aber auch den verlässlichen Ansprechpartner für externe Stakeholder (Lieferanten, Vertriebspartner, etc.) dar. Natürlich sind auch familiengeführte Gesellschaften nicht unabhängig von externen Einflüssen. Einer Rezession oder branchenbezogenen negativen



Entwicklungen können auch sie sich häufig nicht entziehen. Allerdings ist die Bereitschaft, in Krisensituationen dem Unternehmen treu zu bleiben und gegebenenfalls Privatvermögen zur Rettung einzusetzen, deutlich höher als bei anderen Gesellschaften. Schließlich sind häufig auch der eigene Name und das Bild der Familie mit dem Erfolg und Misserfolg des Unternehmens verknüpft.

### Welche Risiken Anleger miteinbeziehen sollten

Ein wesentlicher Nachteil aus Sicht der freien Aktionäre ist die Dominanz der Familie. Die Überwachungsfunktion, die der Aufsichtsrat und die Hauptversammlung eigentlich haben sollen, ist zum Teil deutlich eingeschränkt. So wird sich die Familie eher selten gegen die Strategie des im Vorstand aktiven Familienmitglieds stellen. Häufig besteht sogar eine Personenidentität, wenn der Gründer und Vorstandsvorsit-

zende gleichzeitig der Mehrheitsaktionär ist.

Auch firmenintern kann ein starker Einfluss der Familien nachteilig sein. Insbesondere wenn der Patriarch stark auf seine eigene Meinung baut besteht die Gefahr, dass kritische Stimmen sich im Hintergrund halten und eine „Ja-Sager-Mentalität“ entsteht. Ist dies der Fall, wird sich das Unternehmen schwer tun, externe qualifizierte Führungskräfte zu gewinnen. Die Gefahr zur Marionette zu werden, ohne selbst gestalten zu können, kann die Tätigkeit als Führungskraft unattraktiv machen. Am Ende kann eine solche Situation dazu führen, dass externes Knowhow außen vor bleibt und Marktentwicklungen verpasst werden.

Ein nicht zu unterschätzendes Problem ist auch die Unternehmensnachfolge. Zunächst stellt sich die Frage, ob es überhaupt geeignete Familienmitglieder gibt, die fähig und willens sind, die Geschäftsführung zu übernehmen. Hier ist zu hinterfragen, ob jemand in eine Funktion gedrängt wird, die er oder sie

nicht ausfüllen kann oder möchte. Im ungeschicktesten Fall rückt statt einem geeigneten externen Manager ein weniger geeignetes Familienmitglied im Vorstand nach.

Insgesamt ist die Familiennachfolge ein heikles Thema. Neben der reibungslosen operativen Übergabe müssen die Interessen aller Familienmitglieder berücksichtigt werden. Auch wenn diese „nur“ Eigentümer werden. Nicht selten spielen bei solchen Überlegungen neben harten Fakten auch weiche Faktoren eine Rolle. Diese können bis in die privaten Bereiche der Familie reichen und bieten erhebliches Konfliktpotential. Ein Streit zwischen Gesellschaftern kann in solchen Fällen negative Einflüsse auf den Erfolg der Unternehmung haben.

Auch in Bezug auf den Handel mit solchen Aktien gibt es wichtige Aspekte. Dazu gehören der frei am Markt handelbare Anteil der Aktien („Freefloat“) und die Höhe der Börsenumsätze. Nur bei einem ausreichend großen Anteil von Kapital, das tatsächlich auch am

*Prominente Beispiele (alle Daten aus Geschäftsberichten 2016):*

#### Fielmann AG

nur Stammaktien  
Günther Fielmann (Vorstandsvorsitz)  
Sohn Marc Fielmann (Vorstand)  
Stammaktien: 84 Mio. Stück, davon 60.180.844 Stück in Familienbesitz mit Poolvertrag

#### Sixt SE

Stamm- und Vorzugsaktien  
Erich Sixt (Vorstandsvorsitz)  
Söhne Konstantin und Alexander (je Vorstand)  
Vorzugsaktien: 100% Streubesitz  
Stammaktien: 61,6% in Besitz der Erich Sixt Vermögensverwaltung GmbH

