WIFU STIFTUNG

WHU-PRAXISSTUDIE

RISIKO IN FIRMA UND FAMILIE

EIN LEITFADEN FÜR UNTERNEHMERFAMILIEN

von
Max P. Leitterstorf
Nadine Kammerlander
Thilo Wenig

Institute of Family Business

WHU Otto Beisheim School of Management

Excellence in Management Education

Risiko in Firma und Familie

Ein Leitfaden für Unternehmerfamilien

Ihre Ansprechpartner

WHU – Otto Beisheim School of Management
Institut für Familienunternehmen
Burgplatz 2
56179 Vallendar, Deutschland
www.campus-for-family-business.com

Jun.-Prof. Dr. Max P. Leitterstorf
Projektpartner
Tel.: +49 261 6509 810
max.leitterstorf@whu.edu

Prof. Dr. Nadine Kammerlander
Institutsleiterin
Tel.: +49 261 6509 781
nadine.kammerlander@whu.edu

Thilo Wenig
Studentischer Mitarbeiter, B.Sc.
thilo.wenig@whu.edu

Stand: Dezember 2018

Hinweise zum Leitfaden

Eine Vervielfältigung des vorliegenden Dokuments ohne ausdrückliche Genehmigung der Verfasser ist nicht gestattet. Die Aussagen dieses Dokumentes sind rein wissenschaftlich einzuordnen und stellen keine Beratung oder Anlageempfehlung dar. Aus Gründen der Lesbarkeit wurde im Text überwiegend die männliche Form gewählt, nichtsdestotrotz beziehen sich die Angaben auf Angehörige aller Geschlechter.

Dieses Dokument kann wie folgt zitiert werden:
Leitterstorf MP, Kammerlander N, Wenig T (2018): Risiko in Firma und Familie. Ein Leitfaden für Unternehmerfamilien. Vallendar: WHU, Institut für Familienunternehmen.

Zusammenfassung der zentralen Erkenntnisse

1. Viele Unternehmerfamilien vernachlässigen das Thema Risiko trotz seiner Relevanz

Für viele Unternehmerfamilien spielt Risiko im unternehmerischen Alltag keine besonders große Rolle. Dabei ist dieses Thema gerade für Unternehmerfamilien von besonderer Relevanz. Denn typischerweise ist ein Großteil des Privatvermögens im jeweiligen Unternehmen gebunden. Vernachlässigt wird das Thema häufig nicht nur wegen verschiedener Wissenslücken, sondern auch wegen zu großem Fokus auf das Tagesgeschäft des Unternehmens. Das Thema ist für Unternehmerfamilien insbesondere deswegen wichtig, weil es in Familienunternehmen anders angegangen werden muss als in Unternehmen im Streubesitz. Denn unter anderem ist für Unternehmerfamilien durch deren langfristige Perspektive und das Streben nach dem Fortbestehen des Unternehmens auch in zukünftigen Generationen das Bankrottrisiko (Überschuldung bzw. Illiquidität) deutlich wichtiger als das Schwankungsrisiko (z. B. schwankende Gewinne über mehrere Jahre). Diese zwei Risikoarten gilt es in jeder fundierten Diskussion über Risiko zu trennen.

2. Risiko muss auf drei voneinander abhängigen Ebenen diskutiert werden

Risiko ist für Unternehmerfamilien ein relevantes Thema auf drei Ebenen: (1) Ebene der Familie/des Familienvermögens, (2) Ebene der Firma und (3) Ebene der operativen Tätigkeiten/Segmente. Diese drei Ebenen hängen eng zusammen, da z. B. riskante operative Tätigkeiten den Fortbestand der Firma und in letzter Konsequenz das Familienvermögen gefährden können.

In einer Status quo Analyse können Unternehmerfamilien zunächst auf jeder der drei Ebenen das Schwankungs- und Bankrottrisiko ermitteln. Dies umfasst die Verwendung von Finanzkennziffern (z. B. Eigenkapitalquote) aber auch die Bewertung von strategischen Risiken (z. B. Disruption des eigenen Geschäftsmodells durch technologische Innovationen). Wenn das bestehende Risiko in Summe und über die drei Ebenen hinweg als zu hoch eingestuft wird, dann sollten entsprechende Gegenmaßnahmen geprüft werden.

3. Unternehmerfamilien sollten prüfen, auf welcher der drei Ebenen sie eine Risikoabsicherung besonders betonen möchten

Um das Risiko zu senken, können Unternehmerfamilien auf jeder der drei Ebenen verschiedene Optionen prüfen. Beispiele umfassen den Aufbau eines Family Office auf der Familienebene, ein zusätzliches Segment auf der Firmenebene oder eine Rohstoffpreisabsicherung auf der Segmentebene. Die einzelnen Optionen müssen bewertet, miteinander verglichen und häufig kombiniert werden. Allerdings gilt, dass eine Absicherung gegen Risiken typischerweise die zu erwartenden Gewinne senkt. Risikomanagement kann im eigenen Unternehmen (z. B. zusätzliches Personal), aber auch außerhalb des eigenen Unternehmens (z. B. bei der jeweiligen Versicherung oder Bank) Kosten verursachen. Deshalb entscheiden sich viele erfolgreiche Unternehmerfamilien für eine schwerpunktmäßige Risikosenkung lediglich auf einer (oder zwei) der drei Ebenen.

4. Aktives Risikomanagement erfordert Veränderungen in Prozessen, Systemen, Organisation und Kultur

Aktives Risikomanagement ist kein kurzfristiges Projekt. Damit Risiken regelmäßig und systematisch erkannt, bewertet und adressiert werden, bedarf es struktureller Veränderungen auf mehreren Ebenen. Eine Risikomatrix hilft, bestehende oder drohende Risiken zu evaluieren und zu priorisieren. Zusammen mit Risikokennziffern sollte diese Matrix regelmäßig in den wichtigsten Gremien des Unternehmens vorgestellt und diskutiert werden. Langfristig sollte der Prozess der Risikoerfassung und -bewertung dabei in die Systemumgebung des Unternehmens vollständig eingebettet und (teilweise) automatisiert werden. Neben Systemanpassungen sollten auch organisatorische Veränderungen im Unternehmen in Betracht gezogen werden. Die Einstellung eines Chief Risk Officer (CRO) kann helfen, wettbewerbliche, regulatorische und technologische Risiken im gesamten Unternehmen zu erkennen und zu senken. Schließlich sollte eine verantwortungsvolle Auseinandersetzung mit dem Thema Risiko vom Management des Unternehmens vorgelebt und somit in der Unternehmenskultur verankert werden.

5. Die Familie kann gleichzeitig Risikofaktor und Risikoabsicherung für die Firma sein

Während aller Diskussionen rund um das Thema Risiko sollten die Beteiligten berücksichtigen, dass die Familie selbst aus Sicht der Firma das Risiko sowohl erhöhen, als auch senken kann. So können Probleme der Familie, wie Konflikte um die Führung des Unternehmens, direkt Managementkapazitäten binden und sogar zu einem Kapitalabfluss führen. In der Praxis gibt es viele Beispiele, bei denen Familienunternehmen mit einem gesunden Kerngeschäft an solchen, durch die Familie verursachten Problemen, gescheitert sind. Im Kontrast dazu herrschen in vielen erfolgreichen Unternehmerfamilien ein Vertrauensverhältnis und eine soziale Bindung, welche die Bereicherung einzelner Personen auf Kosten der Firma verhindern. Diese Elemente können direkt das Risiko aus Sicht des Unternehmens senken. Grundsätzlich gilt, dass eine gute Family Governance entscheidend ist, damit der „Faktor Familie" in Summe das Risiko für die Firma senkt und nicht erhöht.

6. Unsere Studienergebnisse zeigen nur geringe Unterschiede beim Risiko zwischen Familienunternehmen und anderen Firmentypen nach einer Börsennotierung

Im Rahmen einer eigenständigen Analyse konnten wir das Thema Risiko auch bei börsennotierten Familienunternehmen analysieren. Konkret haben wir Firmen mit einer Notierung im sogenannten Prime Standard der deutschen Börse über mehrere Jahre analysiert. Dabei haben wir nach unterschiedlichen Firmentypen, insbesondere Familien- versus Nicht-Familienunternehmen, und unterschiedlichen Risikoarten, also Bankrottrisiko und Schwankungsrisiko, unterschieden. Im Ergebnis sehen wir eine Tendenz, dass Familienunternehmen ein geringeres Bankrottrisiko und ein geringeres Schwankungsrisiko als Nicht-Familienunternehmen haben. Die Tendenz des geringeren Bankrottrisikos deckt sich mit unseren Erwartungen, da für Unternehmerfamilien durch die hohe Kapitalbindung mehr auf dem Spiel steht. Die Tendenz des geringeren Schwankungsrisikos lässt sich damit erklären, dass die zwei Risikoarten nicht vollständig unabhängig voneinander sind, sondern eine Senkung des Schwankungsrisikos ein Mittel zum Zweck des geringeren Bankrottrisikos sein kann. Zusammenfassend können wir auf Basis der Ergebnisse vermuten, dass sich Familienunternehmen nach einem Börsengang dem Risikomanagement von Nicht-Familienunternehmen zumindest teilweise anpassen.

Grundlage des Leitfadens: Die Erkenntnisse für diesen Leitfaden haben wir aus einer Vielzahl von Interaktionen mit Unternehmerfamilien (u. a. im Rahmen von Konferenzen an der WHU, speziell dem Campus for Family Business, und im Rahmen von betreuten Abschlussarbeiten), aus Beratungsprojekten und aus der Fachliteratur gewonnen. Diese Erkenntnisse haben wir mit öffentlich bekannten Beispielen aus der Unternehmerwelt angereichert, damit z. B. unterschiedliche Ansätze, aber auch konkrete Fehlentscheidungen im Risiko-Kontext deutlich werden. Darüber hinaus haben wir eine quantitative Studie zum Thema Risiko bei börsennotierten Familienunternehmen durchgeführt. Diese Grundlage erlaubt es uns, einen umfassenden Leitfaden für Unternehmerfamilien zu erstellen.

Inhalt

Einleitung 8

Hintergrundwissen zu Risiko in Familienunternehmen 10
Besondere Relevanz von Risiko für Familienunternehmen 10
Bankrottrisiko und Schwankungsrisiko in Familienunternehmen 11
Risiko als zentrales Bindeglied unternehmerischer Handlungen 14
Schnelltest: Systematischer Umgang mit dem Thema Risiko 15

Status Quo Analyse: Das 3-Ebenen-Modell 16
Risiko auf der Familienebene 17
Risiko auf der Firmenebene 19
Risiko auf der Segmentebene 22
Kennziffern zur Messung von Bankrott- und Schwankungsrisiko 27

Optionen im Kontext des Risikomanagements 29
Optionsraum 1: Risikosenkung auf der Segmentebene 29
Optionsraum 2: Risikosenkung auf der Firmenebene 32
Optionsraum 3: Risikosenkung auf der Familienebene 35
Optionsraum 4: Emanzipation 36
Optionsraum 5: Diversifikation 37
Optionsraum 6: Strategische Risikopositionierung 40

Umsetzung und holistisches Risikomanagement 42
Verankerung von Risikomanagement in Firma und Familie 42
Risiko Cockpit: Kontinuierliche Erfassung und Bewertung von Risikofaktoren 43
Vorbereitung des Ernstfalls 44

Die Familie als Risikofaktor und Risikoabsicherung 47
Familienfaktoren, die das Risiko des Familienunternehmens erhöhen oder senken 47
Rolle der Family Governance mit Blick auf das Risiko 50
Externe Perspektive auf das Risiko im Familienunternehmen 51

Studie: Risiko börsennotierter Familienunternehmen in Deutschland 52
Hintergrund zu börsennotierter Familienunternehmen 52
Methodik und Vorgehen der Studie 53
Ergebnisse und Erkenntnisse der Studie 56
Zusammenfassung und Diskussion 58

Schlusswort 59

Quellen und weiterführende Literatur 60

Einleitung

„Ein Familienunternehmen besitzt man nicht – man bewahrt es für die nächste Generation.“ So oder so ähnlich denken viele Unternehmerfamilien. Denn typischerweise ist bei ihnen ein Großteil des Vermögens in einem (bzw. wenigen) Unternehmen gebunden. Zusätzlich ziehen Unternehmerfamilien einen nicht-ökonomischen Nutzen aus dem Unternehmen, z. B. Reputation und Status. Ein möglicher Bankrott der Firma würde daher für einen Familienunternehmer besonders schmerzhaft sein. Gerade vor dem Hintergrund, dass nur 13 % der Familienunternehmen die dritte Generation überleben (Ward, 1987), sollte das Thema Risiko für Familienunternehmer einen hohen Stellenwert besitzen. Trotzdem wenden nur wenige Unternehmer ausreichend Zeit auf, um systematisch das Risiko zu analysieren und mögliche Maßnahmen zu ergreifen. Dies könnte entweder an verschiedenen Wissenslücken oder aber an einem starken Fokus auf das jeweilige Tagesgeschäft liegen. Es ist unser Ziel, diesen Unternehmern einen Leitfaden für die Praxis zu bieten.

Der Aufbau dieses Dokuments entspricht einem Leitfaden für diejenigen Unternehmerfamilien, die überzeugt sind, dass das Thema Risiko relevant ist und bisher in Firma und Familie nicht ausreichend adressiert wurde. Nach einer Einführung in das Thema Risiko befasst sich dieser Leitfaden mit den drei in Abbildung 1 dargestellten Schritten des Risikomanagements und schließt dann mit zwei übergeordneten Kapiteln über die Familie als Risikofaktor und das Risiko in börsennotierten Familienunternehmen ab.

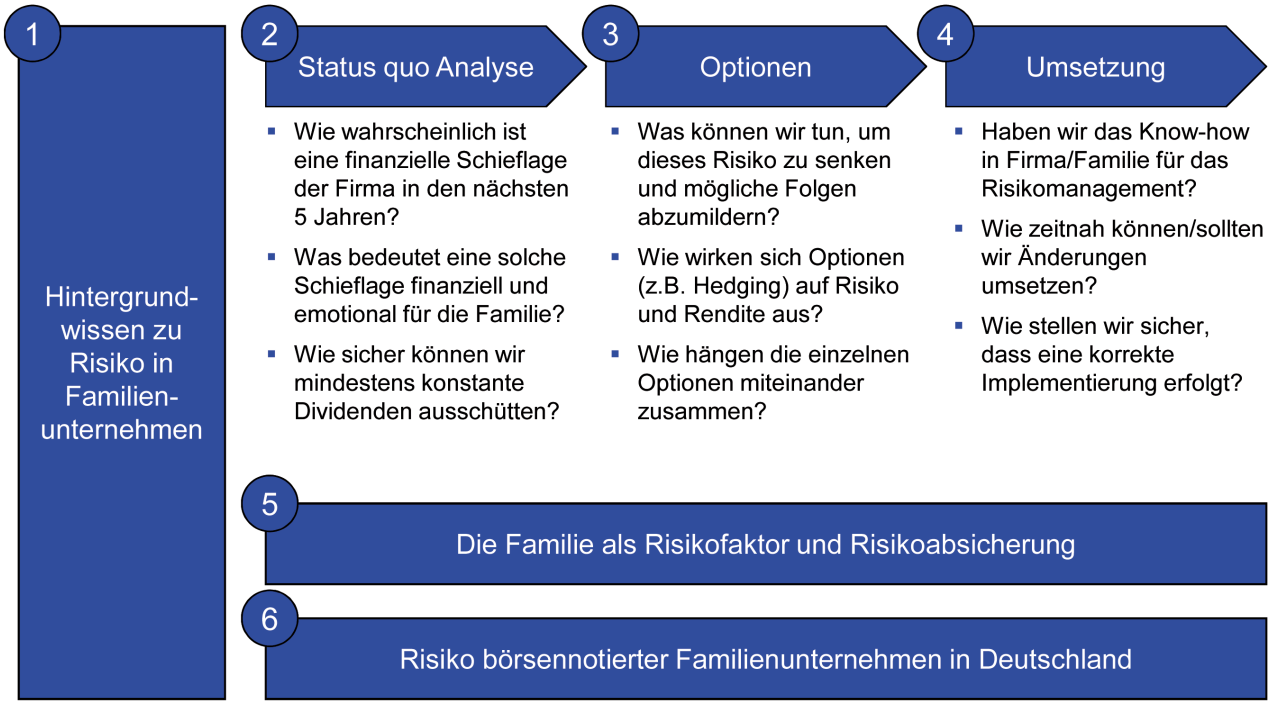

Abbildung 1: Aufbau des Leitfadens

Konkret umfassen die Kapitel folgende Themen: Im ersten Kapitel werden die notwendigen Grundlagen gelegt und ein Verständnis der unterschiedlichen Risikoaspekte geschaffen. Im zweiten Kapitel geht es darum, den Status quo, also die aktuelle Risikoposition einer Unternehmerfamilie zu verstehen. Die Status quo Analyse zeigt den Ist-Zustand der Auseinandersetzung des Unternehmens mit dem Thema Risiko und bildet die Grundlage für alle weiteren Maßnahmen. Hierbei soll unter anderem ein Bewusstsein geschaffen werden, mit welcher Wahrscheinlichkeit das Unternehmen in eine finanzielle Schieflage geraten könnte und welche Auswirkungen eine solche Krise auf das finanzielle und sozio-emotionale Vermögen der Familie hätte. Das dritte Kapitel zeigt konkrete Ansätze zur Senkung der unterschiedlichen Risiken. Dies umfasst die Prüfung einzelner Optionen zur Risikosenkung auf jeder der drei Ebenen, sowie die potenzielle Kombination und wechselseitige Abwägung dieser Optionen. Das vierte Kapitel erläutert den Weg hin zu einer holistischen Sicht auf das jeweilige Risiko und den Weg zu einem aktiven Risikomanagement. Kritische Punkte bei der Umsetzung sind die Verfügbarkeit des erforderlichen Wissens bzw. Know-how für die Implementierung sowie die Sicherstellung eines reibungslosen und zeitgerechten Ablaufs. Das fünfte Kapitel beschäftigt sich mit der Frage, inwieweit die Familie selbst das Firmenrisiko erhöht oder senkt und wie externe Stakeholder den Einfluss der Familie auf das Risiko sehen. Das letzte Kapitel thematisiert das Risikoverhalten von börsennotierten Familienunternehmen anhand einer eigenständig durchgeführten Analyse. Hierfür haben wir im sogenannten Prime Standard gelistete Familien- und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich zweier Risikoarten untersucht und miteinander verglichen.

Exkurs – Mittelstand und Familienunternehmen: In der Presse kann man gelegentlich den Eindruck gewinnen, dass die Begriffe „mittelständisches Unternehmen“ (oder „Mittelstand“) und „Familienunternehmen“ als Synonyme verwendet werden. Dies ist so nicht korrekt. Der Begriff „mittelständische Unternehmen“ bezieht sich auf die Unternehmensgröße. Um nach dem deutschen Handelsgesetzbuch (HGB) als „mittelgroße Kapitalgesellschaften” zu gelten, darf ein Unternehmen nach § 267 HGB nicht mehr als einen der folgenden Grenzwerte an den jeweiligen Stichtagen von zwei aufeinanderfolgenden Geschäftsjahren überschreiten: 20 Mio. € Bilanzsumme, 40 Mio. € Umsatzerlöse sowie 250 Arbeitnehmer im Jahresdurchschnitt. Der Begriff Familienunternehmen umfasst dagegen jene Unternehmen, die durch eine Unternehmerfamilie geprägt sind. Dabei gibt es eine Vielzahl von möglichen Definitionen von Familienunternehmen: Je nach Definition muss die Familie im Besitz von z. B. über 50 % oder über 25 % der Anteile eines Unternehmens sein. Auf Basis dieser Abgrenzung wird klar, dass es auch Familienunternehmen im Bereich der Großkonzerne gibt, genauso aber auch mittelständische Unternehmen, die im Besitz von beispielsweise Finanzinvestoren sind. In der Praxis gibt es jedoch eine hohe Überschneidung zwischen den mittelständischen Unternehmen und den Familienunternehmen – viele Familienunternehmen gehören zum Mittelstand und viele mittelständischen Unternehmen sind Familienunternehmen. In diesem Leitfaden richten wir uns an alle Familienunternehmen – also auch an solche, die größer als typische Mittelständler sind.

Hintergrundwissen zu Risiko in Familienunternehmen

Das Thema Risiko wird in vielen Familienunternehmen verdrängt, bis es tatsächlich zu einem Ernstfall bzw. zu einer finanziellen Schieflage des Unternehmens und der Familie kommt. Tatsächlich ist der Einstieg in das Thema aber besonders wertvoll in „guten Zeiten“, also dann, wenn das Unternehmen und die Familie die erforderliche Kraft und Zeit investieren können. Im Idealfall wird ein aktives Risikomanagement geschaffen, das sowohl die Wahrscheinlichkeit eines Ernstfalles senkt, als auch die möglichen Folgen abmildert.

Besondere Relevanz von Risiko für Familienunternehmen

Warum ist Risiko für Familienunternehmen ein besonders relevantes Thema? Risikomanagement wird in vielen Großkonzernen im Streubesitz (also „Nicht-Familienunternehmen“) in der Regel stärker betont als im typischen mittelständischen Familienunternehmen. Dies liegt zum einen an den höheren regulatorischen Anforderungen, zum anderen aber auch an der stärkeren personellen Ausstattung vieler Großkonzerne. Viele mittelständische Familienunternehmen verdrängen das Thema Risiko (z. B. wenn die Entscheidungsträger durch das Tagesgeschäft vollständig ausgelastet sind) oder scheuen die möglicherweise mit einem Risikomanagement verbundenen Kosten. Obwohl Familienunternehmen in der Praxis das Thema Risiko bzw. Risikomanagement weniger beachten als Nicht-Familienunternehmen, gibt es zwei zentrale Gründe, warum Familienunternehmen dieses Thema sogar stärker betonen sollten.

Erstens ist die finanzielle Verflechtung bzw. Abhängigkeit zwischen Unternehmerfamilie und Unternehmen besonders hoch. So ist typischerweise ein Großteil des Familienvermögens in einem einzigen Unternehmen gebunden. Zusätzlich erhalten viele Mitglieder der Unternehmerfamilie regelmäßige Zahlungen aus der Firma, wie z. B. Dividenden oder Gehälter. Im Kontrast dazu steht ein Kleinaktionär, der sein Vermögen breit streuen kann (beispielsweise in Aktien und/oder Anleihen von unterschiedlichen Firmen), darüber hinaus aber keine Zahlungen (Gehälter) der einzelnen Firmen erhält. Somit gilt, dass eine finanzielle Schieflage der Firma eine Unternehmerfamilie deutlich härter treffen würde als den beispielhaften Kleinaktionär.

Zweitens ziehen die meisten Unternehmerfamilien einen nicht-ökonomischen Nutzen aus ihrem jeweiligen Familienunternehmen. Dieser nicht-ökonomische bzw. sozio-emotionale Nutzen wird in der Wissenschaft häufig als socio-emotional wealth (SEW) beschrieben. So sind Familienunternehmen derzeit in Deutschland als das Rückgrat der Wirtschaft sehr geschätzt. Dementsprechend profitiert eine Unternehmerfamilie im Sinne des SEW davon, dass andere Personen wegen des Familienunternehmens auch den einzelnen Familienmitgliedern eine gewisse Sympathie entgegenbringen. Auch sind viele Familienunternehmer in ländlichen Regionen der jeweils größte Arbeitgeber, sodass auf der lokalen Ebene der Unternehmerfamilie häufig großer Respekt gezollt wird. Erneut gilt, dass eine finanzielle Schieflage der Firma diesen nicht-ökonomischen Nutzen der Familie vollständig zerstören könnte. Neben Reputation umfasst der SEW weitere Dimensionen, die für die Unternehmerfamilie von großer Wichtigkeit sind, z. B. die Kontrolle der Familie über die Firma, die Identifikation der Familienmitglieder mit der Firma, generationsübergreifende Bestrebungen, sowie die emotionalen Bindungen und sozialen Beziehungen der Familienmitglieder. Zusammenfassend wäre also eine finanzielle Schieflage des Unternehmens für eine Unternehmerfamilie deutlich schmerzhafter als für einen diversifizierten Kleinaktionär. Während der Kleinaktionär nur einen Bruchteil seines Vermögens verlieren würde, würde die Familie den Großteil des Vermögens und zusätzlich noch ihren SEW verlieren. Solche Risiken zu verstehen und zu managen ist für Unternehmerfamilien besonders wichtig.

Bankrottrisiko und Schwankungsrisiko in Familienunternehmen

Welche Risiken scheuen Familienunternehmen, welche akzeptieren sie? Die klassische Finanzliteratur unterscheidet zwischen zwei grundsätzlichen Risikoarten (siehe Abbildung 2). Zum einen gibt es das Bankrottrisiko der Firma (auch Vulnerabilitätsrisiko genannt). Diese Risikoart ist ein einseitiges bzw. unilaterales Konstrukt, da sie nur eine Abwärtsbewegung (d.h. die Ausfallwahrscheinlichkeit) berücksichtigt. Konkret geht es z. B. um die Frage, mit welcher Wahrscheinlichkeit ein Unternehmen in den nächsten 5 Jahren insolvent ist. Zum anderen gibt es das Schwankungsrisiko (auch Variabilitätsrisiko genannt) von finanziellen Ergebnissen (z. B. Gewinn) bzw. Messgrößen (z. B. Wert der Firmenanteile). Das Schwankungsrisiko ist im Gegensatz zum Bankrottrisiko ein zweiseitiges Konstrukt, da es die Ausprägung der positiven und negativen Abweichungen miteinbezieht. Konkret geht es z. B. um die Frage wie sehr die Gewinne schwanken bzw. wie treffsicher diese für das kommende Jahr prognostiziert werden können.

Auf den ersten Blick scheinen diese zwei Risikoarten sehr eng zusammen zu hängen. Denn ein hohes Schwankungsrisiko kann bedeuten, dass ein Verlust von 1 Mio. € ebenso wahrscheinlich ist wie ein Gewinn von 1 Mio. € im folgenden Jahr. In diesem extremen Beispiel eines hohen Schwankungsrisikos könnten wir bei den kleinen Familienunternehmen auch von einem hohen Bankrottrisiko ausgehen. Allerdings lassen sich ebenso leicht Beispiele konstruieren, in denen nur das Bankrottrisiko hoch ist (z. B., wenn definitiv ein Verlust von 1 Mio. € erwartet wird, der das Eigenkapital aufzehren wird) oder in denen nur das Schwankungsrisiko hoch ist (z. B., wenn Unsicherheit darüber herrscht, ob 1 Mio. € oder 2 Mio. € Gewinn erwarten werden können).

Diese zwei grundsätzlichen Risikoarten lassen sich weiter unterteilen. So wird beim Bankrottrisiko zwischen zwei Arten unterschieden: Überschuldung (das Eigenkapital ist durch Verluste aufgebraucht bzw. negativ) und Illiquidität (ausstehende Rechnungen können nicht mehr bezahlt werden). Es gilt erneut, dass eine drohende Überschuldung und eine drohende Illiquidität parallel, aber auch unabhängig voneinander auftreten können. Denn auch ein Unternehmen mit solidem Eigenkapital kann in Liquiditätsengpässe kommen, wenn eigene Forderungen nicht beglichen werden und zusätzliche Liquidität nicht einfach zu erhalten ist. So war es beispielsweise im Jahr 2009 trotz ordentlicher Bonität nicht einfach, Bankkredite zu erhalten. Ebenso kann ein Unternehmen mit einem hohen Liquiditätspolster

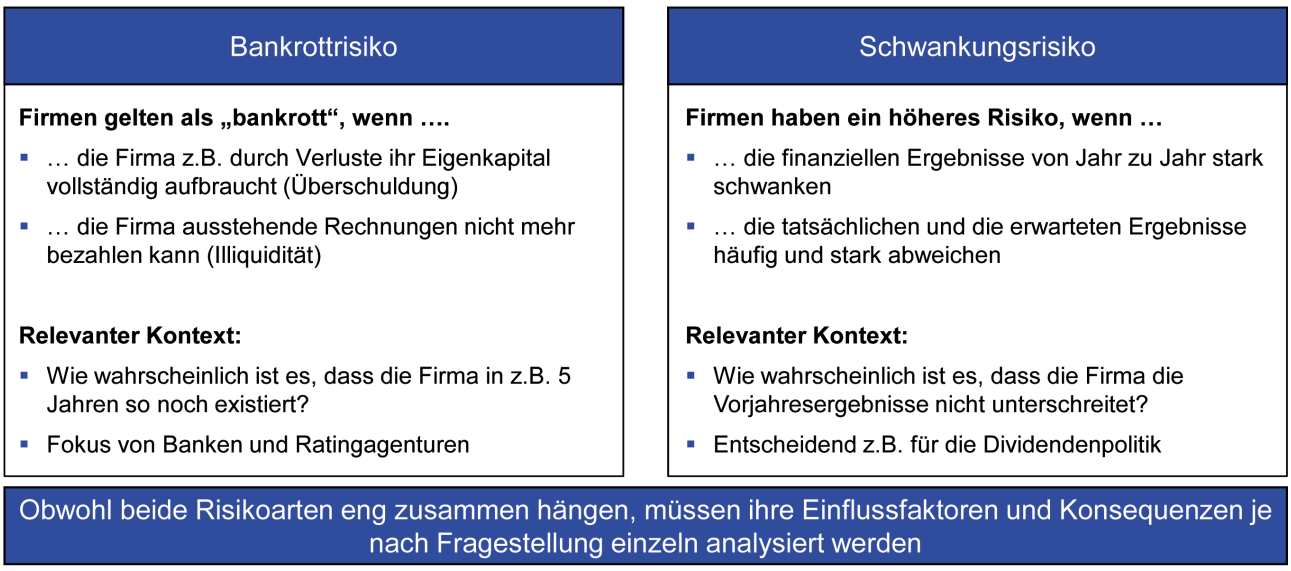

Abbildung 2: Die klassische Finanzliteratur unterscheidet zwei Risikoarten

in die Überschuldung rutschen, wenn beispielsweise wegen eines Fabrikbrandes eine hohe außerordentliche Abschreibung erforderlich ist und diese das Eigenkapital übersteigt. Auch das Schwankungsrisiko lässt sich weiter unterteilen. Denn Schwankung kann sich auf die tatsächlichen Ergebnisse der letzten (z. B. fünf) Jahre oder aber auf die gemessenen Abweichungen zwischen den geplanten versus den tatsächlichen Ergebnissen, beziehen.

