

Finanzielles Risiko- und Investitionsverhalten von Familienunternehmen

Family Business Center



Universität St.Gallen

Impressum

Herausgeber

Ernst & Young AG
Peter Bühler, Partner
Leiter Entrepreneur Markets
Bleicherweg 21
Postfach, 8022 Zürich
peter.buehler@ch.ey.com
www.ey.com/ch

Bestellungen/Adressänderungen

Ernst & Young AG
Sales & Marketing Services
Postfach, 3001 Bern
crm@ch.ey.com

Gestaltung

Schminke & Team AG, Zürich

Druck

Goetz AG, Geroldswil

© Copyright

Ernst & Young AG, 2005
Nachdruck, auch auszugsweise,
nur unter ausdrücklichem
Quellenhinweis gestattet.
Die Redaktion ersucht um
Zusendung eines Belegexemplars.

Wichtiger Hinweis

Die Autoren dieser Studie lehnen jegliche Haftung für Entscheide, die sich auf diese Studie beziehen, und deren Konsequenzen ab. Diese Studie kann nicht als Ersatz für professionelle Beratung betrachtet werden. Ebenso beziehen sich die in dieser Studie gemachten Aussagen und Interpretationen ausschliesslich auf die Meinung der Autoren und repräsentieren nicht zwangsläufig die Meinung der Unternehmen, bei denen die Autoren angestellt sind.

Inhaltsverzeichnis

Editorial	4
1 Risiko und Familienunternehmen	6
1.1 Datenerhebung	6
1.2 Aufbau der Studie und Forschungsfragen	6
2 Verschuldungsgrad von Familien- und Nicht-Familienunternehmen im Vergleich	7
3 Traditionelle Erklärungsansätze zum Verschuldungsgrad von Familienunternehmen	8
3.1 Angebot von und Nachfrage nach Fremdkapital	8
3.2 Steuervorteil von Fremdkapital	8
3.3 Informationshypothese	9
3.4 Hierarchie der Finanzierungsinstrumente	9
3.5 Schlussfolgerung	9
4 Eigenheiten von Familienunternehmen eröffnen andere Ansätze	10
4.1 Undiversifizierte Investitionen erklären geringere Verschuldung	10
4.2 Vermischung von Privat- und Familienvermögen verfälscht Verschuldungsgrad	10
4.3 Eigentümerkonzentration und Verschuldungsgrad	11
4.3.1 Kontrollierender Aktionär	11
4.3.2 Kontrolle durch Geschwister	12
4.3.3 Erweiterter Familienkreis	12
4.3.4 Quasi-private Bezüge und Eigentümerkonzentration	12
4.4 Aktive Generation und Verschuldungsgrad	13
4.5 Verhalten von Familienunternehmern	13
5 Kapitalkosten und Investitionsprojekte	16
5.1 Die Ausdauerstrategie	16
5.2 Die Überholstrategie	17
5.3 Kombinationen aus Ausdauer- und Überholstrategie	17
5.4 Einschränkungen	17
6 Schlussfolgerungen	18
7 Literaturverzeichnis	19

**Peter Bühler**

Partner, Ernst & Young
 Leiter Entrepreneur Markets
 peter.buehler@ch.ey.com

Louis Siegrist

Partner, Ernst & Young
 Sitzleiter St. Gallen
 louis.siegrist@ch.ey.com

Editorial

Familien, die Unternehmen führen, tätigen hohe Investitionen. Wir können diese Aussage ganz allgemein verstehen: Familien bürgen mit ihren Exponenten, mit ihrem guten Namen und oft auch mit ihrer umfassenden Verfügbarkeit für die Professionalität ihrer Firma. «Familyness» als Wert, auf den Kunden, Lieferanten und Mitarbeitende zählen, hat nichts mit patriarchalischen Traditionen zu tun. In einer Wirtschaft, die sich wieder stark auf Leistung und Langfristigkeit ausrichtet, ist «Familyness» vielmehr geradezu ein Konkurrenzvorteil.