#### Fuchs Petrolub SE

Stamm- und Vorzugsaktien  
Stefan Fuchs (Vorstandsvorsitz)  
Prof. Dr. h. c. Manfred Fuchs (stellv. Aufsichtsratsvorsitz)  
Vorzugsaktien: fast 100% Streubesitz, < 1% Stefan Fuchs und < 1% Manfred Fuchs  
Stammaktien: 13,9% Stefan Fuchs  
2,65% Manfred Fuchs  
Schutzgemeinschaft Familie Fuchs hält insgesamt 54% der Stammaktien

#### Rational AG

nur Stammaktien  
Siegfried Meister (Gründer und bis zu seinem Tod im Juli 2017 Aufsichtsratsvorsitzender)  
familienfremde Vorstände  
Stammaktien: 70,9% im Festbesitz der Altaktionäre und der Familie



Markt gehandelt wird, ist sichergestellt, dass freie Aktionäre jederzeit zu marktgerechten Preisen und mit einer geringen Geld-Brief-Spanne ihre Anteile kaufen oder verkaufen können.

### Fazit

Inhabergeführte Unternehmen bieten attraktive Investitionschancen. Hilfreich ist aber stets der Blick hinter die Kulissen um Chancen sowie Risiken ausreichend beurteilen zu können.



Ihr Ansprechpartner:

Björn Lenzner  
Vermögensberater / Finanzplaner  
Private Banking

Telefon 0711/2148-233  
Bjoern.Lenzner@privatbank.de

**Kapitalmärkte 2017 und 2018 – Einblicke und Ausblick** - am Dienstag, 30. Januar 2018 laden wir Sie zum Jahresauftakt ins Haus der Architekten ein. Wenn Sie Interesse haben und nähere Informationen wünschen, senden Sie bitte eine Mail mit dem Betreff „Jahresauftakt“ an: [veranstaltung@ellwanger-geiger.de](mailto:veranstaltung@ellwanger-geiger.de)

#### IMPRESSUM

BANKHAUS ELLWANGER & GEIGER KG  
Börsenplatz 1, 70174 Stuttgart

Amtsgericht Stuttgart HRA 738

Persönlich haftender Gesellschafter:  
Dr. Volker Gerstenmaier, Mario Caroli

Ihr Ansprechpartner:  
Michael Beck, Leiter Asset Management  
Tel.: 0711/2148-242, Fax: 0711/2148-250  
E-Mail: [michael.beck@privatbank.de](mailto:michael.beck@privatbank.de)

Redaktion:  
Michael Beck, Björn Lenzner  
[www.ellwanger-geiger.de/kapitalmarkt](http://www.ellwanger-geiger.de/kapitalmarkt)  
Ausgabe November 2017

#### WICHTIGE HINWEISE

Die Darstellungen geben die aktuellen Meinungen und Einschätzungen zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder. Sie können ohne Vorankündigung angepasst oder geändert werden. Die enthaltenen Informationen wurden sorgfältig geprüft und zusammengestellt. Eine Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit kann nicht übernommen werden. Die Informationen sind keine Anlageberatung, Empfehlung oder Finanzanalyse. Für individuelle Anlageempfehlungen und umfassende Beratungen stehen Ihnen die Berater unseres Hauses gerne zur Verfügung. Die Urheberrechte für die gesamte inhaltliche und graphische Gestaltung liegen beim Herausgeber und dürfen gerne, jedoch nur mit schriftlicher Genehmigung, verwendet werden.

#### Ergänzende Hinweise:

- (1) Angaben zur steuerlichen Situation sind nur allgemeiner Art. Für eine individuelle Beurteilung der für Sie steuerlich relevanten Aspekte und ggf. abweichende Bewertungen sollten Sie Ihren Steuerberater hinzuziehen.
- (2) Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Entwicklungen.
- (3) Finanzinstrumente oder Indizes können in Fremdwährungen notiert sein. Deren Renditen können daher auch aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.