Die klassische Finanzliteratur betont diese unterschiedlichen Risikoarten, da sie jeweils für unterschiedliche Personengruppen relevant sind. So ist eine Bank, die einen Kredit für drei Jahre vergibt, primär an der Wahrscheinlichkeit eines Bankrotts während der Kreditlaufzeit interessiert. Solange kein Bankrott eintritt, ist es für die Bank und die erwarteten Zahlungen (Zins und Rückzahlung) unerheblich, wie stark die Ergebnisse der Firma schwanken. Im Kontrast dazu interessiert sich ein typischer (Klein-)Aktionär sehr wohl für die Schwankungen der Finanzergebnisse, da diese einen direkten Einfluss auf Aktienpreise oder Dividendenzahlungen haben können. In diesem Zusammenhang ist auch zu betonen, dass es eine vertragliche Pflicht für die Zahlungen an die Banken (auch bei Verlusten) gibt, während die Dividendenzahlungen jährlich beschlossen werden müssen und in der Regel nur bei Gewinnen erfolgen und von deren Höhe abhängen.

Ein Familienunternehmen bzw. eine Unternehmerfamilie hat eine spezielle Perspektive auf die beiden Risikoarten. Wie bereits erläutert, wäre ein Bankrott für die Familie besonders schmerzhaft, da der Bankrott einen Großteil des Vermögens sowie den nicht-ökonomischen Nutzen, den die Familie aus der Firma zieht, vernichten würde. Anders sieht es beim Schwankungsrisiko aus. Viele Familienunternehmer treffen Entscheidungen mit der langfristigen Perspektive, ein gesundes Unternehmen an die nächste Generation zu übergeben. Vor diesem Hintergrund ist ein kurzfristiger Gewinnrückgang, z. B. durch höheren Forschungsaufwand, für ein Familienunternehmen weniger schmerzhaft als für einen börsennotierten Großkonzern, der sich Quartal für Quartal vor den Akteuren an den Finanzmärkten rechtfertigen muss. Die typische langfristige Orientierung und die Unabhängigkeit von den Finanzmärkten ermöglicht es also vielen Familienunternehmen, ein höheres Schwankungsrisiko in Kauf zu nehmen. Dies kann durchaus zu Wettbewerbsvorteilen für Familienunternehmen führen, da so in langfristige Projekte mit ungewissem, aber gegebenenfalls profitablem Ausgang investiert werden kann. Familienunternehmen können also durch die Akzeptanz des Schwankungsrisikos ambitionierter ihre Strategien angehen.

Diese grundsätzlichen Positionierungen können sich abhängig von der jeweiligen Situation durchaus verändern. So stellen wir bei Familienunternehmen fest, wie wichtig bestimmte psychologische Marken sind. Solange das Unternehmen einen Gewinn macht und dieser für die Dividendenhöhe der Vorjahre reicht, teilen viele Familienunternehmen die obigen Argumente. Wenn jedoch die Dividende/Ausschüttung (im Folgenden als Synonym verwendet) gekürzt oder wegen eines Verlustes sogar gestrichen werden muss, kann häufig eine dramatische Änderung der Risikopositionierung (und eine abnehmende langfristige Orientierung) beobachtet werden. Dies gilt insbesondere dann, wenn Familienmitglieder für die Finanzierung ihres Lebensstils auf eine stabile Dividendenzahlung angewiesen sind.

Abschließend ist noch festzuhalten, dass der SEW nicht nur ein Grund für die Senkung des Bankrottrisikos sein kann, sondern sogar eine Erhöhung des Schwankungsrisikos verursachen kann. Forscher haben wiederholt beobachtet, dass für wirtschaftlich gesunde Familienunternehmen die Bewahrung des SEW von zentraler Bedeutung ist (Gómez-Mejía, Haynes, Nuñez-Nickel, Jacobson & Moyano-Fuentes, 2007). Ein berühmtes Beispiel dafür stammt von spanischen Ölmühlen. Diese waren vor wenigen Jahrzehnten

primär im Besitz von Unternehmerfamilien. Nach und nach wurde diesen Ölmühlen dann der Beitritt in eine Genossenschaft angeboten. Dieser Beitritt hat eine Senkung des finanziellen Schwankungsrisikos, aber auch einen Verlust der Familienkontrolle und damit des SEW verursacht. Viele Familienunternehmen entschieden sich gegen den Beitritt, für die Unabhängigkeit und damit für ein höheres Schwankungsrisiko. Abbildung 3 bietet eine Übersicht der beiden grundsätzlichen Risikoarten im Zusammenspiel mit dem finanziellen/ökonomischen und dem nicht-ökonomischen (SEW) Wert des Unternehmens (Kempers, Leitterstorf, & Kammerlander, 2018). Konkret zeigt die Abbildung auf der einen Achse die Unterscheidung nach Risikoarten und auf der anderen Achse die Unterscheidung nach Vermögenswerten. Daraus ergeben sich vier Typen: Familienunternehmen versuchen, das Bankrottrisiko bezüglich des nicht-ökonomischen Wertes des Unternehmens zu senken (Typ 1). Auch das Bankrottrisiko des ökonomischen Wertes soll minimiert werden (Typ 2). Dagegen sind Familienunternehmen bereit, ein höheres Schwankungsrisiko in Bezug auf den ökonomischen Wert zu akzeptieren (Typ 3). Verluste im Bereich des nicht-ökonomischen Werts, also das Schwankungsrisiko, wollen sie jedoch vermeiden (Typ 4).

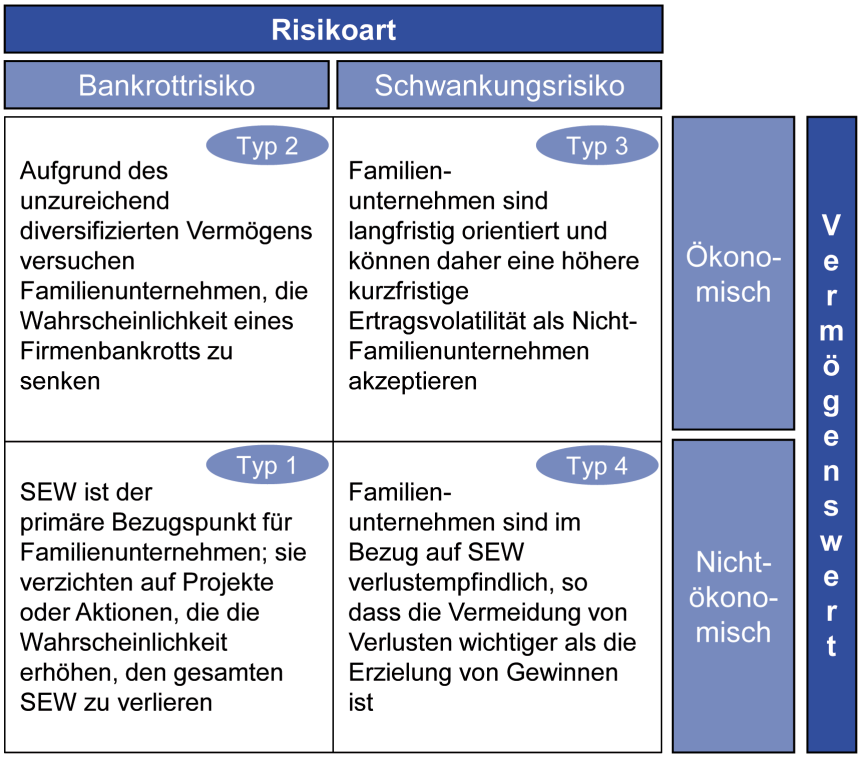

Abbildung 3: Risikobereitschaft in Familienunternehmen

Risiko als zentrales Bindeglied unternehmerischer Handlungen

Das Thema Risiko zieht sich konsequent durch beinahe alle wichtigen Geschäftsentscheidungen eines Unternehmens, auch wenn diese Tatsache aus Sicht der Unternehmerfamilie oft gar nicht so wahrgenommen wird. Abbildung 4 zeigt beispielhaft einige Bereiche und Handlungen in Unternehmen, die sich direkt auf das Risiko der Firma auswirken.

Abbildung 4: Risiko als zentrales Bindeglied unternehmerischer Handlungen

Schnelltest: Systematischer Umgang mit dem Thema Risiko

Wie systematisch geht das Familienunternehmen derzeit mit dem Thema Risiko um? Ein Familienunternehmen, das sich stärker mit dem Thema Risiko befassen möchte, sollte sich zunächst ehrlich einen Überblick über den bisherigen Umgang mit diesem Thema verschaffen. Die folgende Checkliste in Abbildung 5 bietet erste Anhaltspunkte. Wenn mehrere Fragen mit „Nein“ beantwortet werden, so ist dies typischerweise ein Anzeichen für eine derzeit unzureichende Auseinandersetzung mit dem Thema Risiko.

	Fragen zum Thema Risiko	Ja	Nein
Status Quo	Wir haben interne und externe Risiken für das Familienvermögen, für den Fortbestand der Firma und für mögliche Schwankungen der Ergebnisse ermittelt		
	Wir können auf Basis eines „Stresstests“ abschätzen, welche Belastungen (z.B. Umsatzrückgang oder Strafzahlung) das Unternehmen verkraften kann, ohne in eine finanzielle Schieflage zu geraten		
	Wir sind uns bewusst, dass die Familie auch ein Risikofaktor für die Firma sein kann (z.B. Todesfall eines Familien-CEOs ohne Nachfolgeregelung) und haben entsprechende Vorkehrungen getroffen		
Optionen	Wir prüfen regelmäßig konkrete Optionen zur Senkung des Risikos (z.B. Hedging) und vergleichen diese Optionen mit Blick auf Risiko und Rendite		
	Wir stellen sicher, dass ausgewählte Optionen zur Senkung des Risikos auch zeitnah und mit dem gewünschten Ergebnis umgesetzt werden		
	Wir haben aktiv eine Entscheidung zur Risikominimierung auf mindestens einer der drei Ebenen getroffen: Familie, Firma und Segment (operative Tätigkeit)		
Kontinuität	Wir ermitteln gewissenhaft und regelmäßig die 10 wichtigsten Risikofaktoren für den Fortbestand des Unternehmens mit Blick auf Wahrscheinlichkeiten des Eintritts und potentielle Schäden		
	Wir beschäftigen uns intensiv und regelmäßig in Aufsichtsgremien und in der Geschäftsführung mit dem Thema Risiko		
	Wir bereiten uns intensiv und regelmäßig auf das Eintreten besonders gravierender Risiken vor und aktualisieren regelmäßig unser Notfallmanagement		
Voraus-setzungen	Wir haben organisatorisch und personell das Thema Risiko in Familie und Firma besetzt, z.B. durch Ernennung eines Chief Risk Officers		
	Die Informationsstrukturen in Familie und Firma ermöglichen jederzeit ein zutreffendes Bild über die Lage des Risikos für Familie und Firma		
	Unsere Unternehmenskultur fördert den verantwortungsvollen Umgang sowie eine rechtzeitige und kritische Auseinandersetzung mit Risiken		

Abbildung 5: Schnelltest zum Thema Risiko

Status Quo Analyse: das 3-Ebenen-Modell

Unternehmerfamilien können Risikoaspekte auf drei unterschiedlichen Ebenen betrachten: Die Ebene der Familie (bzw. der einzelnen Personen), die Ebene der Firma (als gesamte Organisationseinheit) und die Ebene der einzelnen operativen Tätigkeiten (z. B. Segmente oder alternativ Märkte). Abbildung 6, das sogenannte 3-Ebenen-Modell, bietet eine Übersicht und deutet bereits die Verknüpfungen der einzelnen Ebenen an.

Ein extremes Beispiel mag zur Veranschaulichung der Zusammenhänge dienen: Ein Unternehmer bindet fast 100 % seines Vermögens bzw. des Familienvermögens in einer Firma. Die Firma hat nur ein geringes finanzielles Polster gegen Überschuldung/Illiquidität. Das einzige Segment der Firma ist durch stark schwankende Ergebnisse gekennzeichnet. Auch wenn es für eine solche Konfiguration Gründe geben mag, so werden doch die meisten Familienunternehmer mit Blick auf ihr Risiko mit dieser Situation unzufrieden sein und über mögliche Veränderungen nachdenken.

Das Beispiel zeigt, wie die unterschiedlichen Ebenen voneinander abhängig sind. Viele Unternehmer möchten bei einer Analyse des Status quo bei der Familie, beziehungsweise bei der Person des Unternehmers starten und erst danach die jeweilige Firma und die operativen Tätigkeiten (Segmente) betrachten. Dies ist für die Zwecke der Status quo Analyse (die hier folgenden Paragrafen) auch vollkommen richtig. Bei Fragen zu möglichen Veränderungen sollten wir jedoch eher in der umgekehrten Reihenfolge die Themen durchgehen (siehe folgendes Kapitel). Die Frage, ob im vorherigen Beispiel der Unternehmer sein Vermögen so stark an das Unternehmen binden sollte oder ob es Möglichkeiten gibt, dies zu verändern, hängt entscheidend von den Herausforderungen und Ansätzen auf den unteren Ebenen ab. So spricht z. B. das geringe finanzielle Polster direkt gegen Eigenkapitalentnahmen (gefolgt von einer Vermögensdiversifikation) und ist möglicherweise das dringlichere Problem.

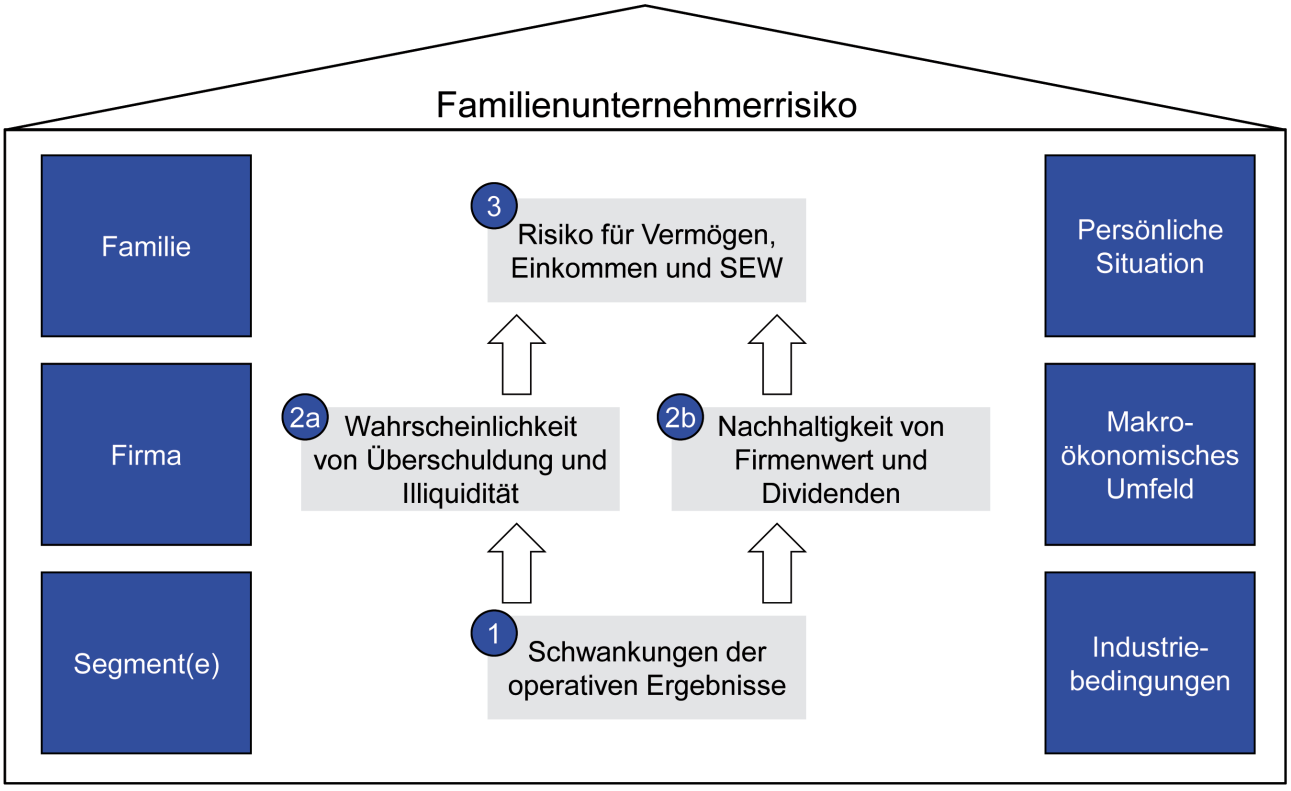

Abbildung 6: Das 3-Ebenen-Modell

Risiko auf der Familienebene

Auf der Ebene der Familie sind drei Themen zu betrachten: Das Vermögen der Familie, das laufende Einkommen der Familie und der nicht-ökonomische Nutzen (SEW). Bei allen drei Themen sind sowohl die Auswirkungen von stark schwankenden Unternehmensergebnissen, als auch die eines möglichen Bankrotts zu prüfen.

Beim Thema Vermögen sollte zunächst berechnet werden, wie viel Prozent des Familienvermögens in etwa in der jeweiligen Firma gebunden ist. Dies kann entweder für jedes einzelne Familienmitglied separat oder aber für die Familie insgesamt errechnet werden. Dafür muss der Wert der Firmenanteile (Aktien bzw. Geschäftsanteile) approximiert werden – z. B. auf Basis des Gewinns (je nach Industrie und anderer Gegebenheiten z. B. das 10-fache oder 20-fache), oder mithilfe eines anderen Bewertungsverfahrens wie des DCF (Discounted Cash Flow, bei dem der derzeitige Wert der erwarteten zukünftigen Zahlungsströme ermittelt wird). Alternativ haben einige Unternehmer auch bereits ein Kaufangebot erhalten und kennen somit die ungefähre Zahlungsbereitschaft für die Anteile an ihrem Unternehmen. Dieser Wert der Firmenanteile muss dann um das sonstige Vermögen außerhalb der Firma (Immobilien, Gold, Anleihen, Konten, usw.) ergänzt werden, um das Gesamtvermögen zu berechnen. Bei vielen Unternehmerfamilien ist der Wert der Firmenanteile über 90 % des Gesamtvermögens. Dies bedeutet, dass im Falle eines Bankrotts auch über 90 % des Gesamtvermögens vernichtet wären. Bei dieser Berechnung steht weniger die exakte Prozentzahl, sondern vielmehr die häufig erstaunliche Größenordnung im Vordergrund. In vielen Fällen kann schon eine „Bierdeckelrechnung“ zu einer Risikosensibilisierung in der Familie beitragen. Da Firmenwertschwankungen für die allermeisten Familienmitglieder nicht im Fokus stehen bzw. nicht wahrgenommen werden, zeigt dieses Beispiel, wie wichtig eine Auseinandersetzung mit dem Firmenwert und den entsprechenden Konsequenzen für das Vermögen der Unternehmerfamilie ist.

Beim Thema Einkommen sind verschiedene Zahlungsströme zu berücksichtigen: Dividenden, Gehälter/Vergütungen und sonstige Einkommens-äquivalente Posten (z. B. Firmenwagen zur privaten Nutzung). Erneut kann für die gesamte Familie, oder aber für jedes einzelne Familienmitglied, separat berechnet werden, welcher Prozentsatz des Einkommens von der Firma abhängt. Auch bei dieser Betrachtung werden die Zahlungsströme aus der Firma um unabhängige Zahlungsströme (z. B. Gehälter für Positionen außerhalb der eigenen Firma) ergänzt, um das Gesamteinkommen zu errechnen. Die Familie, beziehungsweise das einzelne Familienmitglied, muss sich dann die Frage stellen, ob auch ohne die Firma ein für den Lebensstandard nötiges Einkommen verfügbar bzw. möglich wäre. Dabei ist zu berücksichtigen, dass z. B. der langjährige Geschäftsführer eines Familienunternehmens häufig sehr firmenspezifisches Wissen aufgebaut hat und nicht unbedingt in der Lage sein wird, (zeitnah) eine ähnliche Position mit vergleichbarer Vergütung in einem anderen Unternehmen zu finden. Beim Einkommen sollte neben dem Extremszenario des Firmenbankrotts auch hinterfragt werden, ob, und mit welcher Wahrscheinlichkeit, die Firma in Zukunft die Dividendenausschüttungen der Vorjahre beibehalten kann.

Beim Thema SEW steht keine Berechnung, sondern eine möglichst ehrliche persönliche Einschätzung im Vordergrund: Wie schmerzhaft wäre ein Verlust der Firma jenseits von Vermögen und Einkommen, insbesondere mit Blick auf emotionale Themen wie z. B. Reputation, Familienzusammenhalt oder Identität? In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass einige große Unternehmerdynastien (z. B. Freudenberg oder Heraeus) über das Unternehmen und damit verbundene Aktivitäten den Zusammenhalt der Familie stärken. Solche Aspekte könnten ebenfalls im Falle einer finanziellen Schieflage verloren gehen und sollten somit, wenn auch auf Basis subjektiver Einschätzungen, Teil einer Risikobetrachtung sein. Wissenschaftler haben in diesem Zusammenhang versucht zu ermitteln, welchen finanziellen Wert dem jeweiligen SEW beigemessen wird (Zellweger, Kellermanns, Chrisman & Chua, 2012). Vereinfacht könnten wir fragen: Unter der Annahme, dass Ihr Unternehmen nach finanziellen Aspekten z. B. 10 Mio. € wert ist, für wie viele Mio. € wären Sie bereit, es zu verkaufen? Sehr vereinfacht könnte man argumentieren, dass die Differenz (geforderter Verkaufspreis abzüglich des finanziellen Wertes) eine Approximation des dem SEW beigemessenen Wertes ist.

Exkurs – Ausflug in die Wissenschaft zur Messung des SEW: Um die Bedeutung von SEW-Aspekten im jeweiligen Unternehmen zu messen, wurde die sogenannte SEWi-Skala entwickelt (Socio-Emotional Wealth Importance; Debicki, Kellermanns, Chrisman, Pearson & Spencer, 2016). Hierbei sollen Unternehmer in den Bereichen Familienreputation, -zusammenhalt und -kontinuität angeben, wie wichtig ihnen einzelne Aspekte des sozio-emotionalen Vermögens sind. Diese Aspekte sind in Abbildung 7 dargestellt.

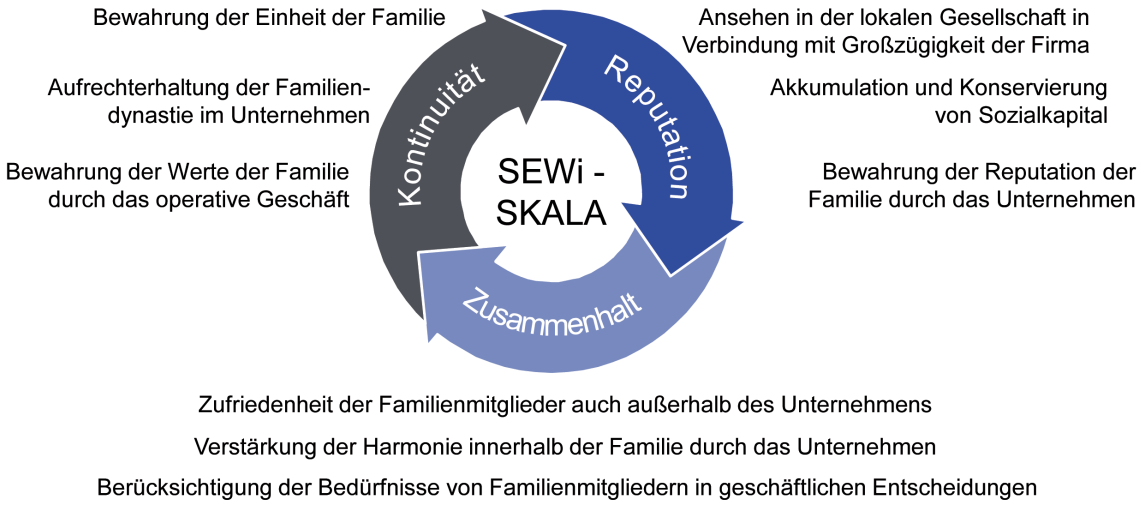

Abbildung 7: Beurteilung der Wichtigkeit von SEW-Aspekten durch die SEWi-Skala

Risiko auf der Firmenebene

Auf der Firmenebene steht häufig das Bankrottrisiko im Vordergrund, also eine Einschätzung (z. B. mit Blick auf die nächsten 5 Jahre), mit welcher Wahrscheinlichkeit die Firma bankrottgehen wird. Diese Betrachtung ist analog zum Ansatz von Ratingagenturen (z. B. Standard & Poor's, Moody's oder Fitch usw.), die mit ihren Ratings (z. B. BBB) die Bonität bewerten (siehe Abbildung 8). Auch Banken erstellen vor der Kreditvergabe ein bankinternes Rating der jeweiligen Firma. Das Rating durch Ratingagenturen oder Banken geschieht auf Basis eines komplexen Ansatzes, der unter anderem eine Vielzahl von Finanzkennzahlen (z. B. mit Blick auf das Eigenkapital oder die Fähigkeit Zinszahlungen leisten zu können), aber auch subjektive Einschätzungen (z. B. zur strategischen Positionierung) enthalten kann. Vor allem die Wahrscheinlichkeit einer Überschuldung oder Illiquidität sind Treiber einer solchen Ratingentscheidung.

Wenn ein Rating durch eine der Ratingagenturen vorliegt (typischerweise bei sehr großen Firmen mit emittierten Anleihen), sollte folgender Hinweis beachtet werden: Zwar gibt es eine Vielzahl von Ratingstufen zwischen AAA und D, jedoch auch eine klare Zweiteilung in „Investment Grade" (alle Stufen von AAA bis BBB) und „High Yield" (alle Stufen unterhalb BBB). Viele Firmen an der Grenze zwischen den Stufen kämpfen um das „Investment Grade"-Rating, da dieses sprunghaft bessere Kreditkonditionen bietet. Dabei ist jedoch zu beachten, dass die Erstellung eines Ratings durch die großen Ratingagenturen (unabhängig vom jeweiligen Ergebnis) sehr teuer ist. Deswegen entscheiden sich in der Praxis meist nur große und kapitalmarktorientierte Unternehmen für ein Rating. Konkret entscheiden sich typischerweise vor allem Unternehmen für ein Rating, wenn sie eine Anleihe am Kapitalmarkt platzieren möchten.

	Standard & Poor's	Moody's	Bewertung
Investment Grade	AAA	AAA	Bestnote: Höchste Kreditwürdigkeit, geringes/kein Ausfallrisiko
	AA	AA	Sichere Anlage, Ausfallrisiko so gut wie vernachlässigbar, längerfristig aber etwas schwerer einzuschätzen
	A	A	Sichere Anlage, sofern keine unvorhergesehenen Ereignisse die Gesamtwirtschaft oder die Branche beeinträchtigen
	BBB	BAA	Durchschnittlich gute Anlage. Bei Verschlechterung der Gesamtwirtschaft ist aber mit Problemen zu rechnen
High Yield	BB	BA	Spekulative Anlage. Bei Verschlechterung der Lage ist mit Ausfällen zu rechnen
	B	B	Hochspekulative Anlage. Bei Verschlechterung der Lage sind Ausfälle wahrscheinlich
	CCC	CAA	Nur bei günstiger Entwicklung sind keine Ausfälle zu erwarten
	CC	CA	Extrem spekulativ
	C	C	In Verzug, mit geringer Wahrscheinlichkeit des Aufschwungs
	D		Teilweiser, begrenzter oder vollständiger Zahlungsausfall

Im Vordergrund steht die Frage, mit welcher Wahrscheinlichkeit die Firma in den nächsten Jahren überschuldet/illiquide ist.

Abbildung 8: Bewertung der Kreditwürdigkeit am Beispiel zweier Ratingagenturen[1]

[1] Moodys (2018). Rating Scale and Definition
Standard & Poor's (2018). General-Purpose Credit Ratings

Möchte man leichter verfügbare Informationen über die Bonität (Fähigkeit eines Unternehmens, die aufgenommenen Schulden zurückzuzahlen) erhalten, können Unternehmen z. B. auf den Bonitätsindex von Creditreform zurückgreifen. Creditreform bewertet das Bankrottrisiko auf einer Skala von 100 bis 600, wobei 100 eine ausgezeichnete Bonität darstellt und 600 auf eine ungenügende Bonität hinweist und somit ein Zahlungsausfall wahrscheinlich ist. Die Creditreform Unternehmensdatenbank, in welcher die Daten und Fakten zur Errechnung des Bonitätsindex gesammelt und aufbereitet werden, ist die größte und aktuellste über deutsche Unternehmen und kann einen Bonitätsindex über drei Millionen Unternehmen in Deutschland angeben.[2]

Wiederholt haben uns Unternehmer ohne Rating gefragt, wie sie in der Praxis möglichst schnell und pragmatisch abschätzen können, ob ihr Bankrottrisiko eher hoch oder eher niedrig ist. Leider gibt es kein solches „Kochrezept", aber immerhin einige Elemente und Vorgehensweisen, die als mögliche Bausteine dienen können. Grundsätzlich gilt, dass das Bankrottrisiko sowohl im Sinne der Überschuldung als auch im Sinne der Illiquidität analysiert werden sollte. Wir fragen also insbesondere: Ist das Eigenkapital ausreichend hoch, um Verluste auffangen zu können? Ist genug Liquidität vorhanden, um unsere Zahlungsverpflichtungen erfüllen zu können?