Diese «Familyness», die durchaus auch andere mittlere Unternehmen ausstrahlen können, äussert sich aber nicht nur in den «soft factors». Die erstaunliche und auch erfreuliche Erkenntnis dieser Studie ist vielmehr: Auch wenn's ums Geld geht, investieren Familienfirmen anders und intensiv.

Dass die Börse diese Orientierung belohnt, haben wir in der früheren Studie «Schweizer Familienunternehmen an der Börse» bereits gezeigt. Nun wollen wir die Hintergründe ausleuchten. Denn auch aufgrund unserer täglichen Erfahrung im Kontakt mit Kunden finden wir es wertvoll, die hohe finanzielle Risikobereitschaft von Familienunternehmen näher aufzuzeigen. Die vorliegende Studie zeigt aber auch das Erfolgspotential – eine lohnende Lektüre!

Peter Bühler

Louis Siegrist

Prof. Dr. Urs Fueglistaller
Geschäftsführender Direktor KMU-Institut
an der Universität St. Gallen
urs.fueglistaller@unisg.ch

Thomas Zellweger, lic. oec. HSG
Mitgründer Family Business Center
an der Universität St. Gallen
thomas.zellweger@unisg.ch



Risiko und Familienunternehmen – mit der vorliegenden zweiten Studie über Familienunternehmen (vgl. Zellweger, Fueglistaller, 2004) sprechen wir eine Thematik an, zu welcher zahlreiche Meinungen im Umlauf sind. Wie sich in der Studie herausstellt, existieren nicht zuletzt auch viele Vorurteile, Falschaussagen und Fehleinschätzungen. Es ist an der Zeit, im Bereich des finanziellen Risiko- und Investitionsverhaltens von Familienunternehmen mit belegten Fakten Klarheit zu schaffen.

Die Studie klärt ebenfalls, weshalb der Verschuldungsgrad von Familienunternehmen anhand von traditionellen Ansätzen und Modellen nicht erklärt werden kann. Die theoretische Sichtweise muss vielmehr ergänzt werden mit Überlegungen zu Eigenheiten und Charakter von Familienunternehmen. So ergibt sich eine strategische Sichtweise, die den Umgang von Familienunternehmen mit Investitionen und Kapitalkosten erklärt.

Unser Institut und das neu gegründete Family Business Center an der Universität St. Gallen (FBC-HSG) haben sich in den vergangenen Jahren intensiv mit der Thematik «Familienunternehmen» befasst. Zahlreiche überraschende Einsichten und Ergebnisse konnten gewonnen werden: Forschung, Lehre und Unterstützung von Familienunternehmen gehören zu den faszinierendsten Tätigkeiten, die man sich in der Betriebswirtschaftslehre vorstellen kann. Dank der fruchtbaren Zusammenarbeit mit Ernst & Young können wir diese Erkenntnisse einer breiten Leserschaft zugänglich machen.

Prof. Dr. Urs Fueglistaller

Thomas Zellweger, lic. oec. HSG

Die Studie entstand unter der Leitung von **Thomas Zellweger**, Mitgründer des Family Business Center an der Universität St. Gallen (FBC-HSG). Thomas Zellweger studierte an der Universität St. Gallen und an der Université Catholique de Louvain, Belgien. Nach dem Studium war er zwei Jahre im Investment Banking tätig. Seit Juni 2003 arbeitet er an einer Dissertation zum Thema Risiko, Rendite und Bewertung von Familienunternehmen.

1 Risiko und Familienunternehmen

Bei finanziellen Entscheidungen gelten Familienunternehmen im Volksmund als risikoscheu. Die vorliegende Untersuchung möchte diese Einschätzung überprüfen und hat das Risiko- und Investitionsverhalten von Familienunternehmen in finanziellen Angelegenheiten präziser ermittelt.

Dabei beschränkt sich die vorliegende Arbeit auf die Risikobereitschaft bei finanziellen Entscheidungen und schliesst somit das Risikoverhalten in anderen Bereichen, wie zum Beispiel bei Produkt- oder Marktentscheidungen, aus.