Der erste Schritt ist ein Blick in die Rechenwerke (Bilanz, GuV also Gewinn-/Verlustrechnung, Cash Flow) der letzten 3 bis 5 Jahre. Dabei werden beispielsweise die Eigenkapitalquote oder aber die sogenannte goldene Bilanzregel geprüft. Während eine Eigenkapitalquote (in der simpelsten Berechnung Eigenkapital dividiert durch die Bilanzsumme) von 50 % bis 100 % als solide gilt, würde eine Eigenkapitalquote von nur 10 % ein erstes Fragezeichen darstellen. Denn selbst wenn die Firma mit einer geringen Eigenkapitalquote auskommen könnte, so droht in der Praxis die Teufelsspirale, dass z. B. Zulieferer den Bankrott fürchten und deshalb nur auf Vorkasse liefern, was in extremen Fällen zu einem tatsächlichen Bankrott beitragen kann. Natürlich kann eine so simple Betrachtung nicht losgelöst von anderen Aspekten und nicht für alle Industrien einheitlich erfolgen. Die goldene Bilanzregel ist eine Faustregel, nach der langfristige Aktiva (z. B. Gebäude) auch langfristig mit Eigenkapital oder aber langfristigen Krediten finanziert sein sollten. Mit Blick auf mögliche Probleme durch Illiquidität kann geprüft werden, ob es stille Reserven gibt oder ob einzelne Aktiva beziehungsweise Unternehmensteile fungibel sind (d. h. relativ leicht verkauft werden können und auch den Buchwert als Preis erzielen werden). Im Kapitel Kennziffern zur Messung von Bankrott- und Schwankungsrisiko wird genauer auf einzelne Risikokennziffern eingegangen.

Der zweite Schritt ist die Durchführung von Stresstests. Auf Basis der analysierten Finanzdaten kann beispielsweise simuliert werden, ob die Firma durch veränderte Rahmenbedingungen in eine finanzielle Schieflage geraten würde. So kann die Firma beispielsweise prüfen, ob ein Umsatzrückgang, durch eine Wirtschaftskrise verursacht, bedrohlich wäre. Konkret können Unternehmer für die jeweilige Industrie prüfen, wie groß (circa) die prozentualen Umsatzrückgänge in der Wirtschaftskrise 2009 waren (eher gering für einzelne Konsumgütersektoren, aber deutlich höher im Automobilbereich oder im Maschinenbau) und ob ein solcher Umsatzrückgang für das Unternehmen noch tragbar wäre. In einer sehr simplen Ausführung stellt diese Analyse den Umsatz (grob Preis mal Menge) mit den fixen Kosten (z. B. Miete) und den variablen Kosten (z. B. Materialkosten abhängig von der Menge) gegenüber. Dann kann in einer Tabellenkalkulation geprüft werden, bei welchem Umsatz- bzw. Absatzrückgang die Firma einen Verlust macht und wann dieser Verlust das Eigenkapital aufbrauchen könnte. Abbildung 9 zeigt eine solche Tabellenkalkulation. Andere Stresstests können das obige Vorgehen auf z. B. steigende Kreditzinsen, steigende Rohstoffpreise (Annahme, dass diese nicht weitergegeben werden können) oder auf verschlechterte Wechselkurse übertragen. Darüber hinaus kann ein solcher Stresstest nicht nur die Zielgrößen Gewinn bzw. Eigenkapital, sondern auch die Zielgröße der benötigten Mindestliquidität analysieren. Wenn der Stresstest auf diese Art und Weise umgestellt wird, dann soll er z. B. die Frage beantworten, ob im Falle eines Absatzrückgangs ein zusätzlicher Kredit für anstehende Zahlungsverpflichtungen benötigt wird (weitere Details zum Thema Liquiditätsmanagement im Kapitel Optionen im Kontext des Risikomanagements).

[2] Creditreform (2018). Bonitätsindex

GuV und Eigenkapitalveränderungsrechnung			
	Szenario 1 Plan	Szenario 2 Absatzrückgang (-20 %)	Szenario 3 Absatzrückgang (-40 %)
Preis	500 €	500 €	500 €
Menge	25.000	20.000	15.000
Umsatz	**12.500.000 €**	**10.000.000 €**	**7.500.000 €**
Fixkosten (4 Mio. €)	4.000.000 €	4.000.000 €	4.000.000 €
Variable Kosten (250 €)	6.250.000 €	5.000.000 €	3.750.000 €
Operativer Gewinn	**2.250.000 €**	**1.000.000 €**	**-250.000 €**
Zinsen (1 Mio. €)	1.000.000 €	1.000.000 €	1.000.000 €
Vorsteuergebnis	**1.250.000 €**	**0 €**	**-1.250.000 €**
Steuern (30 %)	375.000 €	0 €	0 €
Jahresendergebnis	**875.000 €**	**0 €**	**-1.250.000 €**
Eigenkapital Vorjahr	1.250.000 €	1.250.000 €	1.250.000 €
Veränderung Eigenkapital	875.000 €	0 €	-1.250.000 €
Eigenkapital	**2.125.000 €**	**1.250.000 €**	**0 €**

Abbildung 9: Ein beispielhafter Stresstest

In der (stark vereinfachten) Beispielrechnung wird deutlich, dass ein Absatzrückgang erhebliche Auswirkungen auf das Gesamtergebnis des Unternehmens haben kann. So resultiert in diesem Beispiel ein 20 %-iger Rückgang des Absatzes in einer Veränderung des Jahresüberschusses um -100 %. Das heißt, dass das Unternehmen in diesem Jahr keinen Gewinn macht und somit auch nicht das Eigenkapital erhöhen kann. Der Gewinnrückgang lässt sich dadurch erklären, dass ein geringer Umsatz die Fixkosten weniger decken kann, da diese unabhängig vom Umsatz konstant bleiben. In einem dritten Szenario wird deutlich, dass ein noch stärkerer Absatzrückgang von 40 % sogar zu einem negativen Jahresendergebnis und somit in unserem Beispiel zur vollständigen Aufzehrung des Eigenkapitals führen kann. Das Beispiel ist jedoch nicht zufällig gewählt. Über eine sogenannte Zielwertsuche kann mithilfe der Tabellenkalkulation auch die Frage gestellt werden, bei wie viel Prozent Absatzrückgang der Gewinn bzw. das Eigenkapital bei „0“ liegen würde. Die Beantwortung dieser Fragen ist nicht nur für interne Zwecke hilfreich (im Sinne der Planung), sondern auch für externe Zwecke. Wer der eigenen Bank sagen kann, dass sogar z. B. ein 50 %-iger Absatzrückgang noch immer zu einem Gewinn führen wird, der hat ein gutes Argument für die Verhandlung der Konditionen gewonnen. In diesem Zusammenhang ist auch darauf hinzuweisen, dass ein Rückgang um 20 % oder 40 % zwar zunächst extrem wirkt, aber in Jahren wie 2009 in Industrien wie z. B. dem Maschinenbau durchaus bereits vorgekommen ist. Neben den finanziellen Risiken verbunden mit Absatz- bzw. Umsatzeinbrüchen, gibt es auf der Firmenebene noch weitere, speziell Familienunternehmen betreffende Risiken, die sich auf die Ertrags- und Liquiditätslage des Unternehmens auswirken können. So sollte eine Unternehmerfamilie auch mögliche Liquiditätsabflüsse im Falle einer familieninternen Nachfolge berücksichtigen. Denn nach dem Tod eines „Patriarchen“ können durch Zahlung von Erbschaftssteuern oder Auszahlung von einzelnen Erben die Liquiditätsreserven schnell aufgebraucht werden und das Unternehmen muss ggf. Fremdkapital aufnehmen, um die Zahlungsforderungen zu begleichen. Es gilt also, diese Punkte auch in der Status quo Analyse des Bankrottrisikos zumindest zu berücksichtigen und eventuell finanzielle Puffer mit einzuplanen.

Risiko auf der Segmentebene

Die operativen Aktivitäten einer Firma lassen sich in der Regel auf die eine oder andere Art gruppieren. Wenn es definierte Segmente (bzw. Business Units oder Geschäftsbereiche) geben sollte, dann stellen diese den Analyseschwerpunkt dar. Alternativ können einzelne Landesgesellschaften oder Produktgruppen betrachtet werden. Im folgenden Text gehen wir zur Vereinfachung von Segmenten aus. Jedes Segment sollte sowohl einzeln als auch im Zusammenspiel mit den anderen Segmenten analysiert werden. Die Status quo Analyse des Risikos eines Unternehmens auf der Segmentebene sollte sich an der strategischen Positionierung orientieren. Hierzu gibt es einige Werkzeuge, die im Folgenden vorgestellt werden und auf denen aufbauend ein Bezug zum Risikokontext des Unternehmens hergestellt wird.

SWOT-Analyse: Die SWOT-Analyse ist eine Methode der strategischen Planung. Mit der SWOT-Analyse werden ausgewählte interne Unternehmensmerkmale als Stärke (Strength) oder Schwäche (Weakness) bewertet. Externe Merkmale, Trends und Entwicklungen im Markt oder Umfeld des Unternehmens werden als Chance (Opportunity) oder als Bedrohung (Threat) bewertet. Die einzelnen Elemente werden in einer Matrix dargestellt. Viele Unternehmen nutzen diese Übersicht als Basis für die Strategieentwicklung z. B. mit Blick auf die Entwicklung von neuen Geschäftsfeldern. Abbildung 10 zeigt eine solche Matrix und weist exemplarisch Fragen auf, die eine Unternehmerfamilie sich stellen kann, um die interne und externe Positionierung des Unternehmens besser zu verstehen. In unserem Kontext ist die SWOT-Analyse enorm hilfreich für die Status quo Analyse des Risikos. Dabei sollte berücksichtigt werden, dass die Dimension Bedrohung (Threat) typischerweise nur Faktoren und Entwicklungen im Umfeld oder im Marktgeschehen eines Unternehmens, aus denen Nachteile oder Gefahren entstehen können, beinhaltet (z. B. gesetzliche Änderungen, Veränderungen der Wechselkurse, neue Konkurrenten). Nicht weniger wichtig ist es aber, gerade für Familienunternehmen, Schwächen im Kontext des eigenen Unternehmens zu erfassen, zu bewerten und als Risikofaktor in die Strategie mit einzuberechnen.

	Positiv	Negativ
Intern	**Stärken** ▪ Was können wir besser als andere? ▪ Wofür werden wir von unseren Kunden gelobt? ▪ Wo sind unsere Vorteile?	**Schwächen** ▪ Wo liegen unsere Schwächen? ▪ Worin sind andere besser? ▪ Wofür erhalten wir Kritik?
Extern	**Chancen** ▪ Wo bieten sich Möglichkeiten? ▪ Welche innovativen Trends gibt es? ▪ Was sind unsere Zukunftschancen?	**Bedrohung** ▪ Gibt es neue Geschäftsmodelle? ▪ Wie entwickelt sich der Wettbewerb? ▪ Wie verändert sich unser Umfeld?

Abbildung 10: SWOT-Analyse

Porter's Five Forces: Eines der bekanntesten Werkzeuge im strategischen Management sind Porter's Five Forces. Dieses Werkzeug dient der Bestimmung der Attraktivität einer Branche und somit dem Potenzial, Gewinne abzuschöpfen. Hierzu werden fünf Komponenten der Branchenstruktur analysiert (siehe Abbildung 11): Verhandlungsmacht der Lieferanten, Verhandlungsmacht der Kunden, Bedrohung durch neue Konkurrenten, Bedrohung durch Ersatzprodukte und Wettbewerbsintensität innerhalb der Branche. Die fünf Aspekte, die durch die Branchenstrukturanalyse identifiziert wurden, müssen für das betreffende Unternehmen bewertet werden, um die Gesamtrisikoposition besser zu verstehen. Hierbei ist anzumerken, dass sich dieses Werkzeug im Gegensatz zur SWOT-Analyse nur auf externe Risiken fokussiert und jene Risikofaktoren, die innerhalb des Unternehmens oder der Unternehmerfamilie entstehen, vernachlässigt. Übrigens wird die Analyse heut zutage gerne um eine „sixth force", dem Komponenten Umfeld, ergänzt: Denn das jeweilige Umfeld im Sinne von z. B. der Regulatorik wie in der Pharmabranche kann entscheidende zusätzliche Risiko-Aspekte umfassen.

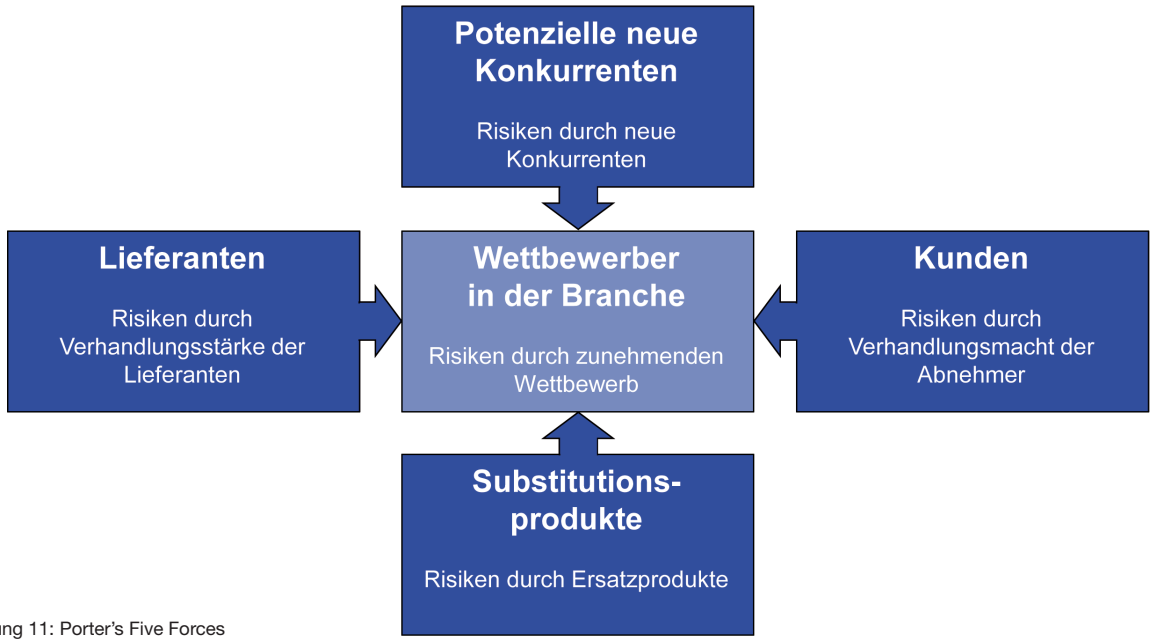

Abbildung 11: Porter's Five Forces

ABC-Analyse: Die ABC-Analyse hilft bei der Prioritätensetzung. Kunden, Produkte oder Komponenten, die das Unternehmen einkauft, werden nach ihrer Bedeutung für das Unternehmen sortiert und nach Wichtigkeit klassifiziert. Somit ergeben sich die drei Klassen A (sehr wichtig), B (wichtig) und C (weniger wichtig). Die ABC-Analyse ist somit ein wichtiges Hilfsmittel, um das Wesentliche vom Unwesentlichen zu unterscheiden. Abbildung 12 zeigt ein Beispiel einer ABC-Analyse, bei der ein Unternehmen seine Kunden anhand des mit dem jeweiligen Kunden realisierten Umsatzes in die drei Klassen kategorisiert. Dabei können je nach Kontext die Kriterien für die Einteilung in die Klassen frei gewählt werden – die beispielhafte Kategorisierung in „A-Kunden = kumuliert über 50 %“ und „B-Kunden = kumuliert mit A-Kunden über 80 %“ wird in der Praxis jedoch häufiger verwendet. Die ABC-Analyse kann man auch zur Bewertung von Risiken heranziehen. So könnte man alle bekannten Risikofälle (z. B. Niederlage eines Rechtsstreits, Ausfall eines Kunden, Produktrückruf, usw.) auflisten und jeweils die Wahrscheinlichkeit (z. B. 10 %) mit dem möglichen Schaden (z. B. 10 Mio. €) multiplizieren. Auf dieser Basis können Unternehmen dann die Risikofaktoren (genau wie die Kunden im Beispiel oben) in eine Rangfolge bringen und in die Kategorien A, B und C einteilen. Dies hilft bei der Priorisierung und bei der Festlegung von Verantwortlichkeiten. So ist es denkbar, dass z. B. in jeder Beirats-/Aufsichtsratssitzung alle A-Risiken und in jeder Vorstandssitzung alle A- und B-Risiken besprochen werden. Nach Erstellung der Rangfolge kann ein A-Risiko z. B. so definiert werden, dass, wenn alle A-Risiken zusammen eintreten, der dadurch entstandene Schaden das Unternehmen an den Rand des Bankrotts bringen würde.

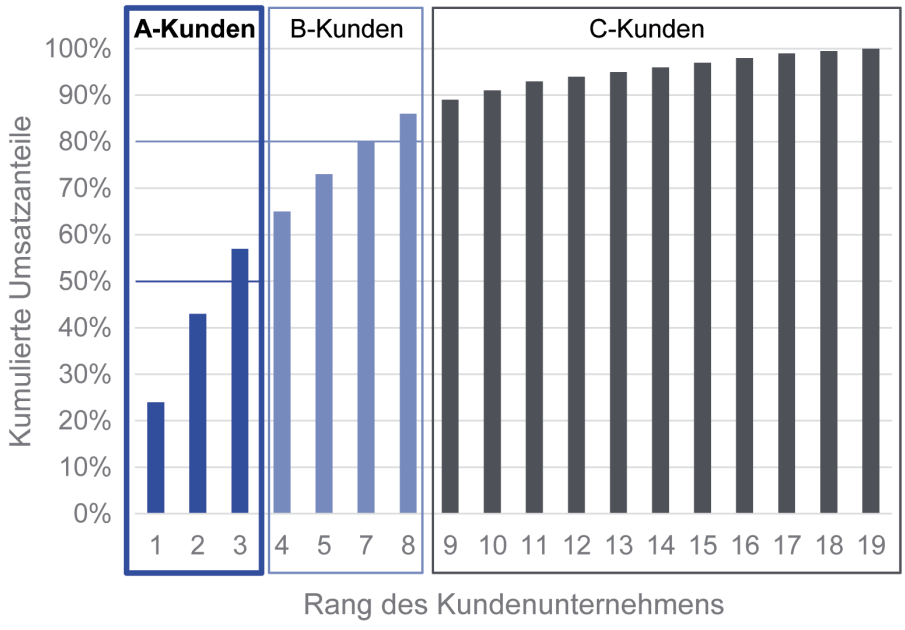

Abbildung 12: ABC-Analyse

Disruptionsanalyse: Disruptive Technologien unterbrechen die Erfolgsserie etablierter Technologien und Verfahren und verdrängen oder ersetzen diese in mehr oder wenig kurzer Zeit. Beispiele solcher Disruptionen sind Digitalkameras, Smartphones und 3D-Drucker, Innovationen wie Internetplattformen, Streamingdienste, Kryptowährungen oder auch Kompressionsformate wie MP3. Auch wenn diese Technologien anfangs noch qualitativ schlechter oder funktional spezieller sind, übertreffen sie nach einer kontinuierlichen Verbesserung von Qualität oder Funktion in der Regel ihre Vorgänger in bestimmten Aspekten. Alte Technologien werden ersetzt, was für die im Markt vorherrschenden Unternehmen zum Teil existenzbedrohende Folgen haben kann, wenn diese nicht auch in neue Technologien investieren und zu lange am Erfolg der bestehenden Produkte festhalten. Als Beispiele für solche Firmen sind Nokia (Handys), KODAK (Farbfilme) oder Blockbuster Inc. (Videoverleih) zu nennen. Für (Familien-)Unternehmen bedeutet dies, dass es von hoher Wichtigkeit ist, nicht nur aktuelle Entwicklungen im Markt zu beobachten, das entsprechende Disruptionsrisiko einzuschätzen und darauf zu reagieren, sondern auch selbst immer wieder durch Innovation die eigenen Produkte nicht nur inkrementell, sondern auch radikal zu verbessern (König, Kammerlander & Enders, 2013). Darüber hinaus sollte das eigene Geschäftsmodell regelmäßig kritisch hinterfragt werden und nach neuen Möglichkeiten unter Einbeziehung neuer Technologien gesucht werden.

Exkurs – KODAK: Noch vor wenigen Jahrzehnten galt KODAK als Inbegriff für Foto und Film. Das Unternehmen erfand den Fotofilm, die schnell austauschbare Kleinbild-Kartusche und machte das Fotografieren mit der Ein-Dollar-Kamera „Brownie“ vielen Menschen zugänglich. Doch der Fall KODAK zeigt auch, dass ein Unternehmen nicht nur finanzielle Risiken, sondern auch strategische Risiken wie die Disruption des Marktes analysieren muss. Obwohl KODAK schon 1975, lange vor allen Rivalen, die erste Digitalkamera entwickelt hatte, entschied sich das Management gegen die Umstellung auf Digitalfotografie und hielt aus Rücksicht auf aktuelle Gewinne weiter am traditionellen Fotogeschäft fest. Somit verpasste der Konzern die Chance zur Marktpositionierung mit Digitalkameras. Spätere Eintrittsversuche in den Markt scheiterten aufgrund des zu großen Rückstands zu der mittlerweile explosiven Entwicklung der Digitaltechnik. 2012 musste das börsennotierte Unternehmen schließlich Insolvenz anmelden.[3] Der Fall KODAK ist übrigens häufig im Hinterkopf, wenn Unternehmer oder Manager betonen, dass sie lieber selbst ihre Produkte kannibalisieren als die Kannibalisierung anderen zu überlassen. Ein klassisches Beispiel hierfür ist die Firma Apple. In seiner Biografie über Apple Gründer Steve Jobs schreibt Walter Isaacson:

„Eine der Geschäftsregeln von Jobs war es, keine Angst davor zu haben, sich selbst zu kannibalisieren. ‘Wenn du dich nicht selbst kannibalisiert, wird es jemand anderes tun’, sagte er. Obwohl also ein iPhone die Verkäufe eines iPods kannibalisieren könnte, oder ein iPad die Verkäufe eines Laptops kannibalisieren könnte, hat ihn das nicht abgeschreckt.“[4]

[3] Handelsblatt (2012). Kodak stellt Insolvenzantrag.
[4] Isaacson, W. (2011). Steve Jobs. New York: Simon & Schuster

Megatrendanalyse: Megatrends sind langfristige und fundamentale Entwicklungen, die weltweit und für alle Bereiche von Gesellschaft und Wirtschaft prägend sind. Dies wird am besten am Beispiel des Megatrends der Internetnutzung deutlich. Abbildung 13 zeigt den über viele Jahre anhaltenden dramatischen (exponentiellen) Anstieg der weltweiten Internetnutzer seit dem Jahr 2005. Dieser Megatrend hat unsere Arbeit (z. B. E-Mail) und unsere Freizeit (z. B. Streaming) massiv beeinflusst. Gleichzeitig hat dieser Megatrend die Entstehung von vollständig neuen Geschäftsmodellen (z. B. Google) und die noch andauernde Veränderung von anderen Geschäftsmodellen (z. B. E-Commerce versus stationärer Handel) möglich gemacht.

Grundsätzlich können die Veränderungskräfte von Megatrends ganze Gesellschaften umformen, denn sie verändern und durchdringen u. a. Technologien, Volkswirtschaften und Wertesysteme. Da ein Megatrend meistens eine Vielzahl verschiedener Einzeltrends vereint, können sie oft nicht scharf voneinander abgegrenzt werden, sondern vermischen sich miteinander. Einer der Think-Tanks der europäischen Trend- und Zukunftsforschung ist das im Jahr 1998 gegründete Zukunftsinstitut. Es geht in seiner Arbeit der Frage nach, welche Veränderungen – welche Trends und Megatrends – unsere Gegenwart prägen und welche Rückschlüsse sich daraus für die Zukunft von Wirtschaft und Gesellschaft schließen lassen.[5] Weitere Beispiele für Megatrends umfassen Globalisierung, Big Data, Individualisierung, Urbanisierung, New Work, Silver Society oder Konnektivität (bzw. Internet of Things).

Für (Familien-)Unternehmen bieten solche Megatrends viele Chancen. Jedoch sollten auch die Risiken im Kontext eines Megatrends berücksichtigt werden, da ein solcher Trend z. B. das Konsumverhalten einer ganzen Gesellschaft beeinflussen kann. Konkret können in Workshops Megatrends zunächst auf Basis von Vorlagen, die individuell angepasst werden sollten aufgelistet und anschließend priorisiert und analysiert werden. Dabei werden relevante Megatrends nach der Wahrscheinlichkeit und der potenziellen Veränderung für das jeweils existierende Geschäftsmodell eingeordnet.

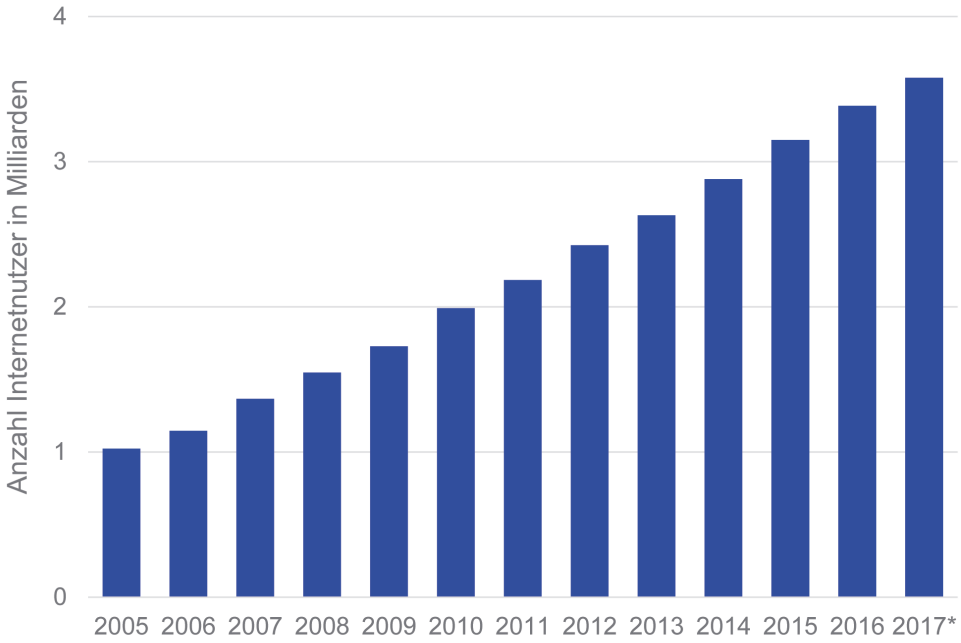

Abbildung 13: Anzahl der Internetnutzer weltweit in den Jahren 2005 bis 2016 sowie eine Schätzung für das Jahr 2017 (in Milliarden) [6]

[5] Zukunftsinstitut (2018). Aktuelles über Megatrends

[6] Internationale Fernmeldeunion (n.d.). Anzahl der Internetnutzer weltweit in den Jahren 2005 bis 2016 sowie eine Schätzung für das Jahr 2017 (in Millionen). In Statista - Das Statistik-Portal

Kennziffern zur Messung von Bankrott- und Schwankungsrisiko

Wie bereits angedeutet, gibt es kein „Kochrezept“ um mit einer einzigen Zahl das Risiko messen zu können. Es gibt jedoch eine Reihe von Kennzahlen, die zu den jeweiligen Analysen herangezogen werden können. Einige dieser Kennzahlen wurden bereits angesprochen – Abbildung 14 zeigt nun eine (sicherlich nicht vollständige) Übersicht der gängigen Kennzahlen als Indikatoren für das Bankrottrisiko und das Schwankungsrisiko.