1.1 Datenerhebung

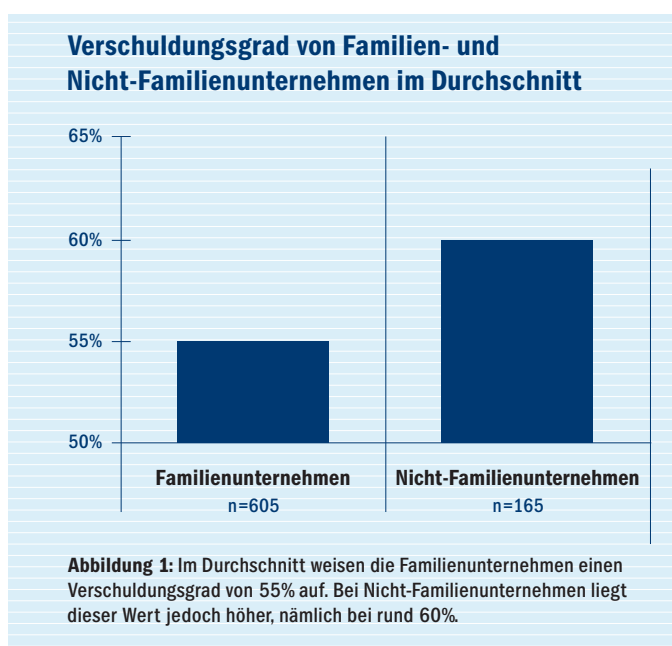
Die Daten wurden vom Family Business Center an der HSG (FBC–HSG) in zwei getrennten Untersuchungen erhoben. Dazu wurden zwei Datensätze generiert. Der erste entstand im April 2004 im Rahmen der Untersuchung zur Bedeutung und Struktur von Familienunternehmen in der Schweiz (Frey et al., 2004). Er erlaubte Aussagen zur Finanzierungsstruktur von Familienunternehmen. Der zweite Datensatz wurde im Juni 2004 zum Verhalten von Familienunternehmern erhoben. In beiden Fällen wurde die gleiche Definition von Familienunternehmen verwendet. Die Antworten stammen alle aus privat gehaltenen Unternehmen mit 9 bis 300 Mitarbeitenden.

1.2 Aufbau der Studie und Forschungsfragen

Die Studie stellt zunächst den Verschuldungsgrad von Familienunternehmen demjenigen von Nichtfamilienunternehmen gegenüber. Im Anschluss wird untersucht, welche Erklärungen für die gefundenen Unterschiede heute schon existieren. Dies erfolgt unter Bezug traditioneller Ansätze wie auch solcher, welche nicht nur die Risikobereitschaft von Familienunternehmen, sondern auch jene der Unternehmer zu untersuchen erlauben. Diese Erkenntnisse werden im Anschluss verwendet, um Strategiealternativen zu entwickeln. ■

2 Verschuldungsgrad von Familien- und Nichtfamilienunternehmen im Vergleich

Die Verschuldung von Familienunternehmen wird in zahlreichen Studien mit derjenigen von Nichtfamilienunternehmen verglichen (z.B. Gallo, Vilaseca, 1996). Die meisten Studien kommen zum Schluss, dass Familienunternehmen in geringerem Masse verschuldet sind – eine Erkenntnis, die auch für die Schweiz bestätigt werden kann (Abbildung 1).



Die traditionelle Finanzliteratur bietet verschiedene Theorien an, um die Kapitalstruktur (Zusammensetzung der Passivseite der Bilanz eines Unternehmens aus Fremd- und Eigenkapital) von Unternehmen zu erklären. Diese werden in den nächsten Kapiteln kurz beleuchtet. Zudem wird aufgezeigt, inwiefern diese Denkmodelle geeignet sind, die geringere Verschuldung von Familienunternehmen zu erklären. ■

3 Traditionelle Erklärungsansätze zum Verschuldungsgrad von Familienunternehmen

3.1 Angebot von und Nachfrage nach Fremdkapital

Die Verfügbarkeit von (Fremd-)Kapital wird oft als eine der wichtigsten Wachstumsbremsen für Familienunternehmen angesehen. Dabei wird davon ausgegangen, dass Familienunternehmen bei der Erschließung verschiedener Finanzierungsquellen mit höheren Such- und Informationskosten rechnen müssen, über die unterschiedlichen Formen der Finanzierung generell weniger gut informiert sind und bei der Finanzierung selbst schliesslich weniger Sicherheiten stellen können. Diese Finanzierungslücke verbreitert sich mit abnehmender Unternehmensgrösse (Pichler, 2004).