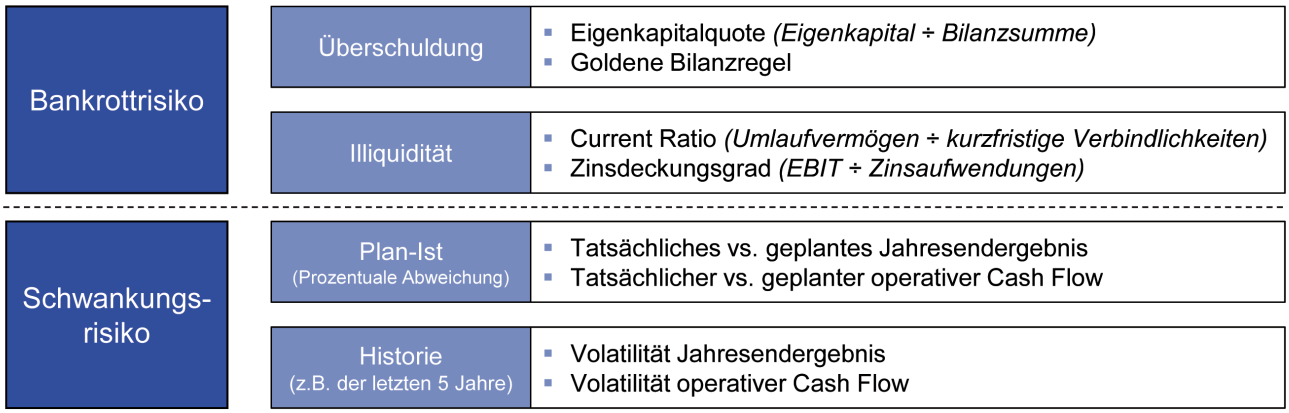

Abbildung 14: Beispielhafte Risikokennzahlen für beide Risikotypen

Bei Risikokennziffern zur Messung des Bankrottrisikos unterscheiden wir in Übereinstimmung mit der obenstehenden Definition des Bankrottrisikos zwischen Kennziffern der Überschuldung und Kennziffern der Illiquidität. Im Rahmen der Überschuldung sollten Unternehmen auf die Eigenkapitalquote und die goldene Bilanzregel achten, welche im Kapitel Risiko auf Segmentebene bereits eingeführt und erläutert worden sind.

Kennziffern zur Beurteilung der Illiquidität stellen z. B. die Current Ratio (auch Liquidität 3. Grades) oder der Zinsdeckungsgrad dar. Die Current Ratio beschreibt das Verhältnis von Umlaufvermögen (liquide Mittel, Vorräte, Wertpapiere, Forderungen) zu kurzfristigen Verbindlichkeiten. Ist die Current Ratio kleiner als 1, dann werden Teile der kurzfristigen Verbindlichkeiten nicht durch das Umlaufvermögen gedeckt. Der Current Ratio Wert sollte deshalb größer als 1 sein. Da im Umlaufvermögen bestimmte Bestandteile vielleicht nicht innerhalb eines Jahres umgesetzt werden können und eventuell Forderungen aufgrund der Zahlungsunfähigkeit der Schuldner nicht eingebracht werden können, sollte ein Unternehmen zur Sicherheit eine Current Ratio von 2 anstreben.

Der Zinsdeckungsgrad ist das Verhältnis des operativen Gewinns (EBIT) zu den Zinsaufwendungen eines Unternehmens. Er gibt Auskunft darüber, wie gut das Unternehmen in der Lage ist, seine Zinsen zu bedienen. Je höher der Zinsdeckungsgrad ist, umso leichter können die Zinsen aus dem im operativen Gewinn erwirtschafteten Ergebnis bezahlt werden. Ein Zinsdeckungsgrad unter 1 ist problematisch, da dann das Unternehmen Zinszahlungen für Kredite nicht aus dem operativen Geschäft tätigen kann. Analog zur Current Ratio sollte ein Unternehmen auch beim Zinsdeckungsgrad einen Wert deutlich größer als 1 anstreben.

Kennziffern zur Beurteilung des Schwankungsrisikos betreffen entweder die Abweichung zwischen geplanten („Plan“) und tatsächlichen („Ist“) Ergebnissen oder die Volatilität (gemessen anhand der Standardabweichung) von einzelnen Ergebniskennzahlen (z. B. Gewinn bzw. operativer Cash Flow) der letzten Jahre. Eine hohe prozentuale Abweichung (z. B. 5 %; durch das jeweilige Unternehmen zu definieren) des Ist Zustand vom Plan Zustand bedeutet, dass entweder der interne Planungsprozess optimiert werden muss, oder dass die Industrie stark durch externe Effekte (außerhalb der Kontrolle des Unternehmens) geprägt ist. Wenn diese Abweichungen für alle Segmente (bzw. für das einzige Segment einer Firma) gelten, dann sollten insbesondere Unternehmerfamilien dies als Warnsignal ernst nehmen. Denn dann kann ein Schwankungsrisiko ohne ausreichende finanzielle Polster auch schnell zu einem Bankrottrisiko werden. In jedem Fall sollten die Ursachen einer größeren Abweichung sorgfältig analysiert und in den

zukünftigen Planungsprozessen eingebaut werden. Auch eine hohe Standardabweichung von betriebswirtschaftlichen Kennzahlen der letzten Jahre ist ein Indikator für ein hohes Schwankungsrisiko. Wenn z. B. der operative Cash Flow von einem auf das andere Jahr mal 10 % fällt und mal 10 % steigt, dann sollte sich das Unternehmen verstärkt mit den bereits vorgestellten Stresstests auseinandersetzen, um mögliche Konsequenzen zu antizipieren. Die konkrete Berechnung der Standardabweichung kann z. B. mit einer üblichen Tabellenkalkulation leicht erfolgen. Dafür werden lediglich die z. B. 5 Zahlen des operativen Cash Flow in den letzten 5 Jahren benötigt. Man berechnet dann jeweils die prozentuale Veränderung von einem Jahr auf das andere und wendet dann auf diese Veränderung die Formel für die Standardabweichung in der jeweiligen Tabellenkalkulation an.

Generell ist festzuhalten, dass die errechneten Zahlen im Rahmen einer Status quo Analyse nach mindestens drei Fragestellungen geprüft werden müssen. Dies möchten wir exemplarisch am Beispiel der Eigenkapitalquote diskutieren. Wenn diese Quote z. B. bei 10 % liegt, so würden wir fragen:

Erstens: Liegt diese Quote unter der der Vorjahre? Wenn ja – warum hat sich die Quote verschlechtert? Gab es einen Verlust, der das Eigenkapital aufgezehrt hat? Oder ist das Eigenkapital langsamer gewachsen als das Fremdkapital (z. B. getrieben durch hohe Investitionen)? Wenn das Eigenkapital gestiegen ist, könnte ggf. die Frage aufkommen, ob aus der holistischen Risikobetrachtung aller drei Ebenen dieses Eigenkapital anteilig aus dem Unternehmen ausgeschüttet und anderweitig investiert werden sollte.

Zweitens: Liegt die Quote unterhalb (bei anderen Kennzahlen oberhalb) einer Hürde, die von Stakeholdern (z. B. Banken) erwartet wird? Im Falle der Eigenkapitalquote werden viele Stakeholder bei einem Wert von 10 % misstrauisch bzw. skeptisch beim Blick auf die Zukunftsfähigkeit der Firma. Im Extremfall kann es sogar zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung kommen: Wenn z. B. Zulieferer denken, dass die Firma wegen der geringen Eigenkapitalquote bald bankrottgehen wird, dann werden sie Produkte nur noch auf Vorkasse liefern wollen. Dies kann zu einem Wettbewerbsnachteil führen, der in letzter Konsequenz zum tatsächlichen Bankrott beitragen kann (z. B. im Fall der Drogeriemarktkette Schlecker[7]).

Drittens: Liegt die Quote unterhalb der (geschätzten) Werte von Wettbewerbern oder Firmen in vergleichbaren Industrien? Wenn ja – ist dies ein Zeichen von Schwäche bzw. ist das ein Nachteil für die eigene Firma? Konkret ist davon auszugehen, dass BMW und Daimler jeweils ihre Finanzkennziffern miteinander und auch mit anderen Automobilherstellern vergleichen. Allerdings ist gerade bei den häufig so spezialisierten Hidden Champion Familienunternehmen die Identifikation eines vergleichbaren Unternehmens durchaus komplex. Der Vergleich mit Unternehmen aus verwandten Industrien ist dann in Regel möglich, aber der Erkenntnisgewinn entsprechend eingeschränkt. Abbildung 15 fasst die von diesen Fragestellungen getriebenen Analyseansätze sowie deren jeweilige Probleme zusammen.

Abbildung 15: Unterschiedliche Analyseansätze und Probleme

[7] Frankfurter Allgemeine Zeitung (2012). Anton Schlecker. Wie dem Drogeriekönig sein Reich entglitt.

Optionen im Kontext des Risikomanagements

Das individuell identifizierte Risiko kann auf verschiedenste Weise gesenkt werden. Dabei sollte die Unternehmerfamilie immer die drei Ebenen im Hinterkopf behalten und überlegen, durch welche Maßnahmen das Risiko auf welcher Ebene gesenkt werden kann. Abbildung 16 gibt einen Überblick über mögliche Optionen der Risikosenkung pro Ebene. Die entsprechenden Optionen werden im Folgenden in der Reihenfolge von unten nach oben, mit der Segmentebene beginnend, vorgestellt. Denn z. B. die Frage, wie stark die Unternehmerfamilie ihr Vermögen an das Unternehmen binden sollte, oder ob es Möglichkeiten gibt, die finanzielle Abhängigkeit zu verringern, hängt entscheidend von den Herausforderungen und Ansätzen auf den unteren Ebenen ab. Jedoch gibt es auch übergreifende Themen wie Emanzipation, Diversifikation oder strategische Risikopositionierung, welche nicht eindeutig einem Thema bzw. einer Ebene zugeordnet werden können.

Optionsraum 1: Risikosenkung auf der Segmentebene

Im Folgenden werden die Optionen auf der Segmentebene zur Senkung des Absatzrisikos, Beschaffungsrisikos und weiterer Risiken der internen Abläufe eines Unternehmens vorgestellt. Ein Absatzrisiko ist eine Ungewissheit, ob, in welcher Menge und zu welchem Preis die Erzeugnisse eines Unternehmens nach der Fertigstellung am Markt absetzbar sind. Durch eine flexible Ausgestaltung von Kosten oder der Vertriebsart kann sich das Unternehmen an Änderungen im Marktumfeld anpassen und die negativen Auswirkungen von Absatzrisiken reduzieren.

Kostenflexibilisierung: Insbesondere, wenn ein Stresstest zeigt, dass schon kleine Absatzrückgänge einen enormen Effekt auf den Gewinn haben würden, sollte über Kostenflexibilisierung nachgedacht werden. Ein solches Stresstest-Ergebnis weist nämlich darauf hin, dass das Unternehmen nicht flexibel auf einen möglichen Umsatzeinbruch reagieren kann und ein Großteil der Kosten weiterhin unabhängig von der Absatzmenge anfällt.

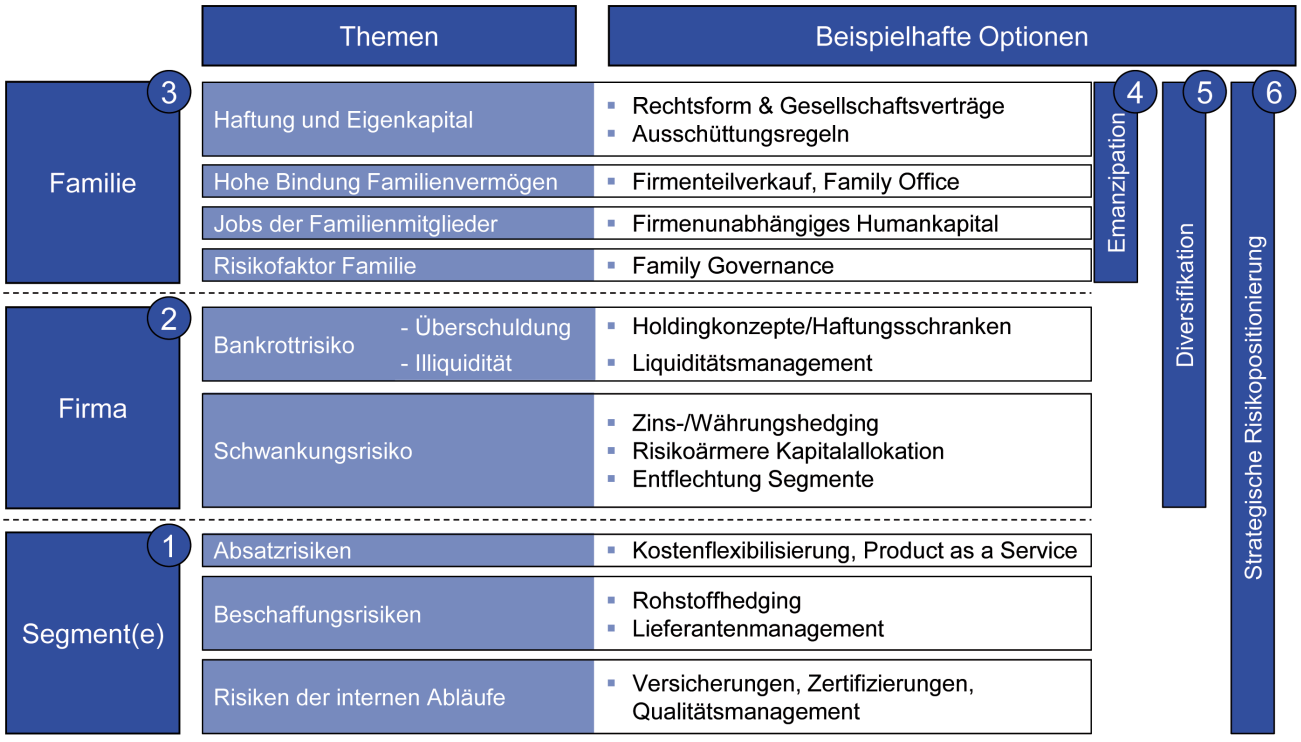

Abbildung 16: Die drei Ebenen mit ausgewählten Themen und beispielhaften Optionen

Um diesem Risiko vorzubeugen, kann es sinnvoll sein, verschiedene Fixkosten zu variablen Kosten umzustrukturieren und somit deren Höhe abhängig vom Umsatz zu gestalten. Ein klassisches Beispiel hierfür ist die Personalstruktur. Indem ein Teil der Belegschaft als Zeitarbeiter beschäftigt ist, kann das Unternehmen im Gegensatz zu den starren unbefristeten Verträgen die Anzahl an Mitarbeitern je nach Konjunktur erhöhen oder senken. So konnten viele deutsche Industrieunternehmen während der Finanzkrise 2008/2009 auf den Umsatzeinbruch reagieren und einen Gewinneinbruch abfedern. Dem gegenüber steht allerdings eine in Deutschland eher kritische Einstellung gegenüber Zeitarbeit, die gerade Familienunternehmen, welche typischerweise einen besonderen Wert auf Reputation und Stakeholderbeziehungen legen, berücksichtigen müssen. Darüber hinaus kann die Einstellung von Leiharbeitern das Unternehmensklima gefährden, da das Risiko einer Zwei-Klassen-Kultur innerhalb der Belegschaft erhöht wird und eine schwächere Bindung der Mitarbeiter an das Unternehmen in Kauf genommen wird. Auch spezifisches Wissen über die entsprechende Arbeit würde leichter verloren gehen, bzw. müsste immer wieder neu an die häufig wechselnden Leiharbeiter weitergegeben werden.

Eine weitere Möglichkeit zur Flexibilisierung von Fixkosten stellt das Outsourcing von Servicedienstleistungen dar. So können beispielsweise IT-Services von einem externen Dienstleister bezogen werden. Der Umfang der IT-Dienstleistungen kann viel schneller in beide Richtungen angepasst werden, wenn diese von einem externen Unternehmen angeboten werden. Ob und in welchem Umfang derartige Outsourcing-Maßnahmen Sinn machen, hängt sehr vom jeweiligen Unternehmen ab. So müssen sich Familienunternehmer unter anderem folgende Fragen stellen: Was sind die Kernkompetenzen unseres Unternehmens, jetzt und in Zukunft? (Kernkompetenzen sollten nicht ausgelagert werden). In welche Abhängigkeiten begeben wir uns im Falle eines Outsourcings? Welches bisher firmeninterne Wissen muss im Falle eines Outsourcings preisgegeben werden?

Exkurs – Risiko durch Fixkosten am Beispiel von Gerry Weber: Über viele Jahre galt Gerry Weber als ein wirtschaftlich erfolgreiches Familienunternehmen, das eine Börsennotierung mit Kontrolle und Management durch die Gründerfamilie gut verbunden hatte. Allerdings begann ab 2015 schrittweise eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation. Im Oktober 2018 gipfelte die dann substanzielle Krise von Gerry Weber im Rücktritt von Gerry Weber aus dem Aufsichtsrat und dem Rücktritt von Ralf Weber als CEO („Rettung in den Aufsichtsrat“).[8]

Was war geschehen? In den erfolgreichen Jahren wurde ein Großteil der Waren des Unternehmens über große Einzelhandelsketten vertrieben. Das Management stellte grundsätzlich zu Recht fest, dass der Vertrieb derselben Warenmenge über eigene Läden zu höheren Gewinnen führen würde, da die Marge der Einzelhändler entfallen würde. Es folgte ein rasanter Auf- bzw. Ausbau eines eigenen Filialnetzes. Die eigenen Läden stellten jedoch wegen der Ladenmieten und der Gehälter einen enormen Fixkostenblock dar. Als die Kollektionen von Gerry Weber einige Jahre hintereinander nicht mehr so gut bei den Kunden ankamen, sanken die Absätze und Umsätze deutlich schneller als die Kosten. Es resultierte eine wirtschaftliche Schieflage. Die Unternehmerfamilie Weber hatte sich also für eine Erhöhung des Risikos auf der Ebene der operativen Tätigkeiten entschieden und musste die Konsequenzen tragen. Dies ist besonders erstaunlich, da die Firma Gerry Weber vollständig auf Mode fixiert war (bzw. ist) und somit bereits auf Firmenebene ein vergleichsweise hohes Risiko vorlag. Gleichzeitig ist auch nicht bekannt, dass die Familie Weber ein substanzielles Vermögen außerhalb der Firma aufgebaut hätte, sodass wahrscheinlich ein hohes Risiko auf der Familienebene vorlag. Ein aktives Risikomanagement hätte die Gefahren der höheren Fixkosten also massiv hervorheben und bei der Entscheidung für das eigene Filialnetz einbringen müssen.

[8] Handelsblatt (2018). Eine Familie tritt zurück

Product as a Service: Unternehmen können ihre produktbasierten Geschäftsmodelle durch Services ausweiten und differenzieren. Kontinuierliche Dienstleistungen anstatt einer einmaligen Verkaufstransaktion stärken nicht nur die Kundenbeziehung, sondern führen auch zu regelmäßigen und gleichmäßigeren Umsätzen und damit zu einer Risikosenkung. So verkauft z. B. die Firma Hilti AG nicht nur Werkzeuge und Geräte direkt an ihre Kunden, überwiegend handwerkliche Betriebe, sondern bietet auch ein umfangreiches Gerätemanagement, einschließlich Wartung, Reparatur und Erneuerung aller Geräte für eine monatliche Gebühr an.[9] Der Kunde kann bei kurzfristigem Bedarf weitere Geräte mieten und bei einem Absatzrückgang das Volumen des Abonnements verringern. Für Hilti selbst vereinfachen die stetigen Umsätze die Finanzplanung, Kunden werden langfristig an das Unternehmen gebunden und bei einer negativen Marktentwicklung ist der Absatzrückgang weniger sprunghaft als der Verkauf von teuren Maschinen.

Das Beschaffungsrisiko beschreibt die Gefahr von Versorgungsengpässen oder Preiserhöhungen von zu beschaffenden Materialien. Ein Unternehmen kann sich gegen solche Gefahren z. B. durch Rohstoffhedging oder durch ein aktives Lieferantenmanagement absichern.

Rohstoffhedging: Wenn im Laufe der Status quo Analyse eine hohe Abhängigkeit von nicht beeinflussbaren Faktoren, wie schwankenden Rohstoffpreisen, festgestellt wurde, sollte ein Unternehmen über eine entsprechende Absicherung nachdenken. In diesem Kontext möchten wir betonen, dass der diskutierte Stresstest natürlich weiterentwickelt werden kann: Wenn z. B. die Rohstoffkosten (mit Menge und Preis) explizit in der Kostenplanung berücksichtigt werden, so kann der Stresstest auch die Auswirkung eines z. B. 10 %-igen Anstiegs der Rohstoffpreise auf Gewinn bzw. Eigenkapital simulieren (mit u. a. der Annahme, dass die Erhöhung der Rohstoffpreise nicht an die eigenen Kunden weitergegeben werden kann).
Das Ziel des Rohstoffhedgings ist die Verringerung von Preisrisiken beim Handel von Rohstoffen, da diese häufig starken Preisschwankungen unterliegen. Muss man zu einem bestimmten Zeitpunkt Waren einkaufen, z. B. für die Produktion, können die Ausgaben extrem schwanken. Je nachdem, ob man gerade zu einem guten Zeitpunkt (d. h. günstigen Preis) einkaufen kann oder nicht, entstehen unterschiedlich hohe Kosten. Das ist natürlich nicht im Sinne eines Unternehmens. Um Planungssicherheit zu gewinnen und Schwankungen von zukünftigen Cash Flows zu reduzieren, kauft man beim Hedging-Ansatz die Ware schon im Voraus zu einem festgelegten Preis. Dies erfolgt üblicherweise entweder durch einen entsprechenden Vertrag mit dem Lieferanten, oder aber durch ein Finanzprodukt, das an den Rohstoffpreis gekoppelt ist. Jede Preisschwankung nach Vertragsabschluss hat dann keinen Einfluss mehr auf den eigentlichen Einkauf, welcher in der Zukunft liegt. So kann man sich vor steigenden Preisen schützen und bezahlt am Ende die bereits vereinbarte Summe. Allerdings kann diese Risikoabsicherung im Extremfall sogar zu einem eigenen Risiko werden. Denn wenn man für ein Jahr im Voraus den Preis für einen wichtigen Rohstoff fixiert, die Wettbewerber dies nicht tun und dann die Preise fallen, so kann die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens entscheidend zurückgehen. Im Extremfall könnten Wettbewerber dann ihre Produkte zu Preisen unterhalb der eigenen Kosten anbieten. Einige erfolgreiche Familienunternehmen fixieren deshalb preislich immer nur einen Teil ihres Rohstoffbedarfs für das jeweils folgende Jahr.

Lieferantenmanagement: Eine weitere Option zur Senkung des Beschaffungsrisikos ist das Lieferantenmanagement, das heißt die strategische Steuerung der Lieferantenbeziehungen. Hierbei sollte das Unternehmen darauf achten, die Abhängigkeit von einzelnen Lieferanten zu reduzieren und die Verhandlungsmacht bei der Preissetzung der eingekauften Teile zu erhöhen. Ist ein Unternehmen dennoch auf einen einzelnen Lieferanten angewiesen, sollte es durch langfristige Verträge die Beschaffung über einen längeren Zeitraum zu einem festgelegten Preis sichern, um sich z. B. vor Preiserhöhungen durch Angebotsverknappung oder Nachfrageüberhang zu schützen. Im Falle einer solchen Abhängigkeit muss das Unternehmen auch die wirtschaftliche Situation des Lieferanten im Auge behalten, da sich ein Konkurs eines alleinigen Lieferanten direkt auf das eigene Unternehmen auswirkt und schnelles Handeln erfordert.

[9] Hilti Deutschland AG (2018). Unser Flottenmanagement

Unabhängig von Gefahren, welche durch Veränderungen im Umfeld des Unternehmens hervorgerufen werden, existieren auch Risiken, welche von internen Abläufen im Unternehmen selbst ausgehen. Zur Minimierung solcher Risiken kann ein Unternehmen auf Versicherungen sowie Zertifizierungen und Qualitätsmanagement zurückgreifen.

Versicherungen: Die Absicherung gegen ein Risiko kostet häufig Geld (weshalb die erwartete Rendite sinkt), kann jedoch u. a. wegen der höheren Planbarkeit sinnvoll sein. Besitzt das Unternehmen beispielsweise eine Fabrik im Wert von 100 Mio. € und die Wahrscheinlichkeit eines Brandes innerhalb eines Jahres beträgt 1 %, so beläuft sich der Erwartungswert der Fabrik auf 99 Mio. €. Allerdings ist die Unsicherheit recht hoch (ohne Brand 100 Mio. € versus mit Brand 0 Mio. €) und die fehlende Absicherung würde im Schadensfall zu enormen Verlusten führen. Will das Unternehmen die Fabrik nun gegen einen Brand versichern, muss es mit einer Prämie rechnen, die über 1 Mio. € liegt, da das Versicherungsunternehmen natürlich auch Gewinn machen möchte. Wenn die Versicherungsprämie dann beispielsweise 2 Mio. € beträgt, ist der Erwartungswert der Fabrik für das Unternehmen mit 98 Mio. € zwar geringer, aber dafür ist das Unternehmen gegen einen möglichen Schadensfall abgesichert (der Erwartungswert nur mit Blick auf „Brand“ versus „kein Brand“ liegt in diesem versicherten Fall jeweils bei 98 Mio. €).

Zertifizierungen und Qualitätsmanagement: Das Qualitätsmanagement umfasst alle organisatorischen Maßnahmen, die ein Unternehmen einsetzen kann, um die internen Prozesse sowie die Leistung des Unternehmens kontinuierlich zu verbessern. Durch eine Zertifizierung wird sichergestellt, dass das Unternehmen bestimmten, festgelegten Anforderungen entspricht (z. B. ISO-Normen). Die meisten Zertifizierungen haben eine begrenzte Gültigkeit. Nach Ablauf der Gültigkeit kann eine Re-Zertifizierung vorgenommen werden, um das Einhalten der Anforderungen einer Norm zu bestätigen. Durch ein erfolgreiches Qualitätsmanagement sowie durch Zertifizierungen kann das Unternehmen Fehler reduzieren und somit das Risiko von z. B. Produktmängeln minimieren. Zum Qualitätsmanagement gehört beispielsweise die kontinuierliche Überwachung der Produktionsprozesse, um mögliche Produktrückrufe oder daraus entstehende Reputationsschäden zu vermeiden. Gleichzeitig geht es aber auch darum, beispielsweise gesundheitliche Risiken der Mitarbeitenden und daraus folgende Ausfälle und mögliche Regressansprüche zu vermeiden. Zudem führen durchdachte interne Routinen und entsprechende Überwachungsmaßen dazu, das Risiko von Diebstahl und weiteren Delikten innerhalb des Unternehmens zu verringern, bzw. diese gegebenenfalls schnell zu identifizieren. Ein gutes und umfassendes Qualitätsmanagement schließt nicht nur die Wertschöpfungsaktivitäten innerhalb des Unternehmens ein, sondern wirft auch ein Auge auf die Zulieferer und die Fragestellung, ob diese sich an gängige Normen, Werte, Regularien und Gesetze halten.

Optionsraum 2: Risikosenkung auf der Firmenebene

Auf der Firmenebene sollten Unternehmen erneut zwischen Bankrottrisiko und Schwankungsrisiko unterscheiden. Zur Minimierung der Überschuldung, also einem Bestandteil des Bankrottrisikos, können Unternehmen auf Holding-Konzepte und Haftungsschranken zurückgreifen. Ein aktives Liquiditätsmanagement kann das Risiko der Illiquidität und somit auch das Bankrottrisiko reduzieren. Um das Schwankungsrisiko zu minimieren, stehen einem Unternehmen Optionen wie Zins-/Währungshedging, eine risikoärmere Kapitalallokation oder die Entflechtung der Segmente zur Verfügung.

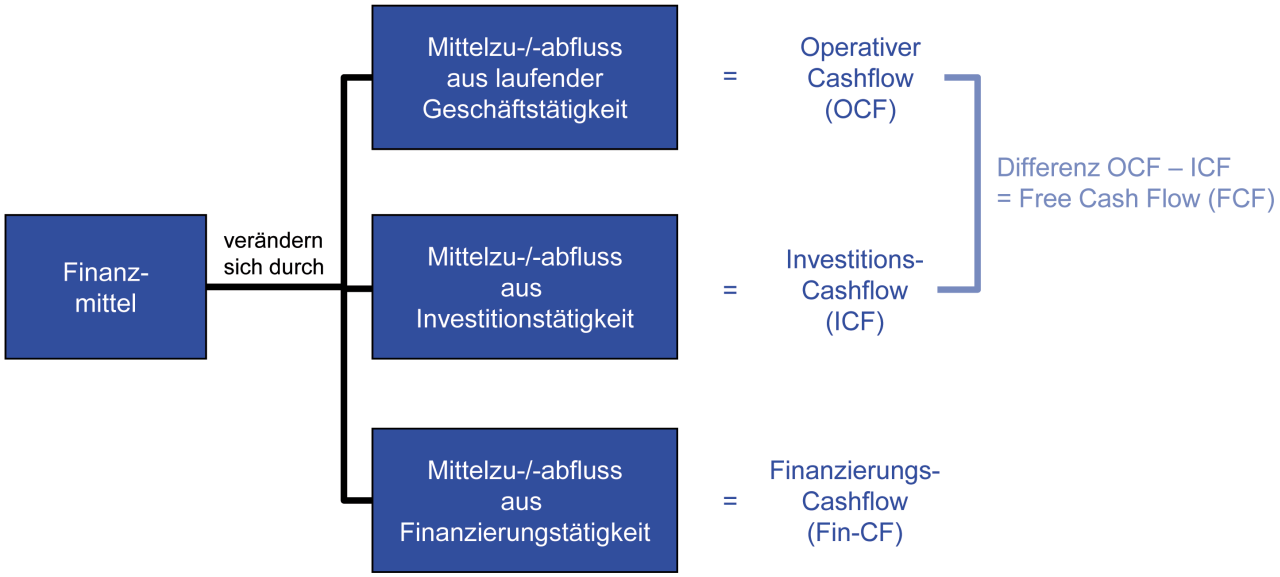

Abbildung 17: Übersicht der drei Typen von Zahlungsströmen

Holdingkonzepte/Haftungsschranken: Um das Risiko einer Überschuldung einzugrenzen, kann ein Unternehmen eine Holdingstruktur etablieren. Konkret bietet eine Holding den Vorteil, z. B. das Anlagevermögen vor dem Zugriff von Gläubigern zu schützen, indem einzelne Geschäftsbereiche in rechtlich eigenständige Betriebsgesellschaften überführt werden und sich Vermögenswerte wie Maschinen oder Immobilien nicht im Besitz der Betriebsgesellschaft befinden, sondern von einer Vermögensverwaltungsgesellschaft an die einzelnen Gesellschaften vermietet werden. Die Holding als Dachgesellschaft hält die Anteile an den Tochterunternehmen und besitzt Firmenname, Markenrechte oder Patente. Muss eine der rechtlich eigenständigen Betriebsgesellschaften Insolvenz anmelden, so ist der Schaden für die gesamte Unternehmensgruppe begrenzt. In diesem Kontext spricht man auch von Haftungsschranken zwischen den einzelnen Gesellschaften in der Unternehmensgruppe.