Obwohl privat gehaltene Unternehmen die Verfügbarkeit von Fremdkapital zu tragbaren Kosten als wichtige Wachstumsbremse nennen, ist fraglich, ob dieses Argument der Finanzierungslücke auf alle Typen von privaten Firmen zutrifft. Denn der Gedanke ist nur dann stichhaltig, wenn das beschränkte Angebot auf eine unbefriedigte Nachfrage trifft. Familienunternehmen geben aber oft die Unabhängigkeit, und damit auch die Unabhängigkeit von Fremdkapitalgebern, als wichtiges Unternehmensziel an (Gallo, Vilaseca, 1996; vgl. Abb. 2). Sie ziehen daher alternative Finanzierungsquellen vor, insbesondere die Finanzierung über private Vermögens-

werte der Familienunternehmer (Winborg, Landström, 2000). Die Nachfrage nach Kapital ist demzufolge bewusst eingeschränkt.

Beispielsweise sagen 63% der grossen deutschen Familienunternehmen mit einem Umsatz von 400 Mio. EUR bis 1,3 Mia. EUR aus, dass der Zugang zu externem Kapital das Unternehmenswachstum trotz sehr konservativer Finanzierungspolitik nie behindert habe (Achleitner, Poech, 2004).

Neben den unternehmensexternen, angebotsgetriebenen Erklärungsansätzen gibt es also auch unternehmensinterne, nachfragegetriebene Erklärungen für eine Kapitallücke. Diese sind in erster Linie auf die Werthaltung der Unternehmer respektive deren Familien zurückzuführen. Solche internen Beweggründe wurden in der Vergangenheit zu wenig berücksichtigt.

3.2 Steuervorteil von Fremdkapital

Die Frage, ob die Finanzierung eines Unternehmens einen Einfluss auf den Wert eines Unternehmens habe, geht auf eine Untersuchung von Modigliani und Miller (1958) zurück, wonach die Kapitalstruktur unter Annahme perfekter Kapitalmärkte und der Abwesenheit von Steuern keinen Einfluss auf den Unternehmenswert hat.