Liquiditätsmanagement: Liquidität und Cash Flow sind für den Unternehmenserfolg und das langfristige Überleben eines Betriebs entscheidend. Deshalb ist es wichtig, Fälligkeiten und Zahlungseingänge immer im Blick zu haben und aktiv zu steuern, um dem Risiko der kurzfristigen Zahlungsunfähigkeit vorzubeugen. Dabei gilt es, sowohl langfristige als auch kurzfristige Verpflichtungen zu berücksichtigen, regelmäßige wie auch einmalige.
Wir unterscheiden drei Typen von Zahlungsströmen bzw. Cash Flows. Erstens gibt es operative Cash Flows, die z. B. Zahlungseingänge nach Produktverkäufen und Zahlungsausgänge für z. B. Rohstoffe und Gehälter darstellen. Zweitens gibt es investive Cash Flow, also z. B. Zahlungsausgänge für den Kauf von Maschinen oder ähnlichen Aktiva. Drittens gibt es finanzielle Cash Flows, also z. B. Zahlungseingänge bei Kreditaufnahme und z. B. Zahlungsausgänge für Zinsen bzw. Tilgungen. Bei einem typischen etablierten und gesunden Unternehmen ist der operative Cash Flow positiv (Umsatz größer entsprechende Kosten), der investive Cash Flow negativ (für den Kauf von Maschinen) und der operative Cash Flow größer als der investive Cash Flow (anders z. B. bei hohem erwarteten Wachstum). Die Differenz aus operativem und investivem Cash Flow ist der sogenannte Free Cash Flow, der den Kapitalgebern zufließen könnte – also im Sinne von Zinsen/Tilgung für Fremdkapitalgeber und Ausschüttungen/Dividenden für die Eigenkapitalgeber. Es ist also kein Zufall, dass dieser Free Cash Flow häufig zur Ermittlung des Firmenwertes herangezogen wird. Für die Zahlungen an Fremdkapitalgeber gibt es vertragliche Verpflichtungen (im Gegensatz zu den Zahlungen an Eigenkapitalgeber), sodass diese besonders im Fokus des Risikomanagements stehen sollten. Die zentrale Frage ist: Können wir (mit welcher Wahrscheinlichkeit) die Zahlungen an Fremdkapitalgeber im Planungshorizont (z. B. 5 Jahre) aus dem Free Cash Flow leisten? Wenn dies für eines der folgenden Jahre voraussichtlich nicht der Fall ist, so ist dies nicht sofort kritisch, aber doch genauer zu analysieren. Denn es stellt sich dann insbesondere die Frage, ob weiteres Kapital im entsprechenden Jahr oder davor dem Unternehmen zugeführt werden kann und muss. Abbildung 17 bietet eine Übersicht über die verschiedenen Arten von Zahlungsströmen sowie die Berechnung des Free Cash Flows.

Das Unternehmen sollte hierzu fortlaufend über eine Übersicht aller Geldströme, die in das Unternehmen fließen und es wieder verlassen, verfügen. Wichtig ist: Es geht hierbei ausschließlich um wirkliche Zahlungseingänge und -ausgänge, nicht um kalkulatorische Einnahmen und Ausgaben. Abbildung 18 zeigt eine solche (stark vereinfachte) Übersicht. Schnell ist zu erkennen, dass die Tilgung des Kredites im dritten Jahr nicht durch den geplanten Free Cash Flow abgedeckt werden kann. Dies ist nicht notwendigerweise kritisch, aber wahrscheinlich ein Anlass zeitnah mit Kapitalgebern über eine Anschlussfinanzierung oder andere Optionen (z. B. Verkauf und Rückmietung eines Firmengebäudes) zu sprechen.

Zur aktiven Steuerung der Liquidität sollten gerade in Perioden mit eher geringer Liquidität Zahlungsziele voll ausgenutzt werden. Bis heute gibt es viele Familienunternehmen, die ihre Rechnungen sofort nach Rechnungseingang begleichen. Dies ist eine klare Geldverschwendung! Denn häufig gibt es ein Zahlungsziel von z. B. 30 oder sogar 90 Tagen. Statt die Rechnung direkt zu begleichen, könnte das Unternehmen für den entsprechenden Zeitraum eine Finanzverbindlichkeit zurückzahlen (bzw. entsprechend weniger aufnehmen) und sich die Zinsen sparen. Dies ist kein einmaliger kleiner Effekt, sondern ein relevanter und dauerhafter Effekt, da entsprechend mit allen Rechnungen in der Zukunft umgegangen werden kann. Bietet der Vertragspartner jedoch Skonti (z. B. 2 %), sollte ein Unternehmen dies ernsthaft in Erwägung ziehen, denn auch wenn die angebotenen Nachlässe auch erstmal nach wenig klingen, summieren sich die Skonti auf und bedeuten eine nicht zu unterschätzende Ersparnis. Außerdem sollten Unternehmen regelmäßig die Bonität ihrer Kunden überprüfen, um eventuelle Zahlungsausfälle von Kundenseite in der Liquiditätsplanung zu berücksichtigen.

Auf die folgenden drei beispielhaften Optionen können (Familien-)Unternehmen zur Reduzierung des Schwankungsrisikos zurückgreifen.

Zins- und Währungshedging: Analog zum Rohstoffhedging gibt es auch Absicherungen gegen sich verändernde Zinsen oder Wechselkurse. Beim Hedging werden Risiken auf einen Kontrahenten (Vertragspartner ist meist eine Bank) übertragen, der entweder das Risiko aus spekulativen Motiven übernimmt oder ein entgegengesetztes Risiko abzusichern versucht. Eingesetzte Instrumente sind z. B. Financial Futures (Finanzterminkontrakte), Caps (Festlegen einer Zinsobergrenze) oder Optionen. Zwar wird durch gelungenes Hedging das Risiko gemindert und die Planungssicherheit erhöht, gleichzeitig sinken jedoch auch die Renditechancen, wenn sich das Umfeld günstiger als erwartet entwickelt. Ob eine Absicherung eines Geschäftes durch Hedging sinnvoll ist, muss deshalb von Fall zu Fall entschieden werden.

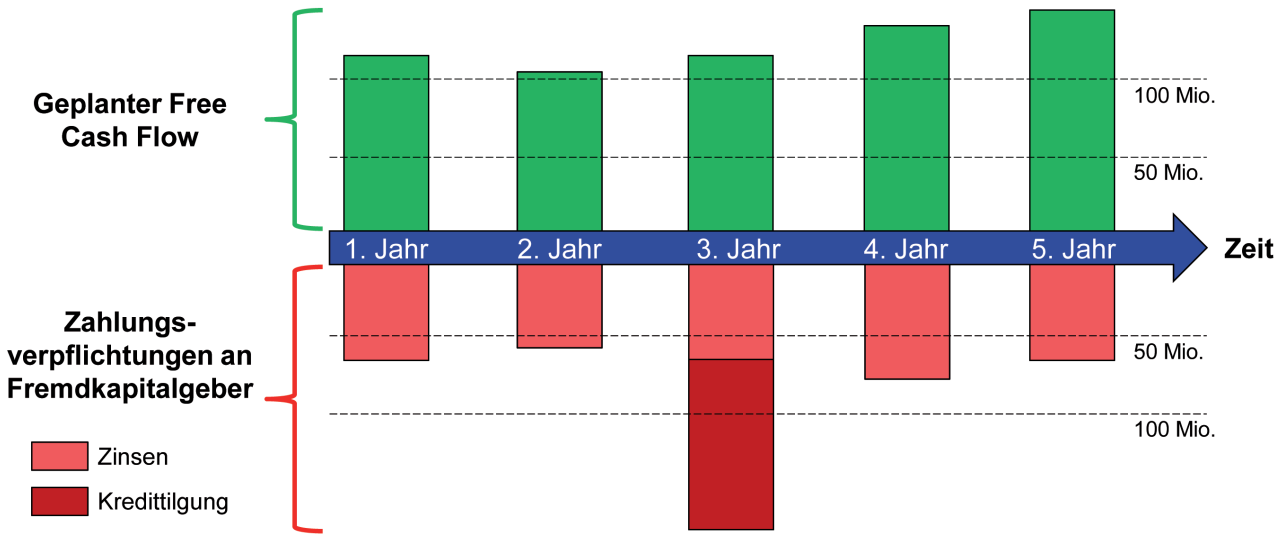

Abbildung 18: Übersicht der Zahlungsverpflichtungen und geplanten Free Cash Flows

Risikoärmere Kapitalallokation: Eine entscheidende Aufgabe des Vorstands bzw. der Geschäftsführung ist die Allokation von Kapital auf unterschiedliche Geschäftsbereiche, unterschiedliche Landesgesellschaften oder konkrete Investitionsprojekte. Typischerweise stellen in größeren Unternehmen die verantwortlichen Manager einen Investitionsantrag und unterfüttern diesen mit einem Business Plan. Im Vordergrund der Freigabe-Diskussion mit dem Vorstand bzw. der Geschäftsführung stehen dann häufig die Amortisationsdauer bzw. der interne Zinsfuß, d. h. die Rentabilität der jeweiligen Investition. In diesen Prozessen kann die Geschäftsführung bzw. der Vorstand die Bedeutung von Risiko hervorheben, von den Antragstellern eine ausführliche Einschätzung einfordern und bei der finalen Entscheidung zwischen z. B. zwei Projekten sowohl erwartete Rendite als auch geschätztes Risiko berücksichtigen. In diesem Zusammenhang muss jede Firma bzw. jede Unternehmerfamilie auch für sich beantworten wie das „Umrechnungsverhältnis“ von Risiko und Rendite ist. Ist also z. B. ein Projekt mit 10 % erwarteter Rendite und 10 %-tiger Wahrscheinlichkeit eines Totalverlustes besser als ein Projekt mit 5 % erwarteter Rendite und 5 %-tiger Wahrscheinlichkeit eines Totalverlustes?

Entflechtung Segmente: Einige Unternehmerfamilien denken, dass sie das unternehmerische Risiko ausreichend gestreut hätten, weil sie mehrere Segmente im Unternehmen besitzen. Allerdings kann der risikosenkende Effekt von mehreren Segmenten leicht eingeschränkt sein. Denn wenn ein Unternehmen z. B. nur Gasturbinen und Kraftwerke baut (Siemens macht dies, allerdings zusätzlich zu anderen Segmenten), dann führt ein Absatzrückgang im Bereich Kraftwerke typischerweise zu einem Rückgang des Geschäfts mit Gasturbinen, da diese in Kraftwerken eingesetzt werden. Es kann durchaus Vorteile haben (z. B. technische Spezifikationen), wenn die unterschiedlichen Segmente einander beliefern. Aus der Risikoperspektive ist jedoch zu prüfen, ob die Segmente nicht stärker entflochten werden können. Im obigen Beispiel würde dies bedeuten, dass die für Gasturbinen zuständigen Manager frühzeitig aufgefordert werden (und dafür Anreize erhalten), den Umsatzanteil außerhalb des eigenen Unternehmens zu erhöhen.

Optionsraum 3: Risikosenkung auf der Familienebene

Auf der Ebene der Familie beziehen sich die Optionen zur Risikosenkung auf die Themen Haftung und Kapital sowie Jobsicherheit für Familienmitglieder und Familie als Risikofaktor im Allgemeinen. Ein Unternehmen sollte erstens Optionen wie die Wahl der Rechtsform und die Ausgestaltung der Gesellschaftsverträge beachten. Durch Ausschüttungsregelungen kann das Risiko durch Kapitalentnahmen reduziert werden. Außerdem kann eine hohe Bindung des Familienvermögens durch einen Firmen-Teilverkauf oder ein Family Office abgeschwächt werden. Firmenunabhängiges Humankapital reduziert die Abhängigkeit der Arbeitsplätze der Familie von dem Unternehmen und eine Family Governance kann dafür sorgen, dass die Familie selbst keinen Faktor darstellt, welcher das Risiko des Unternehmens erhöht.

Rechtsformen und Gesellschaftsverträge: Die Haftung spielt bei der Wahl einer Rechtsform eine ausschlaggebende Rolle. Generell gilt, dass bei Personengesellschaften (GbR, OHG, als Komplementärin einer KG) die Gesellschafter in der Regel unbeschränkt mit ihrem Privatvermögen haften. Bei Kapitalgesellschaften (GmbH, AG, SE) bleibt die persönliche (vertragliche) Haftung auf den Kapitalanteil beschränkt. Durch einen Zusammenschluss unterschiedlicher Gesellschaften kann jedoch auch z. B. durch eine GmbH & Co. KG eine Personengesellschaft die Haftung auf eine juristische Person übertragen (nämlich die GmbH), sodass de facto keine unbeschränkte Haftung mit dem Privatvermögen besteht. Jedoch ist zu berücksichtigen, dass durch vertraglich festgelegte Nachschusspflichten auch in Kapitalgesellschaften eine Zahlung aus dem Privatvermögen in das Unternehmen erforderlich werden kann. So können z. B. die Gesellschafter einer GmbH in ihrer Satzung festlegen, dass jeder Gesellschafter in einer wirtschaftlich prekären Lage des Unternehmens einen vorher vereinbarten Betrag (meist abhängig von der Höhe der jeweiligen Einlage) in das Unternehmen einzahlt.

Ausschüttungsregeln: Ausschüttungen sind stets auch aus einer Risikoperspektive zu betrachten. Denn jede Ausschüttung senkt das Eigenkapital des Unternehmens und erhöht damit das Bankrottrisiko im Sinne der Überschuldung. Gleichzeitig wird der Anteil des Familienvermögens außerhalb der Firma erhöht, sodass der Extremfall eines Bankrotts zumindest etwas weniger schmerzlich wäre. Es ist also nicht überraschend (nicht nur aus den genannten Gründen), dass viele Unternehmerfamilien jedes Jahr emotionale und zum Teil erbitterte Diskussionen um die Ausschüttungen führen. Deshalb haben viele erfolgreiche Unternehmerfamilien Ausschüttungsregeln etabliert wie z. B.: „30 % des Nachsteuerergebnis werden jedes Jahr an die Anteilseigner ausgeschüttet." Eine tiefer gehende Diskussion in diesem Kontext finden Sie auch in der Sektion „Familien-Faktoren, die das Risiko des Familienunternehmens erhöhen oder senken".

Firmenteilverkauf & Family Office: Es ist inzwischen keine Seltenheit mehr, dass Unternehmerfamilien einen Teil des Unternehmens an Investoren verkaufen. Dabei kann sowohl im Rahmen einer Kapitalerhöhung dem Unternehmen zusätzliches Eigenkapital zugeführt werden (Risikosenkung auf der Firmenebene und indirekt auf der Familienebene), als auch im Rahmen einer Anteilsübertragung der Familie zusätzliches Kapital erlöst werden (Risikosenkung auf der Familienebene). Im Falle einer Anteilsübertragung von der Familie an die Investoren wird anschließend häufig ein sogenanntes (Single) Family Office gegründet. Unter einem Single Family Office verstehen wir eine Organisationseinheit (z. B. eine GmbH), die das Vermögen außerhalb des ursprünglichen Familienunternehmens für die Familie verwaltet und nur den Interessen der jeweiligen Familie verpflichtet ist (Bierl, Schickinger, Leitterstorf, & Kammerlander 2018). Das Vermögen wird dann typischerweise über verschiedene Assetklassen wie z. B. Immobilien, Anleihen und Aktien gestreut.

Firmenunabhängiges Humankapital: Das Risiko auf der Familienebene lässt sich auch senken, wenn Familienmitglieder ihr Humankapital außerhalb der ursprünglichen Firma stärken. Dazu gehört eine gute Ausbildung, Arbeitserfahrung in anderen Unternehmen sowie eine Vernetzung in der Unternehmenswelt z. B. durch Positionen in Aufsichtsgremien von anderen Unternehmen.

Family Governance: Bei der Family Governance handelt es sich um ein Regelwerk, welches das Verhältnis und Verhalten der Familie zum Unternehmen und vor allem untereinander klärt. Die Family Governance wird im Kapitel Rolle der Family Governance mit Blick auf das Risiko ausführlich diskutiert.

Optionsraum 4: Emanzipation

Unter dem Stichwort „Emanzipation" verstehen wir die grundsätzliche Zielsetzung, dass der wirtschaftliche Erfolg des Unternehmens nicht (mehr) über das finanzielle Wohlergehen der jeweiligen Familie entscheiden sollte. Dies umfasst durchaus eine Kombination der in der vorigen Sektion diskutierten Optionen. So kann insbesondere die persönliche Haftung begrenzt, das persönliche Vermögen breit investiert und die jeweilige berufliche Zukunft auch außerhalb des Unternehmens geprüft werden. Die entscheidende Fragestellung ist, ob die Familie auch im Extremfall eines Firmenbankrotts den jeweiligen Lebensstandard und die subjektive Lebensfreude aufrechterhalten kann oder nicht. Viele erfolgreiche Unternehmerfamilien sagen, dass dies nicht möglich bzw. nicht gewollt ist. In diesen Fällen ist eine Verstärkung des Risikomanagements innerhalb der Firma unbedingt zu prüfen. Andere erfolgreiche Unternehmerfamilie haben sich dagegen ganz bewusst für eine Emanzipation vom ursprünglichen Unternehmen entschieden. Diese Familien argumentieren, dass die eigene Identität als Unternehmerfamilie sowie die unternehmerischen Tätigkeiten ebenso gut außerhalb des ursprünglichen Unternehmens bewahrt werden können. Viele dieser Familien bauen über Zeit ein Portfolio von Direktbeteiligungen in verschiedenen mittelständischen Unternehmen auf.

Optionsraum 5: Diversifikation

Diversifikation (oder auch Diversifizierung) bedeutet grundsätzlich die Streuung von Vermögen oder Investitionen – häufig mit dem expliziten Ziel der Risikosenkung. Auf der Ebene des Familienvermögens bedeutet Diversifikation, dass ein größerer Anteil des Vermögens in andere Firmen (idealerweise andere Industrien und andere Länder) und in andere Assetklassen wie Immobilien, Anleihen oder Gold investiert wird. Auf der Ebene der Firma wird in der Literatur unterschieden zwischen der Länderdiversifikation (also Ausweitung des Geschäftes auf andere Länder) und der Produktdiversifikation (also zusätzliche Produkte oder unternehmerische Tätigkeiten).

Auf der Ebene des persönlichen Vermögens (bzw. das der Familie) werden in der Fachliteratur in erster Linie die positiven Effekte der Diversifikation betont. Viele zum Teil auch große Risiken sind firmenspezifisch (z. B. ein notwendiger Produktrückruf), industriespezifisch (z. B. eine verschärfte Regulierung) oder länderspezifisch (z. B. eine politische Krise). Der Eintritt eines solchen Risikofalls trifft das Vermögen natürlich geringer, wenn es über viele Firmen, Industrien und Länder verteilt ist. Ein Praktiker mag sich an die Binsenweisheit erinnern, dass man „nicht alle Eier in einen Korb legen soll“. Es lässt sich leicht durchrechnen wie unterschiedlich die Effekte auf das Vermögen je nach Diversifikation sind. So könnte man z. B. annehmen, dass ein Risikofall den Firmenwert halbiert. Wenn dann das gesamte Vermögen in einer Firma gebunden ist, würde sich auch das Vermögen halbieren. Wenn allerdings das Vermögen gleichmäßig auf 10 Firmen verteilt ist, würde ein solcher Risiko-Fall lediglich 5 % des Vermögens vernichten. Mithilfe dieser sehr simplen Rechnungen lässt sich auch argumentieren, dass Diversifikation einen sogenannten positiven, aber abnehmenden Grenznutzen mit Blick auf die Risikosenkung hat. So würde eine noch stärkere Diversifikation auf 20 Firmen bei Eintritt des Risikofalls den Schaden von 5 % auf 2,5 % senken – also ein weit weniger relevanter Effekt als die Senkung von 50 % auf 5 %. Dies wird in Abbildung 19 deutlich (analog zur Anzahl der Firmen in einem Portfolio kann hier auch das Risiko im Verhältnis zur Anzahl der Segmente eines Unternehmens betrachtet werden):

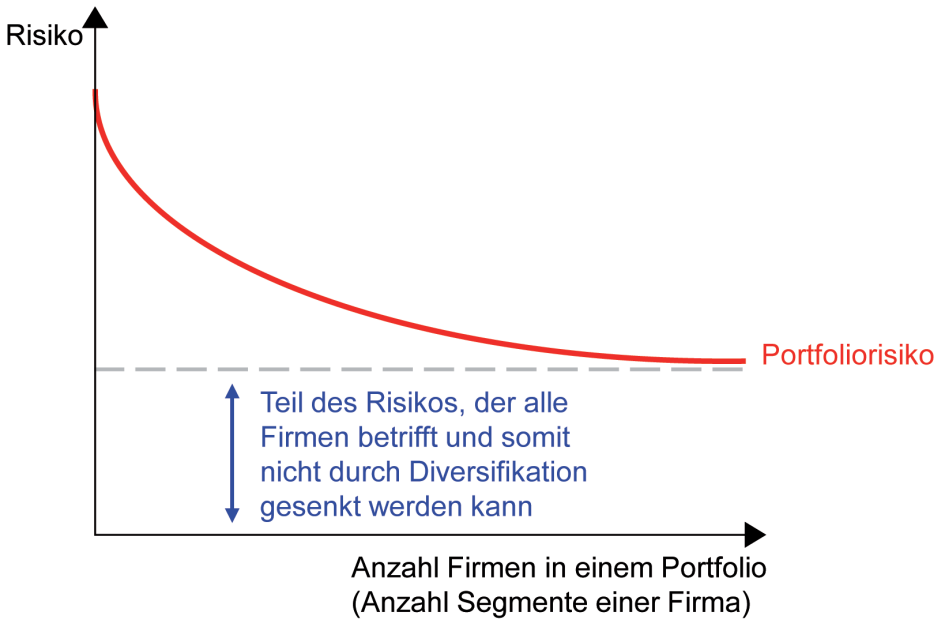

Abbildung 19: Risiko in der Portfoliotheorie

Die Portfoliotheorie betont bei der Vermögensverteilung die Bedeutung von sogenannten Korrelationen. Eine hohe Korrelation zwischen zwei Firmen bedeutet, dass diese sich z. B. bei der Gewinnentwicklung oder bei den Aktienkursen tendenziell ähnlich entwickeln. Deutlich wird dies am Beispiel des Krisenjahres 2009: Firmen in den Sektoren Automobil und Maschinenbau sind stark eingebrochen – es sind beide zyklische Sektoren mit einer hohen Korrelation. Dagegen sind Firmen im Konsumgütersektor in Krisenjahren wie 2009 deutlich weniger eingebrochen – die Firmen in diesem Sektor sind mit den Firmen aus den Sektoren Automobil und Maschinenbau deutlich geringer korreliert. Es gilt also, dass eine geringere Korrelation zwischen den Firmen im Portfolio zu einer größeren Risikosenkung durch die Diversifikation führen. Im Extremfall kann es sogar zu negativen Korrelationen kommen, wenn z. B. Einzelhandel und E-Commerce im direkten Wettbewerb stehen und somit Erfolge der einen Gruppe meist mit Misserfolgen der anderen Gruppe einhergehen.

Mit geringen Korrelationen können wir auch die Vermögensdiversifikation in unterschiedliche Assetklassen begründen. So gilt Gold in vielen Krisenjahren als „sicherer Hafen“ und der Goldpreis steigt zum Teil während Aktienkurse stark fallen (so ist z. B. im Jahr 2011 im Kontext der europäischen Staatsschuldenkrise der deutsche Aktienindex DAX gefallen, aber der Goldpreis gestiegen). Es ist also möglich, dass das Risiko für das gesamte Vermögen durch eine solche Diversifikation gesenkt werden kann. Ähnlich wird in der Literatur für andere Assetklassen wie Immobilien oder Anleihen argumentiert.

Ein Kleinanleger ohne Bindung zu einem bestimmten Unternehmen könnte also auf Basis der obigen Argumente sein Vermögen diversifizieren. Im ersten Schritt würde er je nach Risikoneigung sein Geld auf Assetklassen verteilen. Im zweiten Schritt würde er innerhalb einer Assetklasse, beispielsweise Aktien, das Vermögen über viele Firmen aus den unterschiedlichsten Ländern und Industrien streuen, um Korrelationen zwischen den Firmen möglichst gering zu halten. Dieses Vorgehen mag in der Praxis vielen Kleinanlegern schwerfallen – in der Theorie gibt es jedoch einen breiten Konsens für diese Vorgehensweise.

Was bedeuten diese Argumente nun für die Unternehmerfamilie? Erstens wird auf der Ebene des Familienvermögens in der Regel nicht die optimale Risikodiversifizierung möglich sein – denn typischerweise sind über 90 % des Familienvermögens in einer Firma gebunden und das Herauslösen eines Großteiles dieses Vermögens ist kaum möglich ohne den Status als Familienunternehmen aufzugeben. Zweitens sollten Entscheidungen zu Dividenden und Kapitalmaßnahmen durchaus nicht nur die Notwendigkeiten der Firma und den Konsum der Familienmitglieder, sondern auch das Risiko für das Familienvermögen berücksichtigen. Drittens könnten Unternehmerfamilien überlegen, ob die gegebenenfalls unzureichende Diversifikation auf der Vermögensebene durch eine zusätzliche Diversifikation auf der Unternehmensebene ausgeglichen werden soll.

Während die Fachliteratur wie oben beschrieben die Diversifikation des Privatvermögens einstimmig begrüßt, so wird die Diversifikation auf Firmenebene durchaus unterschiedlich und differenziert betrachtet. Innerhalb der letzten Jahrzehnte gab es abwechselnd verschiedene Wellen hin zu mehr Diversifikation oder hin zu mehr Fokussierung (in diesem Kontext das Gegenteil der Diversifikation). In den letzten Jahren tendierten die meisten Meinungen dabei eher zu Fokussierung, wie die Umstrukturierungen von Großkonzernen wie Siemens (z. B. Siemens Healthineers) und Bayer (z. B. Covestro) verdeutlichen. Dabei wurden ganze Geschäftsbereiche ausgegliedert und an die Börse gebracht. Abbildung 20 bietet eine Übersicht der zentralen Argumente für oder gegen eine Diversifikation auf Firmenebene.

Vorteile: Diversifikation…	Nachteile: Diversifikation…
… senkt das Bankrottrisiko	… kann einfacher durch Gesellschafter erreicht werden
… senkt die Fremdkapitalkosten	… kann zu einem Konglomeratsabschlag führen
… schafft einen internen Kapitalmakt	… erhöht oft die Anzahl der Managementebenen
… schafft Skalen- und Verbundeffekte	… überlastet oft Manager
.... erleichtert die Vereinheitlichung von technischen Spezifikationen	… kann zu Grabenkämpfen im Unternehmen führen

Abbildung 20: Einschätzungen zur Diversifikation auf der Firmenebene

Exkurs – Dürr übernimmt Homag: Ein Beispiel für eine Diversifikation auf Firmenebene ist eine Transaktion der Dürr AG, börsennotiertes Familienunternehmen und Weltmarktführer für Lackieranlagen für die Autoindustrie. Dürr hat 2014 die Mehrheit der Anteile der Homag Group AG, Weltmarktführer für Holzbearbeitungsmaschinen, übernommen und stieg damit in ein neues Geschäftsfeld ein.[10] Abgesehen von der Tatsache, dass beide Firmen komplexe Anlagen herstellen, haben sie wenig gemeinsam, was die Bildung von Synergien schwierig macht. Allerdings verringerte Dürr mit dieser Transaktion die Abhängigkeit von der Automobilindustrie. Diese verspricht zwar hohe Absatzmengen, es gibt aber auch eine Konzentration von einigen wenigen Kunden (BMW, Daimler, VW, usw.), die eine sehr große Marktmacht haben. Außerdem würde ein Umsatzeinbruch der Automobilindustrie auch direkte Auswirkungen auf Zulieferer wie Dürr haben – weshalb der Kauf eines Unternehmens in einer völlig anderen Industrie durchaus Sinn macht. Ein Kleinaktionär von Dürr mag mit guten Gründen aus der Finanzliteratur darauf verweisen, dass er/sie bei Interesse eine Diversifikation in Richtung Homag (zur Risikosenkung) durch den Kauf einzelner Aktien viel einfacher und kostengünstiger hätte umsetzen können. Es verwundert also nicht, dass die Transaktion in der Öffentlichkeit durchaus kritisch bewertet wurde. Aus Sicht der Familie Dürr aber konnte das Bankrottrisiko gesenkt werden.