Familieneinfluss und Wichtigkeit von Geschäftszielen

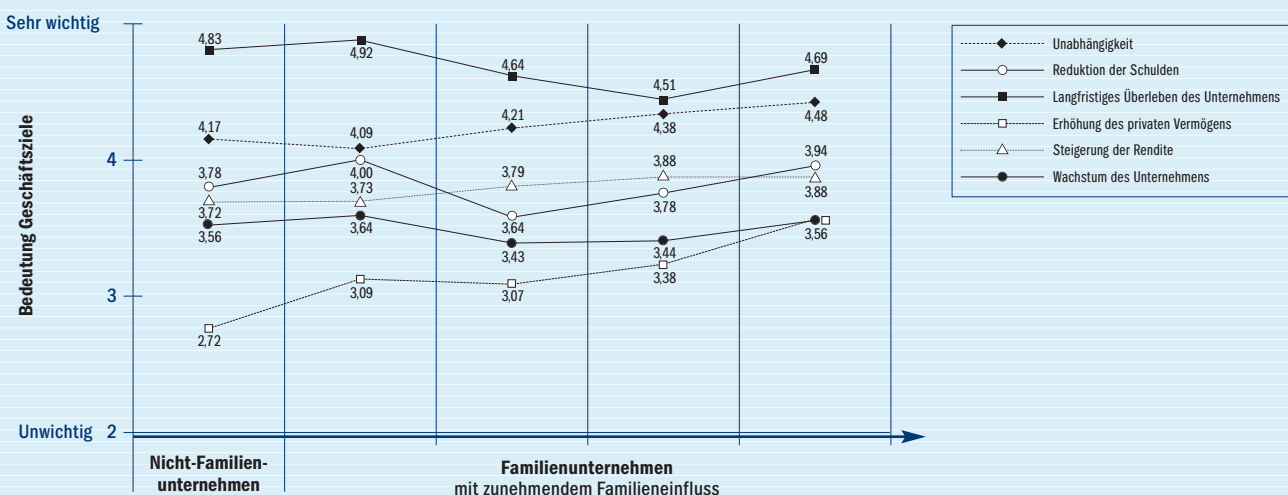


Abbildung 2: Der Familieneinfluss wird gemessen am Anteil der Familie am Kapital, in der Geschäftsleitung und im Verwaltungsrat des Unternehmens. Vollständiger Familieneinfluss setzt sich wie folgt zusammen: 100% familieneigenes Kapital, zusätzlich sind die Geschäftsleitung sowie der Verwaltungsrat ausschliesslich mit Familienmitgliedern besetzt. Es zeigt sich beispielsweise, dass mit zunehmendem Familieneinfluss die Bedeutung der Unabhängigkeit steigt.

Welche Faktoren beachten privat gehaltene Familienunternehmen bei der Aufnahme von Fremdkapital?

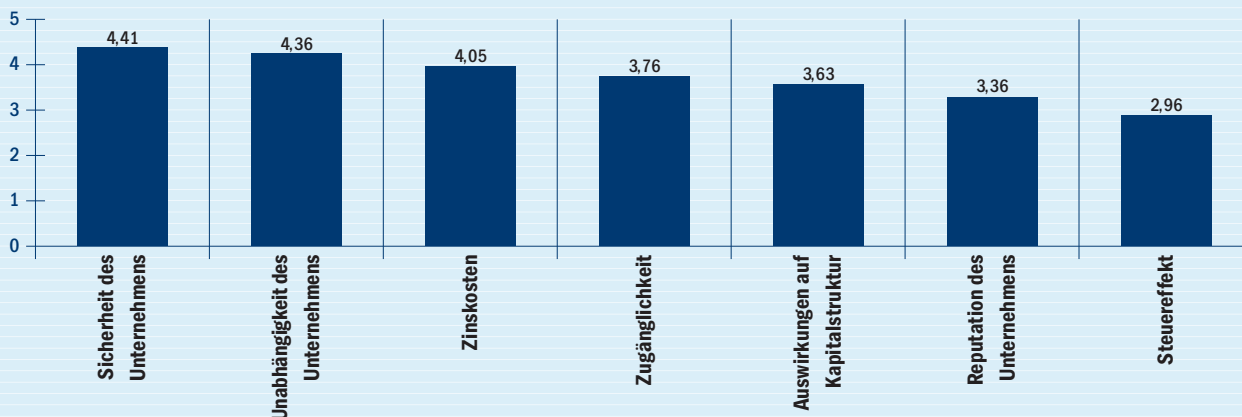


Abbildung 3: Die Unternehmer erachten die Sicherheit des Unternehmens als das wichtigste Ziel (Skala von 1 bis 5, mit 1 = völlig unwichtig, 2 = unwichtig, 3 = mässig wichtig, 4 = wichtig, 5 = sehr wichtig).

Bei privat gehaltenen Familienunternehmen treffen beide Annahmen aber nicht zu. Unternehmen müssen Steuern zahlen, wobei Fremdkapitalzinsen dank ihrer Abzugsfähigkeit die Steuerlast reduzieren. Dies führt zu einem inhärenten Vorteil der Finanzierung mit Fremdkapital gegenüber der Finanzierung mit Eigenkapital, dem sogenannten «tax shield». Ihm gegenüber steht das Konkursrisiko bei übermässiger Verschuldung.