[10] Handelsblatt (2014). MILLIONEN-KAUF. Autozulieferer Dürr will Homag übernehmen

Optionsraum 6: Strategische Risikopositionierung

Risikoabsicherung kostet etwas und senkt häufig die Rendite – es gilt also im richtigen Maß und an der richtigen Stelle das Risiko zu reduzieren. So ist z. B. eine Absicherung der Währungsrisiken mit Bankgebühren verbunden, der Aufbau eines zweiten Firmensegments häufig mit Managementkosten einer Holding und Investitionen außerhalb des Familienunternehmens mit Vermögensverwaltungsgebühren. Das 3-Ebenen Modell legt jedoch nahe, dass Familienunternehmer mindestens auf einer der drei Ebenen einen Risikopuffer prüfen sollten. Es ergeben sich damit drei grundsätzliche Stoßrichtungen (die Übersicht in Abbildung 21 vergleicht deren Vor- und Nachteile):

Vermögensdiversifikation: Die Familie baut neben dem oder sogar statt des ursprünglichen Unternehmens ein Vermögen auf, das in unterschiedliche Anlageklassen investiert ist. Häufig bündeln die Mitglieder der Familie das gemeinsame Vermögen in einem Family Office, also einer vermögensverwaltenden Einheit (z. B. GmbH). Die Familienmitglieder halten Anteile am Family Office und das Family Office investiert das gemeinsame Vermögen. Wenn das ursprüngliche Familienunternehmen noch existiert, so entscheiden sich viele Family Offices für Anlageklassen wie Immobilien, Anleihen oder Rohstoffe (im Gegensatz zu Aktien oder Beteiligungen an anderen Unternehmen, da solche Investments de facto häufig derselben Anlageklasse wie das ursprüngliche Unternehmen zuzuordnen sind). Ein Beispiel ist hier die Firma BMW und die dahinterstehende Familie Quandt/Klatten. Denn BMW baut zwar neben Autos auch Motorräder, doch ist hier der Diversifikationseffekt gering, da beide Segmente eng miteinander korreliert sind und „riskante“ (da schwankungsanfällige) Aktivitäten darstellen. Es ist also nicht überraschend, dass die Familie Quandt/Klatten auch neben den Anteilen an BMW ein Vermögen aufgebaut hat. Falls BMW einmal in eine existentielle Krise geraten sollte, so ist doch ein relevanter Vermögensteil davon nicht betroffen – gleichzeitig besteht auch die Option mit dem anderweitigen Vermögen dem ursprünglichen Unternehmen in einer solchen Krise zu helfen (je nach Einschätzung und Risikoneigung der jeweiligen Familie). Theoretisch bietet die Vermögensdiversifikation im Vergleich zu den anderen Optionen der Risikopositionierung den besten Risiko-Rendite-Mix. Allerdings kann aus dieser Art der Investition oftmals kein nicht-ökonomischer Nutzen gezogen werden; das Family Office tritt in diesem Fall oft eher wie ein institutioneller Anleger auf.

Portfolio-Holding: In diesem Fall verfügt nicht die Familie an sich, sondern das fokale Unternehmen der Familie, über ein breites Portfolio von Segmenten mit einem aktiven Risikomanagement und einem oft dicken finanziellen Polster. Ähnlich wie beim Aktienportfolio eines Kleinanlegers gilt hier, dass jedes zusätzliche Segment grundsätzlich das Risiko schrittweise senken kann – auch wenn dieser Effekt mit jedem zusätzlichen Segment typischerweise geringer wird. Ebenso gilt, dass die Risikosenkung stärker ist, wenn die Segmente möglichst gering korreliert sind – also, wenn ein Rückgang in einem Segment nicht notwendigerweise gleichzeitig zu einem Rückgang im anderen Segment führt. Ein Beispiel für eine solche Portfolio-Holding ist Franz Haniel & Cie („Haniel“), die auch als „Investment-Holding“ charakterisiert wird. Konkret bezeichnet sich Haniel als Family-Equity-Unternehmen mit einem diversifizierten Portfolio. Zur Haniel-Gruppe gehören über 200 Einzelfirmen. Neben Finanzbeteiligungen an der Metro AG und Ceconomy AG besteht das Portfolio von Haniel im Jahr 2018 aus verschiedensten Geschäftsbereichen. Die Unternehmen der Haniel-Gruppe bieten unter anderem Verpackungsmaschinen und -anlagen (ROVEMA GmbH), Stoffe für Matratzenbezüge (BekaertDeslee Holding), Hygiene- und Berufsbekleidungslösungen (CWS-boco International GmbH) oder Recycling von Rohstoffen für die Edelstahlindustrie (ELG Haniel GmbH) an. Die Senkung des Risikos mittels einer solchen Holdingstruktur ist oftmals mit einem hohen Kapitalbedarf sowie laufenden Kosten für die Administration der Holding verbunden. Im Gegensatz zur Vermögensdiversifikation bleibt dem Unternehmen dadurch jedoch der nicht-ökonomische Nutzen erhalten.

Konservative Tätigkeit: Das fokale Unternehmen beschränkt sich in dieser Option auf operative Aktivitäten, die sehr risikoarm sind. Solche Aktivitäten sind z. B. durch geringe Zyklizität, geringe technologische Umbrüche, hohe Markteintrittsbarrieren bzw. ähnliche Charakteristiken gekennzeichnet. Beispiele sind der Lebensmitteleinzelhandel, der Weinbau oder aber die Vermietung von Bestandsimmobilien (idealerweise in einem Mix aus z. B. europäischen Großstädten). Erfolgreiche Beispiele sind Aldi und Lidl – allerdings zeigen diese Beispiele, dass auch Industrien, die vermeintlich vor Umbrüchen geschützt sind gegebenenfalls durch technologische Umbrüche wie den Online-Handel von Lebensmitteln (im Jahr 2018 noch in den Kinderschuhen mit unklarer Perspektive) zumindest mittel- oder langfristig bedroht sein könnten.

Wie oben erläutert, gibt es Beispiele für Unternehmerfamilien, die ganz bewusst die Senkung des Risikos primär auf einer der drei Ebenen betonen. Natürlich gibt es auch Unternehmerfamilien, die zwei oder sogar alle drei Ansätze kombinieren. Erneut gilt, dass das Gesamtrisiko mit jeder weiteren Maßnahme gesenkt werden kann – aber auch, dass der jeweilige Effekt abnimmt. Jede Familie muss entscheiden, wie hoch die eigene Risikoaversion ist und ob für eine weitere Risikosenkung auch die typischerweise einhergehende Senkung der zu erwartenden Rendite auf das Gesamtvermögen akzeptiert werden kann. Die Beschränkung auf risikoarme Aktivitäten ist im Vergleich zu anderen Optionen der Risikopositionierung sehr kostengünstig. Dabei ist jedoch anzumerken, dass eine solche Fokussierung nicht immer möglich ist. Außerdem ist eine ex ante Beurteilung des Risikos innerhalb einer Aktivität/eines Segments nicht immer zweifelsfrei möglich. Bei einer Fehleinschätzung kann dabei die gewünschte Risikosenkung nicht erreicht werden.

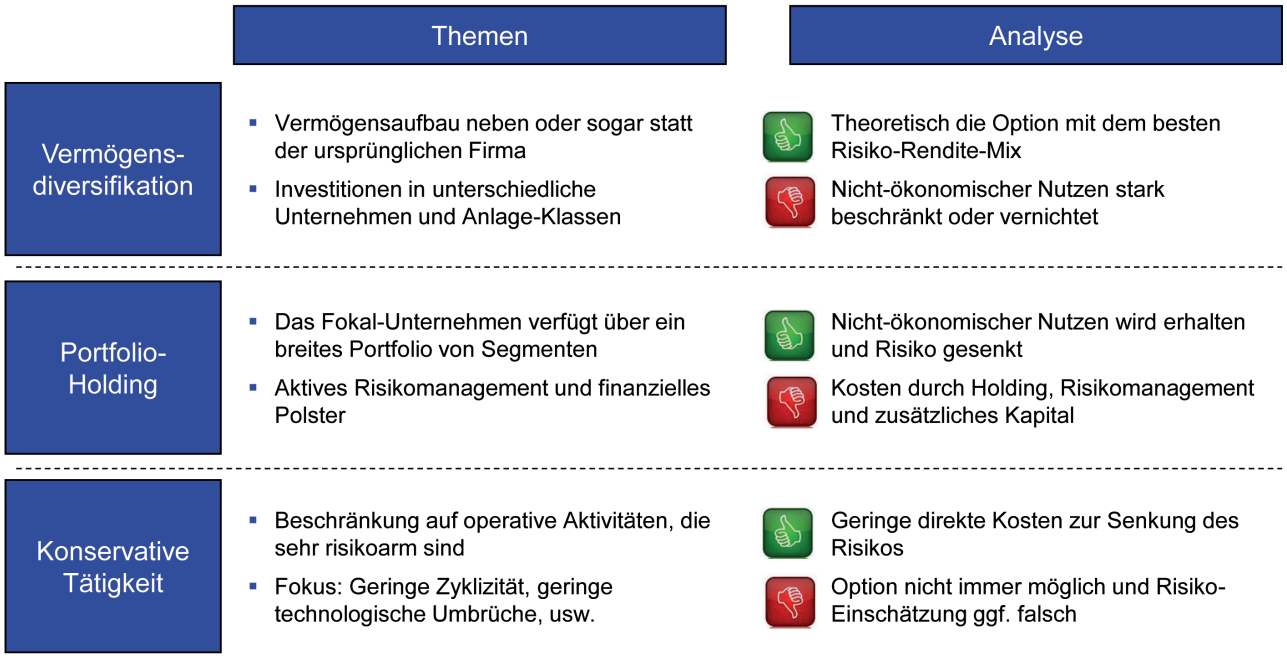

Abbildung 21: Die strategischen Risikopositionierungen im Vergleich

Umsetzung und holistisches Risikomanagement

Verankerung von Risikomanagement in Firma und Familie

Risikomanagement ist kein kurzfristiges Projekt, bei dem nach einer Analyse bestimmte Maßnahmen umgesetzt werden, um dann das Projekt abzuschließen. Im Gegenteil! Aktives Risikomanagement erfordert Veränderungen in Prozessen, Systemen, Organisation und Kultur. Solche Veränderungen können natürlich nicht von heute auf morgen in einem Unternehmen implementiert werden. Deshalb empfiehlt es sich, das Risikomanagement Stück für Stück aufzubauen.

Die vorherigen Sektionen haben bereits die Notwendigkeit eines klar definierten Risikoprozesses angedeutet. Konkret müssen Risiken in einem Unternehmen kontinuierlich und frühzeitig erkannt und bewertet werden sowie entsprechende Gegenmaßnahmen eingeleitet werden. Um ein Gefühl für die das Unternehmen bedrohende Risiken zu bekommen, kann z. B. eine einfache Risikomatrix (wie im folgenden Unterkapitel beschrieben) einmal im Quartal manuell angelegt und verarbeitet werden. Genauso wichtig wie die Einschätzung der Risiken ist jedoch auch, dass diese Risiken regelmäßig an das Top Management kommuniziert werden. So sollte ein Unternehmen sicherstellen, dass das Thema Risiko regelmäßig und systematisch in Geschäftsführung und Aufsichtsgremien präsent ist. Die Bewertung von signifikanten Risiken und der Umgang mit diesen könnte z. B. ein wiederkehrender Agendapunkt in Vorstands- und Aufsichtsratssitzungen sein. Daneben sollte auch eine regelmäßige (z. B. jährliche) Kommunikation festgelegter Risikokennziffern (parallel zu Profitabilitätskennziffern) an alle Familiengesellschafter erfolgen (z. B. Eigenkapitalquote, Zinsdeckungsgrad, Current Ratio, usw.). Denn insbesondere Familiengesellschafter sind wie beschrieben u. a. durch das oft sehr konzentrierte Vermögen in dem Unternehmen sehr stark von den Auswirkungen der Risikofaktoren betroffen. Außerdem sollte sich die Gesellschaft im Vorhinein mit potenziellen Ernstfällen beschäftigen und sich auf diese durch die Festlegung geeigneter Notfallmaßnahmen vorbereiten.

Langfristig sollte der Prozess der Risikoerfassung und -bewertung in die Systemumgebung des Unternehmens vollständig eingebettet und (teilweise) automatisiert werden. Während die Risikobewertung durch eine Person von deren individuell und damit subjektiv geprägten Wahrnehmung abhängen kann, erstellt ein IT-System eine wahrnehmungsneutrale Risikobetrachtung basierend auf der Analyse großer Datenmengen im Unternehmen. Nach der Erfassung und Bewertung von Risiken kann ein solches System dann eine Empfänger-orientierte Risikoberichterstattung für z. B. den Aufsichtsrat, die Geschäftsführung oder die Gesellschafter des Unternehmens aufbauen. Mit Blick auf strategische Risiken wird jedoch auch klar, dass IT-Systeme nur ein sehr beschränktes Wahrnehmungsvermögen z. B. bezüglich potenziell gefährlicher Veränderungen im Umfeld des Unternehmens aufweisen. Aus diesem Grund bedarf es einer Person bzw. Einheit im Unternehmen, die das Thema Risiko ganzheitlich verantwortet. In diesem Kontext setzen viele Unternehmen einen sogenannten Chief Risk Officer (CRO) ein. Die Aufgaben eines CRO umfassen die Bewertung und Minderung von signifikanten wettbewerblichen, regulatorischen und technologischen Risiken im gesamten Unternehmen. Dabei sollte der CRO als Leiter der Risikomanagementfunktion zusätzlich zur strategischen Auffassung in der Geschäftsführung eine eigene, unabhängige Risikoperspektive und -analyse einbringen. Während also der CEO nach Wertschöpfung beispielsweise in einer neuen Sparte oder Branche sucht, kann der CRO die neuen Risiken und Chancen bewerten und helfen, Maßnahmen zu deren Beherrschung zu entwickeln. Darüber hinaus kann der CRO vergleichbare Impulse für die Geschäftsentwicklung geben, um mit Blick auf die Risikosituation des Unternehmens in einem sich kontinuierlich wandelnden unternehmerischen Umfeld das Gesamtrisiko des Unternehmens zu senken. Ob dabei eine einzelne Person oder eine ganze Abteilung das Thema bearbeitet, ist natürlich von vielen Faktoren wie z. B. der Größe des Unternehmens abhängig.

Neben der Etablierung von neuen Prozessen und Systemen sowie organisatorischen Veränderungen sollte sich ein Familienunternehmen auch Gedanken über das Zusammenspiel zwischen der Unternehmenskultur und dem unternehmensweiten Risikomanagement machen. Dabei sollte der verantwortliche Umgang mit Risiken im Management des Unternehmens vorgelebt werden, um dann von allen Mitarbeitern adaptiert zu werden. Nach der Upper Echelons Theorie (Hambrick & Mason, 1984) prägen die Werthaltungen, Normen und Einstellungen der Mitglieder des Top-Managements maßgeblich das Unternehmen. Die Unternehmen sind nach dieser Theorie ein Spiegelbild ihrer Topmanager.

Exkurs – Upper Echelons Theorie in der Praxis am Beispiel VW: Über viele Jahre hinweg waren Vorstandsvorsitzender Martin Winterkorn und Aufsichtsratsvorsitzender Ferdinand Piëch für ihren autoritären Führungsstil in der Volkswagen AG bekannt. Die Gewinne vor dem Bekanntwerden des Diesel-Skandals im September 2015 schienen diese Unternehmenskultur zu legitimieren. Jedoch entwickelte sich gerade durch das Top-Down-Prinzip der Unternehmenspatriarchen eine „Kultur der Angst, über Druck und unsaubere Arbeit", wie VW-Insider im Nachhinein berichteten.[11] Dies könnte der entscheidende Grund sein, dass die Manipulation der Abgaswerte so lange unentdeckt blieb. Die Unternehmenskultur veranlasste das Management, Druck von oben nach unten weiterzugeben, wobei der Fokus auf der Erreichung ambitionierter Ziele lag und wenig Raum für Austausch und Diskussion ließ. Eine offene Unternehmenskultur hätte vielleicht nicht die Manipulation selbst verhindert, aber möglicherweise sichergestellt, dass ein größerer Personenkreis sich viel früher kritisch mit der Problematik auseinandergesetzt hätte.

Je nach strategischer Risikopositionierung (siehe 3-Ebenen-Modell) sollte das Thema Risiko ausführlich in Familiengremien und gegebenenfalls auch im jeweiligen Family Office berücksichtigt und diskutiert werden. Generell gilt, dass bei der Planung eines aktiven Risikomanagements alle drei Ebenen berücksichtigt werden, aber entgegen der Vorgehensweise in der Status quo Analyse sollte hier in der Reihenfolge Segment(e) – Firma – Familie vorgegangen werden.

[11] Focus Online (2015). Insider berichtet: Hinter den Kulissen von VW: So trieb Winterkorn den Autoriesen in den Abgrund

Risiko Cockpit: Kontinuierliche Erfassung und Bewertung von Risikofaktoren

Viele erfolgreiche Unternehmen lassen im Rahmen des jährlichen Planungs- bzw. Budgetierungsprozesses jede Führungskraft Risikofaktoren inkl. Wahrscheinlichkeit und potenziellen Schaden melden. Ein Beispiel für einen solchen Risikofaktor wäre der bereits weiter oben angesprochene Fabrikbrand, aber auch der Ausfall eines größeren Kunden, der Eintritt eines weiteren Wettbewerbers, usw. Zentral werden alle Risikofaktoren (nach Prüfung) in einer Datenbank erfasst. Darauf aufbauend wird die Wahrscheinlichkeit des Auftretens des Risikofaktors gegenüber dessen Auswirkung (Schaden) tabellarisch ins Verhältnis gesetzt. Die wesentlichen identifizierten Risiken werden in einer Matrix positioniert, sodass eine vergleichende Darstellung und eine Priorisierung stattfinden kann. Zuerst soll mit jenen Risikofaktoren umgegangen werden, welche sowohl eine vergleichsweise hohe Eintrittswahrscheinlichkeit aufweisen als auch gravierende finanzielle Auswirkungen auf das Unternehmen hätten. Danach sollte die Priorität auf Risiken mit potenziell großem Schaden, jedoch geringerer Eintrittswahrscheinlichkeit liegen. Abbildung 22 zeigt beispielhaft eine solche Risikomatrix.

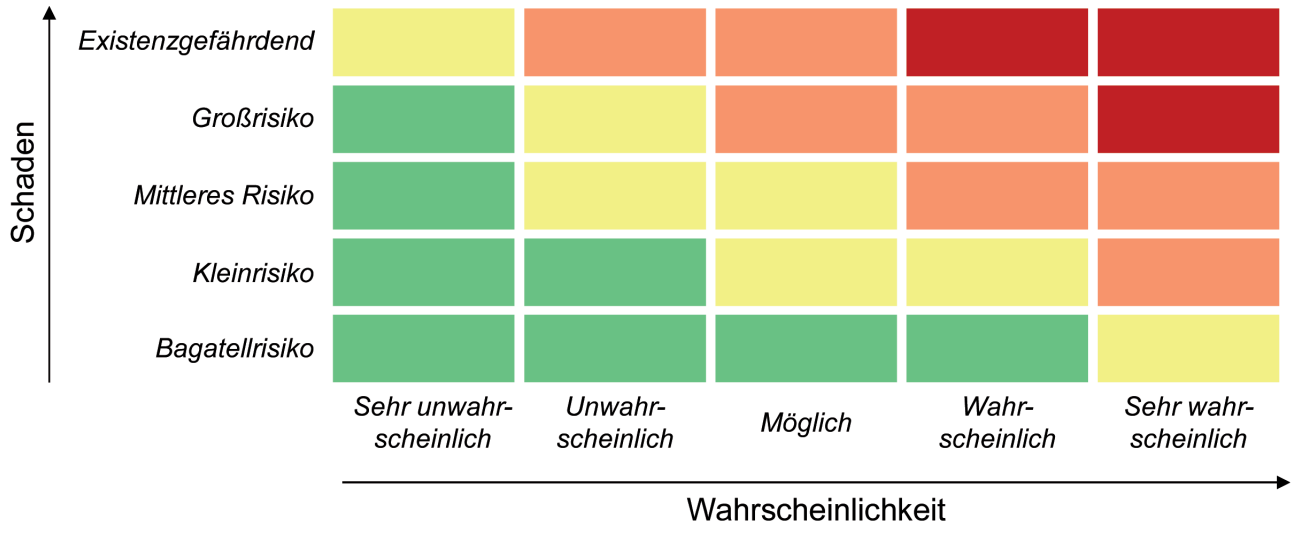

Abbildung 22: Risikomatrix – Einordnung und Bewertung von Risiken

Exkurs – Ernstfall: Beispiel von Cyber Angriff oder Präsidenten-Anruf: Im Sommer des Jahres 2017 fingen die Computer der Mitarbeiter der dänischen Reederei Maersk an, automatisch zu rebooten. Schnell stellte sich heraus: Es handelte sich hierbei nicht um eine geplante IT-Maßnahme, sondern um einen weltweiten Cyber-Angriff.[12] Unbemerkt und schnell hatte sich der Virus im Firmennetzwerk und bei eng verbundenen Firmen ausgebreitet. Die Folgen waren unter anderem am Rotterdamer Hafen zu spüren: Die einfachsten Abläufe schienen plötzlich komplex. Fragen wie: „Wem gehört eigentlich diese Ladung?“ blieben an den Container-Terminals unbeantwortet. Als Folge mussten selbst große Schiffe manuell entladen werden. Der Hafen schickte Boote, um die großen Frachter von der Einfahrt in den Hafen abzuhalten und so weiteres Chaos zu verhindern. Die Kosten beliefen sich letztendlich auf mehrere hundert Millionen Euro. Wenngleich Cyber-Angriffe der beschriebenen Art und Größe glücklicherweise noch immer selten vorkommen, so ist die Gefahr für Cyberkriminalität nicht zu vernachlässigen. Eine gewisse Bekanntheit haben mittlerweile die sogenannten „Präsidenten-Anrufe“ erlangt. Hierbei wird eine fingierte, auf den ersten Blick von einem Vorgesetzten stammende, E-Mail an Mitarbeiter mit Budgetbefugnis geschickt mit der Aufforderung Geld auf ein Konto zu transferieren – das letztendlich im nirgendwo landet. Doch die digitale Gefahr lauert nicht nur von außen. Auch die Mitarbeiter werden zum Risikofaktor. Wenn sie nicht sorgfältig mit Daten und Passwörtern umgehen, so kann sich daraus ein erheblicher Reputationsverlust und gegebenenfalls auch finanzieller Schaden ergeben. Ein klassisches Beispiel eines solchen unbedachten „Internet-Faux-Pas“ ist die E-Mail mit Sonderaktionen, welche ein Luxus-Automobilverleih versehentlich mit allen Kunden in der „cc“-Adresszeile (statt der „bcc“-Variante) versendet.

Vorbereitung des Ernstfalls

Auch das beste Risikomanagement wird nie zu 100 % einen Ernstfall verhindern können. Es gilt also, auch das Eintreten außergewöhnlicher Ereignisse in Betracht zu ziehen und entsprechende Vorbereitungsmaßnahmen zu treffen. Ein von vielen Unternehmen unterschätzter Ernstfall ist der des Cyberangriffs. Hierbei handelt es sich um eine sehr reale betriebliche Bedrohung, die immense Kosten für die Firma verursachen kann. Ein Beispiel ist eine Schadsoftware, die alle Computer-Systeme sperrt und ein „Lösegeld“ für die erneute Freigabe fordert. Gibt es in einer solchen Situation keine definierten Notfallprozesse, Verantwortlichkeiten und IT-Notfallressourcen, geht sehr viel wertvolle Zeit verloren, von den hohen Kosten ganz zu schweigen. Unternehmer sollten sich daher schon im Vorhinein über die folgenden Maßnahmen Gedanken machen. Erstens sollte ein Unternehmen schon im Vorhinein mit einem professionellen IT-Service Provider zusammenarbeiten und individuelle Maßnahmen zur Bewältigung von Krisen und Störfällen vorbereiten. Sucht ein Unternehmen erst nach Eintreffen des Ernstfalls Hilfe bei einem solchen Unternehmen, werden die Kosten um ein Vielfaches höher sein. Als Beispiel für eine IT-basierte Maßnahme ist die Einrichtung einer vom Unternehmensnetzwerk vollständig getrennten Notfallkommunikation zu nennen. Dabei ist es wichtig zu überlegen: Welche Prozesse brauche ich für einen Notfallbetrieb? Auf welche Ressourcen muss beispielsweise ein Händler zugreifen können, um beim Systemausfall weiter verkaufen zu können? Was braucht der Hotelier, um auch beim Zusammenbruch der Systeme Zimmer verteilen und Rechnungen schreiben zu können? Bei einer größeren Störung oder einem kompletten Zusammenbruch des Netzwerks ist es von hoher Wichtigkeit, dass die richtigen Botschaften an die richtigen Empfänger gelangen. Eine Möglichkeit wäre die Nutzung einer Cloud-basierten Software as a Service (SaaS)-Plattform, um die Kontinuität der Kommunikation während einer Krise zu gewährleisten. Sie bietet die Zuverlässigkeit, die Sicherheit und die Skalierbarkeit, die bei IT-Ausfällen für die Kommunikation mit wichtigen Akteuren unerlässlich sind. Zweitens sollte ein Unternehmen einen Standardprozess des Notfallmanagements sowie klare Verantwortlichkeiten und damit personelle Strukturen im Vorhinein festlegen. Ein betriebliches Notfallmanagement legt in schriftlicher Form Sofortmaßnahmen fest. Ziel ist es, den jeweiligen

[12] Handelsblatt (2017). Schadsoftware „Petya“. Cyberangriff trifft größte Reederei der Welt heftig

Cyberangriff möglichst rasch zu unterbinden, die Integrität der Daten zu schützen und die Arbeitsfähigkeit des Unternehmens wiederherzustellen. Ein solches Notfallmanagement kann je nach Unternehmen sehr unterschiedlich ausfallen. Mindestens sollte die Verantwortlichkeit klar an dafür geeignete und geschulte Personen übertragen werden, die beispielsweise entscheiden, ob externe Dienstleister oder staatliche Stellen eingeschaltet werden und wie Mitarbeiter und andere Stakeholder über den Vorfall informiert werden sollen. Ein weitreichenderes Notfallmanagement kann aber auch eine regelmäßige, meist aufwendige Übung des Ernstfalles für alle relevanten Stakeholder beinhalten. Auch wenn dies eine optimale Vorbereitung darstellt, müssen hier natürlich der mit dem Notfallmanagement verbundene Aufwand mit dem tatsächlichen Nutzen unter Einbezug der Eintrittswahrscheinlichkeit eines solchen Ernstfalles verglichen werden.

Exkurs – Risiko von „Shitstorm" und Boykott-Aufruf: Ein weiteres strategisches Risiko, welches sich jedoch auch drastisch auf die finanzielle Lage des Unternehmens auswirken kann, ist die Ausübung bestimmter Aktivitäten, die zu einem Sturm der Entrüstung („Shitstorm") in der Gesellschaft führen. Vor allem im Bereich der nachhaltigen und sozialen Unternehmensverantwortung sollten Unternehmen von unangemessenen Praktiken Abstand nehmen. So sah sich z. B. der Lebensmittelkonzern Nestlé mit einer weltweiten Social Media Kampagne sowie Boykott-Aufrufen gegen Produkte des Unternehmens konfrontiert, nachdem Greenpeace mittels eines Videos kritisierte, dass eine große Menge Palmöl zur Produktion von Süßigkeiten verwendet wird und dabei wichtige Lebensräume von Orang-Utans zerstört werden.[13] Nestlé versuchte, das Video löschen zu lassen, wodurch die Kampagne noch mehr Aufmerksamkeit bekam und sich der Reputationsschaden spürbar auf den Umsatz auswirkte. Eine Studie von Rauschnabel, Kammerlander und Ivens (2016) stellte fest, dass es im Ernstfall bei Social Media Attacken auf Geschwindigkeit (Reaktion auch am Wochenende!) ankommt und dass eine „Kommunikation auf Augenhöhe" mit den Kontrahenten, gepaart mit Transparenz, das Schlimmste verhindern kann. Dabei stehen der finanzielle Unternehmenserfolg sowie nachhaltiges und soziales Handeln nicht unbedingt im Widerspruch zueinander. Im Gegenteil – es können sogar Win-Win-Situationen geschaffen werden. So argumentiert Harvard-Dozent Michael Porter, dass langfristiger Unternehmenserfolg nur durch ein Ansprechen der Bedürfnisse und Herausforderungen der Gesellschaft zu gewährleisten ist (Porter & Kramer, 2011). Das von ihm geprägte Konzept des sogenannten Shared Value beinhaltet Richtlinien und Praktiken, die die Konkurrenzfähigkeit eines Unternehmens erhöhen und zugleich die wirtschaftlichen und sozialen Bedingungen der Gemeinschaft verbessern, in der es tätig ist. Insgesamt gehen immer mehr institutionelle Investoren dazu über, nicht nur die finanziellen, sondern auch die nicht-finanziellen Risiken systematisch zu erfassen, zu klassifizieren und in ihre Investitionsentscheidungen mit einfließen zu lassen. Die dahinter liegende Begründung ist einleuchtend: Auch nicht-finanzielle Risiken, wie die Gefahr eines Rechtsstreits oder Reputationsverlust durch unethisches Verhalten von Partnern oder Zulieferern, können sich indirekt, in einem zweiten Schritt, z. B. über Absatzrückgänge oder mit Strafen verbundenen Kosten, in finanzielle Risiken wandeln. Aus diesem Grund gibt es immer mehr Richtlinien, welche Investoren „ethisches" Investieren unter der Minimierung nicht-finanzieller Risiken vorschreiben. Der nun eingeforderte Nachhaltigkeitsbericht börsennotierter Unternehmen ist ein weiteres Indiz für diese Entwicklung.

[13] Welt (2011). Wenn ein Shitstorm das Konzern-Image zerstört

Die Familie als Risikofaktor und Risikoabsicherung

Familienfaktoren, die das Risiko des Familienunternehmens erhöhen oder senken

Während aller Diskussion rund um das Thema Risiko sollten die Beteiligten nicht vernachlässigen, dass auch die Familie selbst aus Sicht der Firma das Risiko sowohl erhöhen als auch senken kann. Die durch die Unternehmerfamilie getriebenen Risiken steigen dabei mit wachsender Komplexität von Familie und Unternehmen an, da aufgrund unterschiedlicher Interessen eines wachsenden Gesellschafterkreises die Zahl der möglichen Konfliktpunkte und damit auch die Wahrscheinlichkeit für Machtkämpfe, Missverständnisse oder Koalitionsbildungen wächst. Abbildung 23 zeigt auf, wie sich Reputation, Kapital und Familiendynamik auf das Gesamtrisiko auswirken.

Ein Faktor, welcher das gesamtunternehmerische Risiko senken kann, ist die Reputation des Familienunternehmens. Grundsätzlich genießen in Deutschland derzeit Familienunternehmen und Unternehmerfamilien ein hohes Ansehen. Sowohl das Unternehmen als auch die Familie profitieren in den meisten Fällen voneinander im Sinne der Reputation. Familienunternehmen wird oftmals eine höhere Vertrauenswürdigkeit zugeschrieben als vergleichbaren Nicht-Familienunternehmen. In der Öffentlichkeit werden sie als beliebte Arbeitgeber gesehen, die ihren Mitarbeitern gegenüber loyal auftreten und auch durch gesellschaftliches Engagement positiv auffallen. Ihren guten Ruf haben sich Familienunternehmen oft über Generationen hinweg aufgebaut und sie pflegen enge Beziehungen zu Kunden, Mitarbeitern und anderen Stakeholdern. Dieser Vertrauensbonus ist vor allem dann wertvoll, wenn das Unternehmen in eine (finanzielle) Notlage gerät und auf die Unterstützung jener Stakeholder angewiesen ist. In einer solchen Situation kann die gute Reputation des Familienunternehmens dazu führen, dass z. B. Banken eher dazu bereit sind, Kredite zu vergeben oder dass Lieferanten ihre Zahlungsfristen zugunsten des Unternehmens anpassen.

	… senkt das Risiko	… erhöht das Risiko
Reputation	Eine gute Reputation der Familie kann zu Loyalität und einem Vertrauensbonus von z.B. Kreditgebern oder Lieferanten führen	Fehlverhalten von Familienmitgliedern (auch im privaten Bereich) schädigt die Reputation des Unternehmens
Kapital	Ist das Unternehmen in einer finanziellen Notlage, kann die Familie Kapital nachschießen	Ein Kapitalabzug durch Familienmitglieder z.B. im Erbfall kann zu Liquiditätsengpassen führen
Familien-dynamik	Ein starker Familienzusammenhalt vermittelt Stabilität für das Unternehmen	Streitigkeiten und Konflikte z.B. um die Nachfolge können schnell auf das Unternehmen übergreifen

Abbildung 23: Familienspezifische Faktoren, die das Risiko senken oder erhöhen

Exkurs – Schaeffler nach Continental-Übernahme: Als Als Schaeffler 2008 den Continental-Aktionären 75 Euro pro Conti-Aktie anbot, begann im selben Zeitraum mit der Pleite von Lehman Brothers die weltweite Finanzkrise. Die Continental-Aktie brach auf unter 20 Euro ein und die Aktionäre nahmen das Angebot von Schaeffler dankend an. Schaeffler war durch das öffentliche Angebot zum Kauf verpflichtet. In der Konsequenz wurde nicht nur ein Vielfaches des gesunkenen Conti-Wertes gezahlt, sondern die Schulden von Schaeffler stiegen auf über 11 Milliarden Euro. Nicht zuletzt weil Maria-Elisabeth Schaeffler in dieser prekären Lage stark in der Öffentlichkeit als Unternehmerin aufgetreten ist und zusammen mit allen Stakeholdern zusammengearbeitet hat, konnte das Unternehmen seine bis heute größte Krise überwinden.

Jedoch kann die Reputation einer Unternehmerfamilie auch das Risiko der Firma erhöhen, nämlich dann, wenn sich ein Reputationsschaden durch die Familie auf das Unternehmen auswirkt. Wenn z. B. ein massives Fehlverhalten von Familienmitgliedern (z. B. Steuerhinterziehung) durch die Presse geht, dann sinkt damit auch direkt die Reputation des Unternehmens. Ein solcher Reputationsschaden kann z. B. potenzielle Mitarbeiter von einer Bewerbung abhalten oder öffentliche Auftraggeber abschrecken. Ähnlich kann auch extrem zur Schau gestellter Reichtum von Familienmitgliedern (z. B. eine Yacht) negativ für das Unternehmen sein und sogar Kunden und Zulieferer bei Preisverhandlungen beeinflussen. Das Risiko des Reputationsschadens für die Firma durch das Verhalten der Familie steigt, wenn die Familienmitglieder prominent in der Öffentlichkeit sind und/oder über den Namen leicht mit der Firma in Verbindung gebracht werden.

Ein weiterer Faktor, durch den die Unternehmerfamilie Einfluss auf die Risikosituation des Unternehmens ausüben kann, ist das Vorhandensein von Kapital im Familienvermögen, welches in Zeiten von drohender Überschuldung oder Liquiditätsengpässen in die Firma eingebracht werden kann. Man spricht hierbei auch vom sogenannten „survivability“ Kapital, das die Familie im Notfall bereitstellt. Somit ist das Überleben des Unternehmens nicht abhängig von Kreditgebern oder externen Kapitalgebern, die möglicherweise in Krisenzeiten nicht bereit sind, die entscheidende Finanzspritze für das Unternehmen zu gewähren. So könnte beispielsweise eine Familie Quandt/Klatten, Mehrheitseigner an der BMW AG und eine der reichsten Familien Deutschlands, vergleichsweise schnell und unabhängig von externen Kreditgebern oder Investoren das Eigenkapital des Unternehmens aufstocken und damit auch die Liquidität des Unternehmens vorübergehend sicherstellen, käme es zu einer schweren Krise in der Automobilindustrie.

Jedoch stellt auch das Kapital einen risikoerhöhenden Faktor dar, wenn z. B. Familienmitglieder aus dem Unternehmen Kapital abziehen. Denn viele Familienunternehmen sind als KG bzw. als GmbH & Co. KG organisiert. Bei diesen Rechtsformen sind die Familiengesellschafter Kommanditisten und haben grundsätzlich einen Anspruch auf Auszahlung ihrer buchmäßigen, nominellen Kapitalanteile. Dieser Anspruch lässt sich durch vertragliche Regelungen (z. B. Gesellschaftervertrag) zeitlich verzögern oder unattraktiv gestalten, aber nicht einfach aushebeln.

Wenn also ein Familienmitglied z. B. nach einem Streit das Unternehmen verlassen möchte, steht ihm eine Auszahlung der Anteile am Familienunternehmen zu. Dabei wird dem Unternehmen sowohl Liquidität als auch Eigenkapital entzogen – das Bankrottrisiko erhöht sich sowohl mit Blick auf Überschuldung als auch mit Blick auf Illiquidität. Genau diese Überlegungen führen dazu, dass heute einige Familienunternehmen einen Rechtsformwechsel zu einer Kapitalgesellschaft (GmbH oder AG) durchdenken. Es geht dann häufig nur vordergründig um die Haftungsbegrenzung (diese ist schließlich bei der GmbH & Co. KG in der Regel auch gegeben) und tatsächlich um die Verhinderung von Kapitalabzug durch Familienmitglieder.

Das konkrete Risiko des Kapitalabzugs (je nach Rechtsform) ist Teil der größeren Fragestellung, ob die Familie eine ausreichende Kapitalausstattung für das Unternehmen sicherstellt. Denn in einigen Industrien ist die jeweilige Größe insbesondere im Sinne des Marktanteils ein entscheidender Wettbewerbsvorteil gegenüber möglichen Konkurrenten. Wenn in Zeiten der Globalisierung einzelne Wettbewerber im Ausland investieren, das eigene Familienunternehmen aber mangels Kapitals dies nicht tut, dann kann sich ein Skalenvorteil für die Wettbewerber ergeben, der langfristig das Familienunternehmen gefährden kann. Um diesem Risiko zu begegnen, muss die Familie gemeinsam mit dem Management erörtern, welche Investitionen und damit welcher Kapitalbedarf notwendig ist, um die Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten bzw. auszubauen. Auf dieser Basis müssen dann zukünftige Gewinne, mögliches Fremdkapital sowie die Zahlungsströme zwischen Familie und Unternehmen austariert werden. Ein großer deutscher Maschinenbauer gibt z. B. die Marschrichtung aus, dass das Geschäftsvolumen und damit auch die Bilanz jedes Jahr um circa 10 % wachsen muss. Gleichzeitig soll die Eigenkapitalquote bei circa 50 % konstant bleiben. Die Möglichkeit und Höhe von Ausschüttungen an die Familie hängt dann jedes Jahr davon ab, ob die erwirtschafteten Gewinne des Unternehmens ausreichend groß sind für die Investitionen unter Berücksichtigung der Eigenkapitalquote.

Ein dritter Faktor, welcher das Risiko des Unternehmens sowohl erhöhen als auch verringern kann, ist die Familiendynamik. Eine starke, intakte Familie vermittelt Stabilität für das Familienunternehmen. Der Zusammenhalt der Familie bildet eine unverzichtbare Basis für die Zukunftssicherung des Familienunternehmens. Gerade in Krisenzeiten können Unternehmen von der Unterstützung der Unternehmerfamilie profitieren und größeren Schaden abwenden, weshalb das Bankrottrisiko durch die Familie gesenkt wird. Die Familienmitglieder beweisen oft große Loyalität zum Unternehmen und sind bereit, dieses durch Krisenzeiten hindurch aktiv zu stützen. Gerade weil oft ein erheblicher Teil des Vermögens in der Firma konzentriert ist, haben auch solche Familienmitglieder, die eigentlich gar nicht aktiv im Unternehmen mitarbeiten, einen Ansporn, buchstäblich „die extra Meile“ zu gehen.

Natürlich kann die Dynamik innerhalb der Unternehmerfamilie aber auch ein großer Risikofaktor sein, z. B. wenn Familienstreitigkeiten oder ein Vertrauensverlust zu Konflikten führen und von der Familie auf das Unternehmen übergreifen. Beispiele aus der Praxis umfassen Konflikte einzelner Familienstämme z. B. bei Aldi, Oetker oder Porsche/Piech, aber auch Konflikte zwischen einzelnen Generationen, z. B. bei Knorr-Bremse.[14] Dies kann zur Bindung von Management Kapazitäten und somit zur Vernachlässigung des operativen Tagesgeschäfts führen. Darüber hinaus kann ein solcher Konflikt aber auch negative Auswirkungen auf das Arbeitsklima im Unternehmen haben. Vor allem das Thema Nachfolge ist hierbei mit Blick auf das Risiko sehr zentral. Streiten sich z. B. zwei oder mehrere Nachkommen nach dem Tod des Patriarchen um die Top Management Position des Unternehmens, kann dies langwierige und schwerwiegende Konflikte mit sich ziehen, die sogar das Fortbestehen der Firma gefährden können.

[14] Manager Magazin (2016). Die fünf gefährlichsten Konflikte in Familienunternehmen

Rolle der Family Governance mit Blick auf das Risiko

Um den familien-spezifischen Faktoren, welche das Risiko des Unternehmens erhöhen, entgegenzuwirken und negative Konsequenzen wie Reputationsschaden, Kapitalabfluss oder Konflikte zu vermeiden, sollten Unternehmerfamilien eine Family Governance einführen. Familien sollten zusammen mit dem Unternehmen Regeln für den Umgang miteinander aufstellen und die nötigen Strukturen schaffen, um deren Einhaltung zu gewährleisten. Außerdem strebt die Family Governance danach, das Zusammengehörigkeitsgefühl der Mitglieder der Inhaberfamilie und deren Identifikation mit dem Unternehmen zu stärken bzw. langfristig zu festigen. Die Family Governance wirkt einer Entfremdung zwischen Unternehmen und Familienmitgliedern entgegen und trägt somit zur Konfliktprävention bei. Zur Gestaltung einer erfolgreichen Family Governance kann das Familienunternehmen folgende Maßnahmen ergreifen: Die Erstellung einer Familienverfassung, die Einberufung verschiedener Familiengremien jenseits der Firma und die Durchführung von Bildungsinitiativen und gemeinsamen Aktivitäten, welche den Zusammenhalt der Familie stärken.

Familienverfassung: In einer Familienverfassung regeln die Mitglieder der Eigentümerfamilie, wie sie als Gesellschafter miteinander umgehen. In einer solchen Verfassung steht auch, welche Rechte und Pflichten die Familie hat und wie die Schnittstelle zum Unternehmen aussieht. Beispielsweise können in der Familienverfassung Regelungen zur Entscheidungsfindung, Mitwirkung im Unternehmen und zum Nachfolgeprozess enthalten sein. Bei unterschiedlichen Interessen im Kreis der Gesellschafter von Familienunternehmen sehen die meisten Verfassungen klare Regeln für die Entscheidungsfindung vor.
Häufig werden im Rahmen der Familienverfassung auch Konfliktlösungsmechanismen festgelegt. Wenn Unternehmerfamilien sich erst im Falle eines Konfliktes auf einen Konfliktlösungsprozess einigen müssen, ist es oft zu spät, da sich die zerstrittenen Parteien teils aus Prinzip nicht auf die von den anderen hervorgebrachten Vorschläge einlassen wollen. Daher empfiehlt es sich, schon im Vorhinein einen solchen Prozess zu etablieren und auch in der Familienverfassung niederzuschreiben. Dabei kann z. B. eines der Familienmitglieder oder auch ein externer Mediator als Konfliktmanager festgelegt werden. Die schnelle Lösung eines Konfliktes innerhalb der Familie wirkt dann dem Risiko entgegen, dass sich der Konflikt auf das Unternehmen ausweitet.

Familiengremien: Ein Beispiel für ein Familiengremium ist der Familienrat, der sich mit der Führung der Familie auseinandersetzt. Gewählte Mitglieder der Familie kümmern sich z. B. um die Kommunikation innerhalb der Familie, unterstützen das Unternehmen bei Entscheidungen oder entsenden Familienmitglieder in Aufsichtsgremien. Auch der Familienrat sollte sich mit der Prävention von Konflikten und den damit einhergehenden Risiken für Firma und Familie beschäftigen. Im Gegensatz zum Familienrat treffen sich auf der Familienversammlung alle Mitglieder der Unternehmerfamilie, um den Kontakt untereinander zu pflegen und die Identifikation mit den Werten und Normen der Familie und des Unternehmens zu stärken.

Bildungsinitiativen und gemeinsame Aktivitäten: (Weiter-)Bildungsinitiativen sollen Familienmitgliedern helfen, ihre Position als Gesellschafter und die daraus resultierende Verantwortung besser zu verstehen und zu meistern. Durch die Vermittlung von wirtschaftlichen Grundlagen und Kompetenzen kann außerdem ein Einstieg ins Familienunternehmen ermöglicht werden. Außerdem soll durch gemeinsame Aktivitäten der Familienzusammenhalt gestärkt werden. Oft werden hierbei auch Freizeitaktivitäten abseits des Unternehmens unternommen. Durch diese Aktivitäten sollen sich die Mitglieder der Unternehmerfamilie, welche vielleicht über mehrere Generationen hinweg sehr groß geworden ist, besser kennenlernen und auch die persönlichen Beziehungen untereinander stärken.

Externe Perspektive auf das Risiko im Familienunternehmen

Familienunternehmen genießen in der Regel ein hohes Ansehen und gelten als nachhaltig, sozial und fair. Hinzu kommt, dass Externe oftmals über das Bestreben der Familienunternehmen nach der Reduzierung des Bankrottrisikos Bescheid wissen. Im Folgenden soll die Sicht von Banken, familienfremden Anteilseignern sowie anderen Stakeholdern wie Mitarbeitern dargelegt werden.

Banken: Wie sehen Banken und andere Fremdkapitalgeber das Risiko in Familienunternehmen? Diese Frage wird in der wissenschaftlichen Literatur kontrovers diskutiert. Einige Studien betonen, dass Banken die Familie primär als Risikofaktor ansehen und deshalb von Familienunternehmen zusätzliche Sicherheiten wie z. B. private Bürgschaften oder Verpfändungen verlangen. Allerdings fokussieren sich diese Studien meist auf kleine Familienunternehmen. Bei kleinen Familienunternehmen ist die Abhängigkeit der Firmen von einzelnen Familienmitgliedern typischerweise sehr hoch, sodass sich Banken z. B. für den Eintritt eines Todesfalls eines Patriarchen absichern müssen. Beim Vergleich von großen Familienunternehmen mit großen Nicht-Familienunternehmen konnte hingegen gezeigt werden, dass Fremdkapitalgeber den Familienunternehmen sogar niedrigere Zinssätze ermöglicht haben (Anderson, Mansi & Reeb, 2003). Wir erklären dies damit, dass die Banken und die Unternehmerfamilien sehr ähnliche Ziele verfolgen. Denn beide legen einen Fokus auf den Fortbestand des Unternehmens bzw. die Senkung des Bankrottrisikos. Dies ist insbesondere bei börsennotierten Nicht-Familienunternehmen mit Aktien im Streubesitz vieler Kleinaktionäre anders. Die kurzfristigen Rendite-Anforderungen der Aktionäre und die Bonusregelungen von Managern können häufig dazu führen, dass nach einer größeren Aufnahme von Fremdkapital dieses Kapital in vergleichsweise riskante Projekte investiert wird.

Familienfremde Anteilseigner: Im Gegensatz zu den obigen Argumenten müssen Eigenkapitalinvestoren in ihre Bewertung die Möglichkeit mit einbeziehen, dass Familienunternehmen ein höheres Schwankungsrisiko in Kauf nehmen, um z. B. ihren SEW aufrechtzuerhalten. Auch weil Familienunternehmen in der Regel sehr langfristig orientiert denken und daher Investitionsmöglichkeiten anders bewerten, sollten familienfremde Eigenkapitalinvestoren keine kurzfristige und stetige Rendite erwarten. Dafür sehen sie sich jedoch mit einem langfristigen und nachhaltigen Unternehmenswachstum konfrontiert, welches zum Ziel hat, den Fortbestand des Unternehmens für zukünftige Generationen zu sichern und deshalb um eine Minimierung des Bankrottrisikos bemüht ist.

Weitere Stakeholder: Mitarbeiter sehen Familienunternehmen als attraktive Arbeitgeber, die loyal gegenüber ihren Mitarbeitern agieren und enge Beziehungen zu diesen pflegen. Für Mitarbeiter ist vor allem die Jobsicherheit von hoher Wichtigkeit. Der langfristige Fokus auf das Fortbestehen der Firma über mehrere Generationen hinweg gilt als guter Indikator für einen sicheren Job und macht Familienunternehmen dadurch besonders attraktiv, obwohl Studien geringere Investments der Familienunternehmen in Gehälter und Weiterbildung ihrer Mitarbeiter zeigen. Auch Lieferanten und Kunden schätzen Unternehmen, die stets um ihr Bankrottrisiko bedacht sind, da sie sich dann weniger Sorgen um ausstehende Zahlungen oder Lieferungen machen müssen. Familienunternehmen gelten als vertrauensvoller Geschäftspartner zu denen Kunden und Lieferanten oft über viele Jahre hinweg sehr enge Beziehungen führen. Weitere Stakeholder wie die öffentliche Hand schätzen das soziale Engagement von Familienunternehmen.

Studie: Risiko börsennotierter Familienunternehmen in Deutschland

Das folgende Kapitel wurde gemeinsam mit Markus Kempers verfasst und beruht auf den Erkenntnissen seiner Doktorarbeit.

Hintergrund zu börsennotierten Familienunternehmen

Weder in der Wissenschaft noch in der allgemeinen Wahrnehmung werden Börsengänge primär mit Familienunternehmen assoziiert. Dennoch können natürlich sowohl große als auch mittelgroße Familienunternehmen, sofern sie den Anforderungen entsprechen, einen Börsengang (IPO = Initial Public Offering) durchführen. Die Beweggründe hierfür sind für Familienunternehmen oftmals vielseitig. Häufig wird die Entscheidung über ein IPO erst dann relevant, wenn es um die Finanzierung von Wachstumsstrategien mit einer gleichzeitigen Reduktion der Abhängigkeit von Fremdkapital (z. B. Banken) geht oder eine ungeklärte Unternehmensnachfolge gelöst werden soll. Familienunternehmen haben vor sowie nach dem IPO in der Regel die Kontrolle über das Eigentum am Unternehmen, da die Gründerfamilie in der Regel der größte Eigentümer bleibt.

Es gibt aber auch Argumente, die gegen ein IPO eines Familienunternehmens sprechen. Diese lassen sich vor allen in zwei Kategorien teilen. Erstens fürchten Unternehmerfamilien den Kontrollverlust mit Blick auf externe Aktionäre. Zweitens bedeutet ein IPO zusätzliche Transparenz- bzw. Publikationspflichten, welche den nicht-finanziellen Zielen und Präferenzen der Unternehmerfamilie entgegenstehen.

Den Kontrollverlust können Familienunternehmen auf verschiedene Arten begrenzen. Eine Möglichkeit ist die Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien. Auf diese Weise können alle Stimmrechte in der Familie bleiben und externe Aktionäre erhalten häufig eine Kompensation durch eine höhere Dividende. Diese Möglichkeit haben z. B. die Familien hinter den Firmen Fuchs Petrolub und Draegerwerk gewählt. Eine weitere Option ist, die Mehrheit der Aktien in der Familie zu bündeln. Die Unternehmerfamilie hinter Wacker Chemie hält z. B. seit dem IPO 2006 mehr als 50 % der Aktien. Um zu verhindern, dass einzelne Familienmitglieder z. B. nach Erbfolgen Aktien an der Börse verkaufen, sind die Aktien der Familie in einer Holding gebündelt. Praktiker argumentieren häufig sogar, dass bereits 30 % der Stimmrechte ausreichen, um eine Mehrheit auf der jeweiligen Hauptversammlung zu haben, da viele Kleinaktionäre in der Regel nicht vertreten sind. Diese Beobachtung ist mit dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) § 29 konsistent, welches eine Kontrolle bei 30 % annimmt.

Die Transparenz- bzw. Publikationspflichten richten sich insbesondere nach dem jeweiligen Börsensegment. Der sogenannte Prime Standard hat im deutschen Markt die höchsten Anforderungen. Diese beinhalten die Veröffentlichung von Quartalsberichten und von sogenannten ad-hoc Berichten zu Börsenkurs-relevanten Informationen. Unternehmen, die diese Veröffentlichungen scheuen, können z. B. das Segment Scale (früher Entry Standard) wählen und müssen weniger Publikationspflichten nachkommen.

Zusammenfassend ist zu betonen, dass Unternehmerfamilien beim IPO auf unterschiedliche Arten die jeweiligen Sorgen hinsichtlich Kontrollverlust und Transparenz- bzw. Publikationspflichten angehen können. Ob die verbleibenden Nachteile eines Börsengangs im Endeffekt die Vorteile überwiegen oder nicht, hängt vom jeweiligen Einzelfall ab.

Methodik und Vorgehen der Studie

Die bisherige Forschung hat das Risikoverhalten von Familien- und Nicht-Familienunternehmen auf der Grundlage verschiedener Eigenschaften von Familienunternehmen untersucht. Dabei wurde zum einen argumentiert (z. B. Gentry, Dibrell & Kim, 2016), dass Familienunternehmen aufgrund ihrer Unabhängigkeit von den Finanzmärkten und ihres langfristigen Denkens bereit sind, riskantere Entscheidungen zu treffen als Nicht-Familienunternehmen (und demnach Familienunternehmen risikoaffiner seien). Zugleich wurde in anderen Studien argumentiert (z. B. König, Kammerlander & Enders, 2013), dass Familienunternehmen das Vermögen im Unternehmen sowie den nicht-ökonomischen Nutzen des Unternehmens besonders schützen möchten und daher riskante Entscheidungen vermeiden (und demnach Familienunternehmen risikoaverser seien).

Basierend auf diesen Forschungsergebnissen gehen wir der Frage nach, wie und warum sich börsennotierte Familienunternehmen in Bezug auf ihr Risikoverhalten von Nicht-Familienunternehmen unterscheiden, und ob sie dabei risikoaverser oder -affiner als Nicht-Familienunternehmen agieren. Für die quantitative Studie berücksichtigten wir Familien- und Nicht-Familienunternehmen, die an der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet sind und ihren Hauptsitz in Deutschland haben. 2016 umfasste dieses Marktsegment 300 Einzelunternehmen (einige davon mit mehreren Aktienarten, die für unsere Analyse nicht relevant sind). Diese Grundgesamtheit haben wir anhand von verschiedenen Kriterien[15] gefiltert und schließlich einen sogenannten Paneldatensatz mit 190 Familien- und Nicht-Familienunternehmen im Zeitraum von 2008 bis 2016 erstellt. In unserer Studie werden Unternehmen als Familienunternehmen definiert, wenn die Eigentümerfamilie über mindestens 20 % der Stimmrechte verfügt, da dies in wissenschaftlichen Studien öfters als Bemessungsgrenze genutzt wird (vgl. LaPorta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999). Die folgende Abbildung 24 zeigt den Unternehmenstyp der berücksichtigten Unternehmen im Jahr 2016. Wir haben zwischen zwei Risikotypen unterschieden: Schwankungsrisiko und Bankrottrisiko. Das Schwankungsrisiko können wir bei börsennotierten Firmen anhand der Volatilität des Aktienkurses messen. In der Wissenschaft wird dafür die Standardabweichung der täglichen Aktienkursveränderungen (z. B. +2 % oder -3 %) verwendet. Das Bankrottrisiko eines Unternehmens umfasst die Wahrscheinlichkeit von Illiquidität bzw. Überschuldung. Hierfür wurde der Ohlson Score (Ohlson, 1980) verwendet, welcher mehrere Positionen aus dem Jahresabschluss nutzt. Hierzu gehören u. a. die Gesamtverbindlichkeiten, das Working Capital oder das Umlaufvermögen eines Unternehmens. Beim Ohlson Score deuten Werte von 0 bis 0,5 auf eine geringe Insolvenzwahrscheinlichkeit hin, während Werte, die größer als 0,5 sind, auf ein Unternehmen mit hoher Insolvenzwahrscheinlichkeit innerhalb der folgenden zwei Jahren hindeuten.

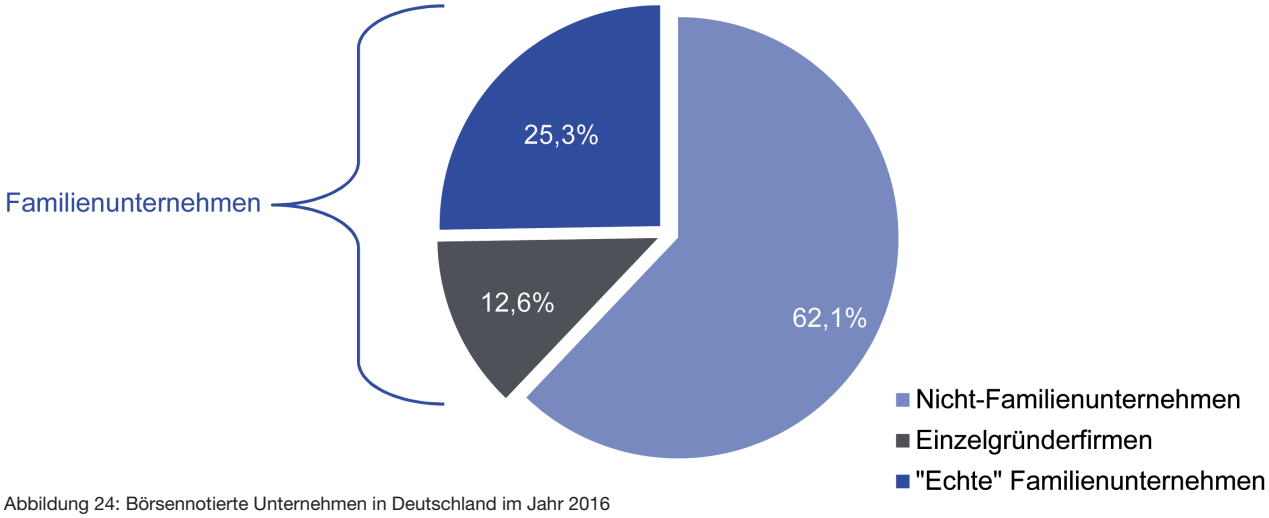

Abbildung 24: Börsennotierte Unternehmen in Deutschland im Jahr 2016

[15] 1) 31 Firmen wurden ausgeschlossen, die ihren Hauptsitz nicht in Deutschland haben 2) 37 Finanzinstitute (Banken, Versicherungen sowie Immobiliengesellschaften) wurden exkludiert, da diese Unternehmenstypen unterschiedlichen Vorschriften unterliegen und unterschiedliche finanzielle Strukturen aufweisen 3) um einen vollständigen Datensatz zu erhalten, haben wir 42 Unternehmen mit einem IPO nach 2007 ebenfalls ausgeschlossen.