Die Tatsache, dass Familienunternehmen weniger ausgeprägt mit Fremdkapital finanziert sind, wirft die Frage auf, ob dieser Steuervorteil bei Familienunternehmen überhaupt Beachtung findet. Abbildung 3 zeigt deutlich, dass der Steuervorteil von Fremdkapital das am wenigsten wichtige Kriterium bei der Wahl der Finanzierungsform ist. Der Erhalt der Unabhängigkeit und die Sicherheit gehen vor.

3.3 Informationshypothese

Die Informationshypothese geht auf Ross (1977) zurück und besagt, dass Manager auf dem Umweg über die Zusammensetzung der Mittel, mit denen sie ihre Investitionsprojekte finanzieren, Informationen über die zukünftig zu erwartenden Cashflows des Unternehmens signalisieren. Der Informationseffekt kommt zustande, weil Manager besser über die zu erwartenden Erfolge des Unternehmens informiert sind als die Aktionäre oder andere Personen ausserhalb des Unternehmens. Gemäss der Informationshypothese muss also der Unternehmenswert steigen, wenn ein Unternehmen Fremdkapital aufnimmt. Denn damit signalisieren die Manager die Fähigkeit des Unternehmens, die Zinszahlungen zu erfüllen. Im Gegensatz dazu signalisiert die Aufnahme von externem Eigenkapital, dass Projekte finanziert werden sollen, deren Cashflows unsicherer sind und deren Risiko besser auf verschiedene Schultern verteilt wird.

Wendet man die Informationshypothese auf Familienunternehmen, speziell auf privat gehaltene, an, so stellt sich die Frage, welche Informationen diese Unternehmen mit ihren Finanzierungsentscheidungen absondern, und an wen diese gerichtet sind respektive wer sie interpretieren soll.

Bei vielen privat gehaltenen Familienunternehmen ist die Kapitalstruktur des Unternehmens Familienangelegenheit. Es gibt keine externe Finanz-Community (z.B. Rating-Agenturen, Banken, Pensionskassen etc.), welche diese Information interpretieren könnte.

Auch bei kotierten Familienunternehmen stellt sich die Frage nach der Aussagekraft der Informationshypothese. In der Schweiz weisen diese Unternehmen nur einen Anteil von 43,1% frei handelbarer Aktien («free float») auf. Die erhöhte Eigenkapitalausstattung signalisiert daher eher ein starkes Engagement der Familie und den Wunsch nach Unabhängigkeit. Somit liefert also die Informationshypothese keinen überzeugenden Bezugsrahmen für Finanzierungsentscheidungen in Familienunternehmen.

3.4 Hierarchie der Finanzierungsinstrumente

Die Theorie der Finanzierungsinstrumente (auch Pecking Order-Theorie genannt) geht auf Myers und Majluf (1984) zurück. Sie besagt, dass sich Unternehmen zuerst der billigsten Finanzierungsform bedienen und dann auf die nächstteuerere Form ausweichen. Demnach finanzieren sich Unternehmen zunächst selbst, um Kosten zu sparen. Erst in einem zweiten Schritt greifen die Unternehmen auf externes Kapital, zuerst Fremdkapital und sodann externes Eigenkapital, zurück.

Für Poutziouris (2001) ist klar, dass sich das Finanzierungsverhalten von Familienunternehmen sehr gut durch diese Theorie erklären lässt. Es scheint, dass sich die Theorie der Hierarchie der Finanzierungsinstrumente als einzige auf Familienunternehmen anwenden lässt. Denn bei der Wahl der Finanzierungsform sind die Kosten der Finanzierung immerhin das dritt wichtigste Kriterium (Abbildung 3). Fremdkapital wird in Familienunternehmen offenbar als teuer erachtet, Eigenkapital als billiger. Dies widerspricht dem klassischen Verständnis der Finanzliteratur, Eigenkapital müsse teurer sein, da es im Konkursfall voll haftet. Doch sagt ein Familienunternehmer: «Es gibt kein besseres Investment als jenes, welches ich selber kontrolliere.» Dieser Satz illustriert bestens, dass Familienunternehmen dem Eigenkapital dennoch den Vorzug geben und dessen Kosten als niedriger erachten.