Mit der vorliegenden Formel haben Praktiker die Möglichkeit den Ohlsen Score des eigenen Unternehmen zu berechnen (Ohlsen, 1980):

Allgemein	Beispiel Henkel (2016)
1) Notwendige Daten zur Berechnung des Ohlson Score:	
X1 = log(Bilanzsumme) inflationsbereinigt	$X1 = \frac{\log(26.900.000\ €)}{101}$ (Preisindex des Bruttoinlandsprodukts = 1.01)
$X2 = \frac{\text{Gesamtverbindlichkeiten}}{\text{Gesamtvermögen}}$	$X2 = \frac{11.717.000\ €}{26.900.000\ €}$
$X3 = \frac{\text{Working Capital}}{\text{Bilanzsumme}}$	$X3 = \frac{1.211.000\ €}{26.900.000\ €}$
$X4 = \frac{\text{kurzfristige Verbindlichkeiten}}{\text{kurzfristiges Vermögen}}$	$X4 = \frac{1.211.000\ €}{26.900.000\ €}$
X5 = 1, wenn die Gesamtverbindlichkeiten > als Bilanzsumme, ansonsten 0	X5 = 0
$X6 = \frac{\text{Jahresüberschuss}}{\text{Bilanzsumme}}$	$X6 = \frac{2.053.000\ €}{26.900.000\ €}$
$X7 = \frac{\text{Betriebsmittel}}{\text{Gesamtverbindlichkeiten}}$	$X7 = \frac{2.563.000\ €}{11.717.000\ €}$
X8 = 1, wenn der Jahresüberschuss in den letzten zwei Jahren negativ war, ansonsten 0	X8 = 0
X9 = Veränderung des Jahresüberschusses	$X9 = \frac{2.053.000\ € - 1.921.000\ €}{(\lvert 2.053.000\ € \rvert + \lvert 1.921.000\ € \rvert)}$
2) Berechnung des Ohlson Score:	
Ohlson Score: 1,32 – 0,41X1 + 6,03X2 – 1,439X3 + 0,08X4 – 2,37X5 – 1,83X6 + 0,285X7 – 1,72X8 – 0,52X9	Ohlson Score Henkel = $-1,32 - (0,41 * \frac{\log(26900000\ €)}{101}) + (6,03 * \frac{11.717.000\ €}{26.900.000\ €}) - (1,439 * \frac{1.211.000\ €}{26.900.000\ €}) + (0,08 * \frac{7.002.000\ €}{8.213.000\ €}) - (2,37 * 0) - (1,83 * \frac{2.053.000\ €}{2.690.000\ €}) + (0,285 * \frac{2.563.000\ €}{11.717.000\ €}) - (1,72 * 0) - (0,52 * (\frac{2.053.000\ € - 1.921.000\ €}{(\lvert 2.053.000\ € \rvert + \lvert 1.921.000\ € \rvert)}))$ **– 1,50527515**
3) Berechnung der Bankrottwahrscheinlichkeit:	
$P = \frac{e^{\text{Ohlson Score}}}{1+e^{\text{Ohlson Score}}}$; e ~ 2,72	$P = \frac{2,72^{-1,50527515}}{1 + 2,72^{-1,50527515}} = \mathbf{0,1816}$

Der Ohlson Score für Henkel (0,18) sagt aus, dass das Unternehmen ein relativ **geringes Bankrottrisiko** hat.

Zudem haben wir unter anderem die Marktkapitalisierung (auch Börsenwert genannt), Alter des Unternehmens sowie die Anzahl der Branchensegmente, die das Unternehmen abdeckt, in unserer quantitativen Analyse berücksichtigt. Denn diese Aspekte können laut vorherigen Studien einen Einfluss auf das Risikoverhalten haben. Der Börsenwert ist der rechnerische Gesamtwert aller Anteile eines börsennotierten Unternehmens. Hierbei ist zu betonen, dass größere Unternehmen in der Regel ein geringeres Risiko haben, welches (unter anderem) auf etablierte Geschäftsmodelle zurückzuführen sein kann. Das Alter des Unternehmens weist voraussichtlich ähnliche Effekte auf, da ältere Unternehmen überwiegend über etablierte Geschäftsmodelle oder größere finanzielle Polster verfügen und somit das Risiko reduziert wird. Abbildung 25 zeigt die Altersgruppierungen von Familien- und Nicht-Familienunternehmen in unserer Studie. Die Mehrheit der notierten Familienunternehmen ist noch relativ jung (maximal 40 Jahre alt). Wenige Familienunternehmen sind über 100 Jahre alt. Ähnlich wie bei den Familienunternehmen sind die meisten Nicht-Familienunternehmen maximal 40 Jahre alt.

Die Anzahl der Segmente, die ein Unternehmen abdeckt, wird anhand der Produkte eines Unternehmens gemessen. Dies kann die Risikostreuung durch Diversifikation erhöhen und somit das Risiko im Allgemeinen senken.

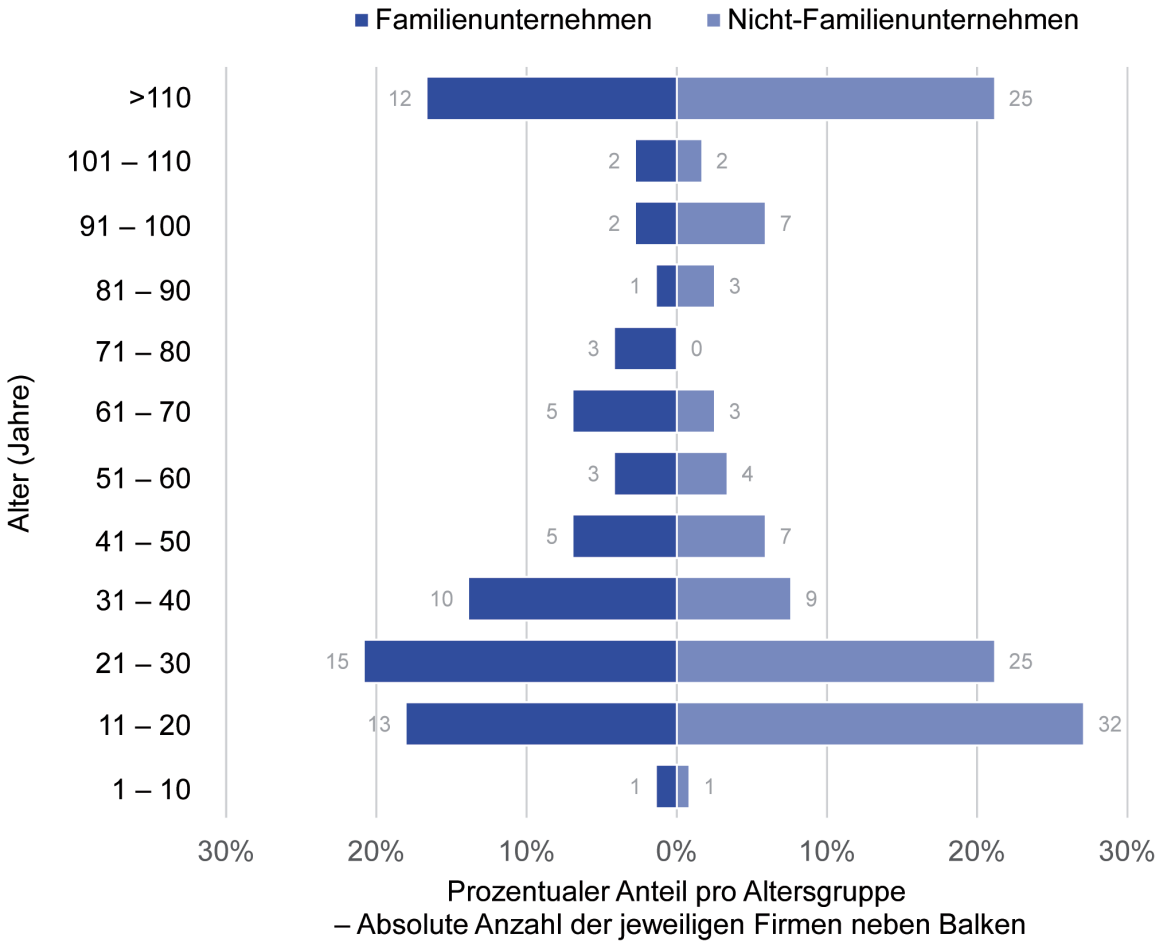

Abbildung 25: Altersgruppen einbezogener Unternehmen (n = 190)

Ergebnisse und Erkenntnisse der Studie

In den folgenden Abbildungen sind die Durchschnittswerte des Ohlson Scores (als Approximation des Bankrottrisikos), sowie die Durchschnittswerte der Standardabweichung der Kursveränderungen (als Proxy des Schwankungsrisikos) für Familien- und Nicht-Familienunternehmen abgebildet. Die Abbildungen beziehen sich jeweils auf das Jahr 2016. Abbildung 26 zeigt die durchschnittlichen Werte (mit den zugehörigen Quartilen) des Ohlson Scores, der die Insolvenzwahrscheinlichkeit misst. Familienunternehmen haben im Durchschnitt einen leicht niedrigeren Ohlson Score (0,42) und somit im Durchschnitt ein etwas niedrigeres Bankrottrisiko als Nicht-Familienunternehmen (0,49).

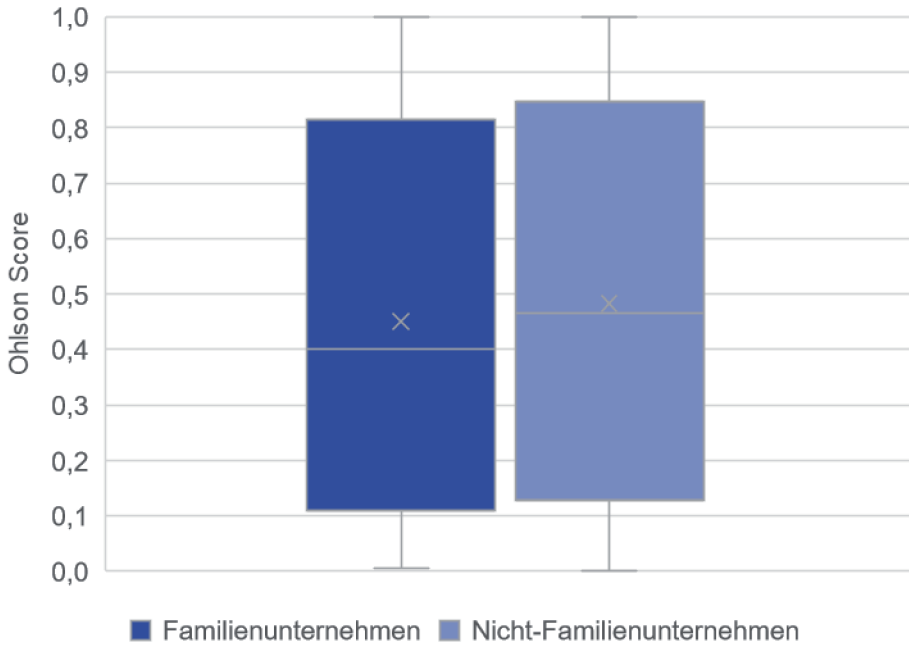

Abbildung 26: Bankrottrisiko von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen

Die Darstellung ist ein sogenannter „Boxplot“ und stellt die sogenannte Fünf-Punkte-Zusammenfassung (5 Kennwerte einer Verteilung: Minimum, 1. Quartil (25 %), Median, 3. Quartil (75 %), Maximum) grafisch dar. Der Median wird durch die Linie in der Box dargestellt. Die eine Hälfte der Beobachtungen ist kleiner oder gleich dem Wert, die andere Hälfte der Beobachtungen ist größer oder gleich dem Wert. Das Kreuz gibt den Durchschnitt der berücksichtigten Werte an.

Abbildung 27 zeigt die durchschnittlichen Werte (mit den zugehörigen Quartilen) für die Standardabweichung, also für das Schwankungsrisiko. Zu erkennen ist, dass Nicht-Familienunternehmen eine höhere Volatilität des Aktienkurses und somit ein höheres Schwankungsrisiko als Familienunternehmen aufweisen.

Die beobachtete Tendenz zum geringen Bankrottrisiko von Familienunternehmen deckt sich mit unseren Erwartungen. Die finanzielle Abhängigkeit zwischen Unternehmerfamilie und Unternehmen kann die Unternehmerfamilie zu einem risikoaversen Verhalten bewegen, da typischerweise der Großteil des Familienvermögens in lediglich einem Unternehmen gebunden ist. Somit gilt für die gesamte Unternehmerfamilie, dass eine finanzielle Schieflage des Unternehmens eine Familie deutlich treffen würde. Zudem ziehen die meisten Unternehmerfamilien einen nicht-ökonomischen Nutzen aus ihrem jeweiligen Familienunternehmen. Eine Unternehmerfamilie profitiert u. a. im Sinne des nicht-ökonomischen Nutzen des Unternehmens davon, dass andere Personen wegen des Status als Familienunternehmen auch den einzelnen Familienmitgliedern eine gewisse Sympathie entgegenbringen. Erneut gilt, dass eine finanzielle Schieflage der Firma diesen nicht-ökonomischen Nutzen der Familie vermindern oder vollständig zerstören könnte.

Hinsichtlich des Schwankungsrisikos stimmt die beobachtete Tendenz nicht mit unserer Vermutung überein. Die meisten Familienunternehmen treffen Entscheidungen mit einer langfristigen Perspektive und der Absicht, ein gesundes Unternehmen an die nächste Generation zu übergeben. In dem Zusammenhang ist ein kurzzeitiger Gewinnrückgang (z. B. aufgrund von nachhaltigen Investitionen) für ein Familienunternehmen weniger schmerzhaft als für ein börsennotiertes Nicht-Familienunternehmen, das sich jedes Quartal vor den Akteuren an den Finanzmärkten rechtfertigen muss. Das Schwankungsrisiko darf allerdings nicht isoliert betrachtet werden, da eine Senkung des Schwankungsrisikos eine erste Möglichkeit für die Senkung des Bankrottrisikos darstellt.

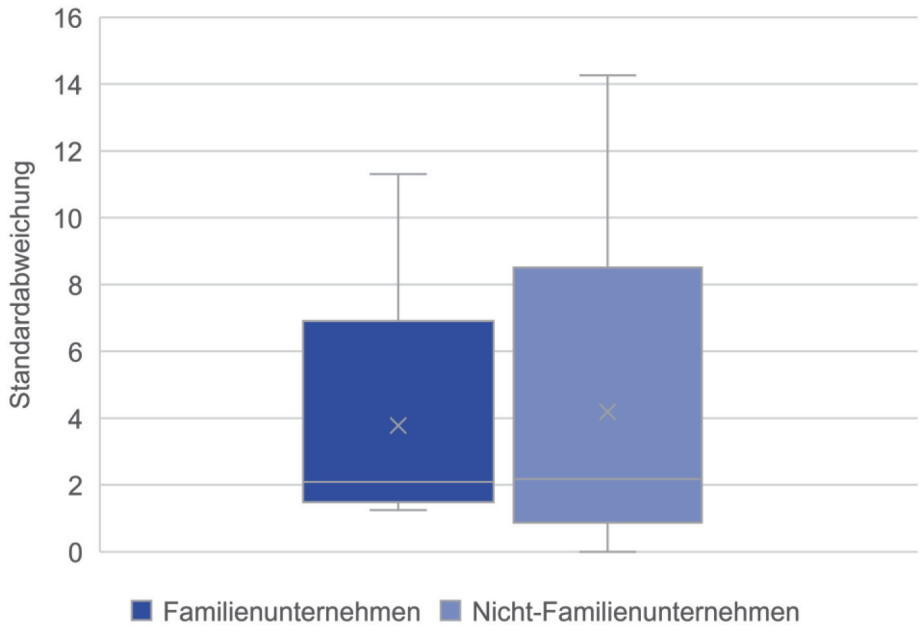

Abbildung 27: Schwankungsrisiko von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen

Die Darstellung ist ein sogenannter „Boxplot“ und stellt die sogenannte Fünf-Punkte-Zusammenfassung (5 Kennwerte einer Verteilung: Minimum, 1. Quartil (25 %), Median, 3. Quartil (75 %), Maximum) grafisch dar. Der Median wird durch die Linie in der Box dargestellt. Die eine Hälfte der Beobachtungen ist kleiner oder gleich dem Wert, die andere Hälfte der Beobachtungen ist größer oder gleich dem Wert. Das Kreuz gibt den Durchschnitt der berücksichtigten Werte an.

Zusammenfassung und Diskussion

Mit unserer Studie können wir beide Arten von Risiken bei börsennotierten Familien- und Nicht-Familienunternehmen messen und mögliche Rückschlüsse auf das Risikoverhalten dieser Unternehmen ziehen. Circa ein Drittel der von uns untersuchten im Prime Standard gelisteten Unternehmen sind Familienunternehmen (auch im Sinne von Gründerfirmen, bei denen die Gründer mehrheitlich Anteilseigner sind). In unserer Studie sehen wir eine Tendenz, dass Familienunternehmen ein geringeres Bankrottrisiko sowie ein geringeres Schwankungsrisiko als Nicht-Familienunternehmen haben. Die Tendenz zum geringeren Bankrottrisiko ist im Einklang mit unseren Erwartungen, da für Unternehmerfamilien ein Bankrott besonders schmerzhaft wäre. Die Tendenz zu einem geringeren Schwankungsrisiko lässt sich damit erklären, dass die zwei Risikoarten nicht vollständig unabhängig voneinander betrachtet werden dürfen, sondern eine Verringerung des Schwankungsrisikos eine Möglichkeit zur Minimierung des Bankrottrisikos sein kann. In Summe können wir auf Basis der Ergebnisse vermuten, dass sich Familienunternehmen nach einem Börsengang dem Risikomanagement von Nicht-Familienunternehmen zumindest teilweise anpassen. Abbildung 28 fasst die gewonnenen Erkenntnisse der Studie vereinfacht zusammen.

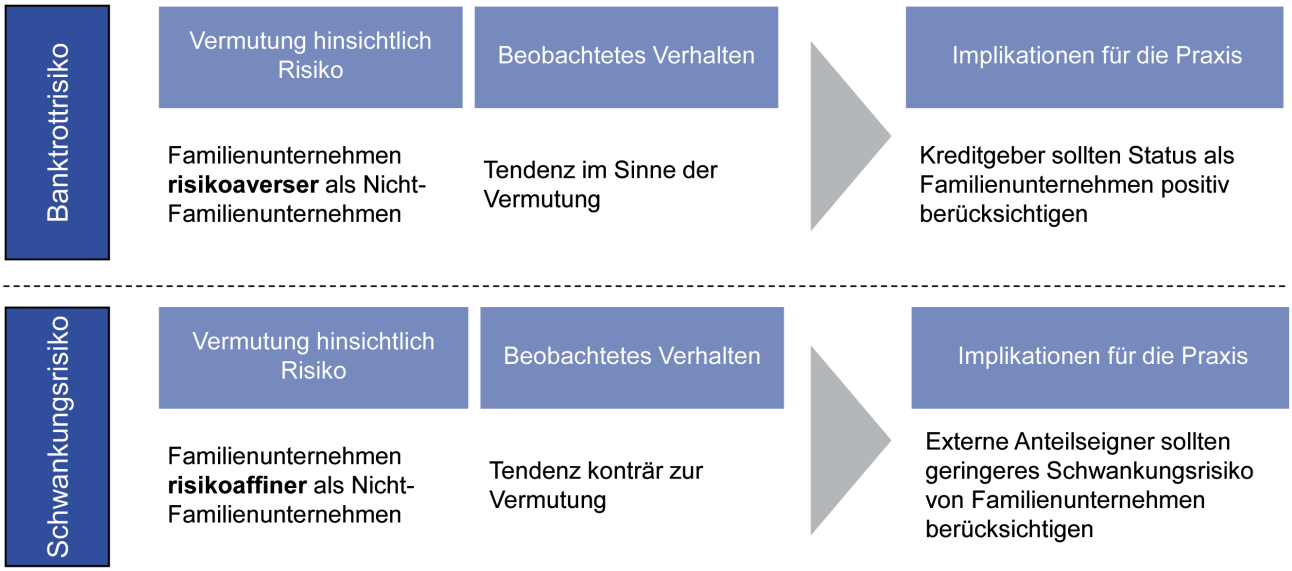

Abbildung 28: Erkenntnisse der Studie und Implikationen für die Praxis

Schlusswort

Mit diesem Leitfaden möchten wir allen Unternehmerfamilien einen Ausgangspunkt für die (intensivere) Beschäftigung mit dem Thema Risiko bieten. Dafür haben wir insbesondere das notwendige Hintergrundwissen aufbereitet, Analyse-Instrumente vorgestellt und Vorgehensweisen im Risikomanagement diskutiert. Damit kann dieser Leitfaden auch als „Werkzeugkoffer" angesehen werden – die jeweils passenden Werkzeuge müssen natürlich je nach Firma und Situation sorgfältig ausgewählt bzw. angepasst werden.

Ein zentrales Konstrukt ist das von uns entwickelte 3-Ebenen-Modell zum Risikomanagement für Unternehmerfamilien. Die darin enthaltenen Ebenen der Firma (im Sinne der Holding) und der operativen Aktivitäten (im Sinne z. B. der Segmente) existieren grundsätzlich in vielfältigen Unternehmenstypen. Doch bei Familienunternehmen (im Gegensatz zu Nicht-Familienunternehmen) ist die Vermögenssphäre zwischen Familie und Firma so eng verwoben, dass das Risikomanagement neben Firma und operativen Aktivitäten eben auch die Familie als dritte Ebene betonen muss. Mit verschiedenen Beispielen haben wir gezeigt, dass die Risikoanalyse auf den drei Ebenen und die Optionen zur Risikosenkung in ein umfassendes Konzept eingearbeitet werden müssen.

Grundsätzlich gilt, dass es viele gute Gründe für das Senken von Risiken gibt, dass eine Risikoabsicherung aber typischerweise (wie eine Versicherung) die erwartete Rendite senkt. Unternehmerfamilien müssen also die unterschiedlichen Optionen zur Risikosenkung auch mit Blick auf die Kosten bzw. die Rentabilität bewerten. Darauf aufbauend wählen viele erfolgreiche Unternehmerfamilien eine strategische Risikopositionierung, d. h. den Fokus der Risikosenkung auf einer (oder zwei) der beschriebenen Ebenen.

Viele Unternehmerfamilien sind zu Recht stolz darauf, dass sie sich nicht ewig mit Konzepten aufhalten, sondern Entscheidungen auch zeitnah umsetzen können. Im Kontext des Risikomanagements bedeutet dies, dass Prozesse, Systeme, die Organisation und die Kultur angepasst werden müssen. Konkret heißt dies unter anderem, dass im Planungsprozess die Risikofaktoren analysiert werden, in der Organisation eine Risikoeinheit (mindestens ein CRO = Chief Risk Officer) etabliert wird und dass der Blick auf das Risiko in vielfältigen Führungsentscheidungen (z. B. Investitionen) deutlich und kulturell vorgelebt wird.

Abschließend möchten wir die Bedeutung des Themas auch jenseits der jeweiligen Firma bzw. Familie betonen. Denn Familienunternehmen sind das viel zitierte Rückgrat unserer Volkswirtschaft – sie stellen einen hohen Anteil an der Beschäftigung und der wirtschaftlichen Entwicklung. Ein besseres Verständnis möglicher Risiken und ein professionelles Risikomanagement können dazu beitragen, dass dies auch in Zukunft gilt.

Quellen und weiterführende Literatur

Anderson R.C., Mansi S.A. & Reeb D.M. (2003). Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt. Journal of Financial Economics, 68(2), S. 263–285.

Bierl P.A., Schickinger A., Leitterstorf M.P. & Kammerlander N. (2018). Family Office, Family Equity und Private Equity – Unternehmerisches Investieren und generationsübergreifendes Unternehmertum. Vallendar: WHU, Institut für Familienunternehmen.

Debicki, B. J., Kellermanns, F. W., Chrisman, J. J., Pearson, A. W. & Spencer, B. A. (2016). Development of a Socioemotional Wealth Importance (SEWi) Scale for Family Firm Research. Journal of Family Business Strategy, 7(1), S.47–57.

Gómez-Mejía L.R., Haynes K., Nuñez-Nickel M., Jacobson K. & Moyano-Fuentes F. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family Controlled Firms. Administrative Science Quarterly, 52(1), S. 106–137.

Hambrick, D. C. & Mason, P. A. (1984). Upper Echelons: The Organization as a Reflection of its Top Managers. Academy of Management Review, 9(2), S. 193–206.

Kammerlander N. (2016). "I Want This Firm to be in Good Hands": Emotional Pricing of Resigning Entrepreneurs. International Small Business Journal, 34(2), S. 189–214.

Kammerlander N. (2018). Nachfolge im Mittelstand: Fallstricke und Best Practices. WhitePaper WHU, Institut für Familienunternehmen.

Kempers, M., Leitterstorf, M.P. & Kammerlander, N. (2018). Risk Behavior of Family Firms: A Literature Review, Framework, and Research Agenda. In Memili, E. & Dibrell, C.: The Palgrave Handbook of Heterogeneity among Family Firms, Palgrave Books.

König, A., Kammerlander, N. & Enders, A. (2013). The Family Innovators Dilemma: How Family Influence Affects the Adoption of Discontinuous Technologies by Incumbent Firms. Academy of Management Review, 38(3), S. 418-441

LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. Journal of Finance, 54 (2), S. 471–517.

Leitterstorf M.P. & Rau S. (2014). Socioemotional Wealth and IPO Underpricing of Family Firms. Strategic Management Journal, 35(5), S. 751–760.

Leitterstorf M.P. & Wachter M.M. (2016). Takeover Premiums and Family Blockholders. Family Business Review, 29(2), S. 214–230.

Miller D., Le Breton-Miller I., Lester R.H. & Cannella A.A. Jr. (2007). Are family Firms Really Superior Performers? Journal of Corporate Finance, 13(5), S. 829–858.

Ohlson, J. (1980). Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. Journal of Accounting Research, 18(1), S. 109–131

Porter, M.E. & Kramer, M.R. (2011). Creating Shared Value. Harvard Business Review, 89 (1–2), S. 62–77.

Rauschnabel, P. A., Kammerlander, N. & Ivens, B.S. (2016). Collaborative Brand Attacks in Social Media: Exploring the Antecedents, Characteristics, and Consequences of a New Form of Brand Crises. Journal of Marketing Theory and Practice, 24(4), S. 381–410

Schickinger, A., Leitterstorf, M.P. & Kammerlander, N. (2018). Private Equity and Family Firms: A Systematic Review and Categorization of the Field. Journal of Family Business Strategy, in print.

Steijvers T., Voordeckers W. & Vanhoof K (2010). Collateral, Relationship Lending and Family Firms. Small Business Economics, 34(3), S. 243–259.

Ward, J. (1987). Keeping the Family Business Healthy. San Francisco, CA: Jossey-Bass.

Über die Autoren

Jun.-Prof. Dr. Max P. Leitterstorf
Max Leitterstorf ist seit 2014 Juniorprofessor am Institut für Familienunternehmen der WHU – Otto Beisheim School of Management. Im Rahmen von Forschung und Lehre beschäftigt er sich mit den ökonomischen und nicht-ökonomischen Zielen von Unternehmerfamilien und den jeweiligen Auswirkungen auf der Unternehmensebene. Neben der eigenen Forschung und Lehre fördert Max Leitterstorf auch die wissenschaftlichen Mitarbeiter am Institut und die Einbindung von Familienunternehmern u. a. durch die jährliche Konferenz „Campus for Family Business“. Gemeinsam mit studentischen Teams unterstützt Max Leitterstorf Familienunternehmen bei unterschiedlichen Themen wie der strategischen Ausrichtung bzw. mit Blick auf die Rolle der Familie im Unternehmen. Vor seinem Wechsel an die WHU war Max Leitterstorf ab 2008 Unternehmensberater bei der Boston Consulting Group (BCG). Dort beriet er sowohl Großkonzerne als auch Familienunternehmen bei verschiedenen strategischen Fragestellungen. Projektthemen waren u. a. PMI, Kernprozesse, und Organisationsstrukturen.

Prof. Dr. Nadine Kammerlander
Nadine Kammerlander ist seit 2015 Professorin am Lehrstuhl für Familienunternehmen der WHU – Otto Beisheim School of Management und leitet das gleichnamige Institut. Die Schwerpunkte ihrer Forschung liegen auf Strategie, Innovation undGovernance in Familienunternehmen und Family Offices. Als Mit-Herausgeberin der führenden Zeitschrift für Familienunternehmen, Autorin einer Vielzahl von Artikeln sowie Empfängerin mehrerer nationaler und internationaler Auszeichnungen und Preise gilt sie als Expertin im Bereich Familienunternehmen.
Vor ihrem Wechsel an die WHU war Nadine Kammerlander als Senior Beraterin bei McKinsey & Company in München tätig mit Schwerpunkt auf High-Tech und Automobilunternehmen. Sie forschte und lehrte im Anschluss an mehreren deutschen und internationalen Universitäten. Nadine Kammerlander begleitet und berät Familienunternehmen zu verschiedenen, ausgewählten Themen.

Thilo Wenig
Seit 2018 unterstützt Thilo Wenig das Institut für Familienunternehmen der WHU – Otto Beisheim School of Management als studentischer Mitarbeiter. Mit seiner Thesis zum Thema „Risikoverhalten von Familienunternehmen in M&A Transaktionen“ unter Betreuung von Jun.-Prof. Dr. Max Peter Leitterstorf schloss er erfolgreich sein WHU-Bachelorstudium ab und setzt nun mit dem Master in Management sein Studium an der WHU fort. Im Rahmen mehrerer Praktika in Unternehmensberatungen und mittelständischen Industrie- und Handelsunternehmen konnte er erste Berufserfahrung und wertvolle Einblicke auch in Familienunternehmen gewinnen.

www.campus-for-family-business.com

View publication stats