3.5 Schlussfolgerung

Bis auf die Theorie der Hierarchie der Finanzierungsinstrumente können die traditionellen Theorien zur Kapitalstruktur kaum auf Familienunternehmen angewandt werden. Deshalb werden in den folgenden Kapiteln die Eigenheiten von Familienunternehmen unter die Lupe genommen. ■

4 Eigenheiten von Familienunternehmen eröffnen andere Ansätze

Um die finanzielle Risikobereitschaft von Familienunternehmen zu erklären, muss insbesondere auch die Risikobereitschaft der Unternehmer untersucht werden, denn sie bestimmen letztlich den Kurs des Unternehmens.

4.1 Undiversifizierte Investitionen erklären geringere Verschuldung

Einen weiteren Erklärungsansatz, warum Familienunternehmen weniger mit Fremdkapital finanziert sind, liefert Masulis (1988). Er verfiert die Theorie, dass die Risikobereitschaft von Personen mit der Diversifizierbarkeit ihrer Investitionen in ein Unternehmen zusammenhängt.

Wie bereits in der Studie zu Familienunternehmen an der Börse erwähnt (Zellweger, Fueglistaller, 2004), haben Unternehmerfamilien durchschnittlich rund 70% ihres Vermögens im Unternehmen investiert (Forbes Wealthiest American Index, 2002). In vielen Familien ist das Kapital so stark im Unternehmen gebündelt, dass eine effektive Diversifikation der Risiken unmöglich wird. Dies trifft nicht nur bei privat gehaltenen Familienunternehmen, sondern bei allen zu. Und auch wenn das Risiko diversifizierbar wäre, wie beispielsweise in grossen börsenkotierten Familienunternehmen, sind die Familien langfristig orientierte Anleger, die ihre Investition oft nur unter äusserem (z.B. bei einer Turnaround-Situation) oder innerem Druck (z.B. Auszahlung eines Familienzweiges) verändern.

In Familienunternehmen kommt neben dem finanziellen Engagement dem persönlichen Einsatz der Unternehmerfamilie eine besondere Bedeutung zu. Der Name von Einzelpersonen oder Familien ist oft direkt mit dem Unternehmen verbunden. Zudem lässt sich firmen- und branchenspezifisches Know-how kaum in einem anderen Unternehmen oder in der gleichen Branche wieder einsetzen. Vor allem das mit dem persönlichen Engagement einzelner Unternehmerpersönlichkeiten oder ganzer Familien verbundene Risiko ist nicht zu diversifizieren. Die Aussage, Familien tätigten hohe unternehmensspezifische Investitionen, darf nicht nur finanziell verstanden werden.

4.2 Vermischung von Privat- und Familienvermögen verfälscht Verschuldungsgrad

Gerade kleinere Familienunternehmen stellen oft private Sicherheiten bei der Aufnahme von externem Fremdkapital (Ang et al., 1995). Die Verschuldung von Familienunternehmen gemäss Bilanz gibt deshalb nur beschränkt Auskunft über die effektive Risikobereitschaft der Unternehmenseigentümer.

Für eine umfassende Analyse des Risikos, welchem ein Familienunternehmen ausgesetzt ist, muss deshalb immer auch die Verbindung zwischen Geschäfts- und Privatvermögen berücksichtigt werden. So müssen etwa Sicherheitsleistungen aus dem Privatvermögen (z.B. Verpfändung eines Privathauses) zur Finanzierung von Geschäftsinvestitionen ins Risikoprofil hineingerechnet werden. Werden Sicherheiten aus dem Privatvermögen erbracht, ist ein Fremdkapitalgeber wie z.B. eine Bank eher gewillt, Geld zu sprechen. Aus Sicht der Familie sieht der Fall jedoch gerade umgekehrt aus: Durch die Sicherheitsleistung erhöht sich das eingegangene Risiko.

Dies soll anhand eines Beispiels verdeutlicht werden. Ein Familienunternehmen hat eine Bilanzsumme von 200. 50% davon ist selbst-, 50% fremdfinanziert (Abbildung 4). Nun kauft das Unternehmen eine Liegenschaft mit einem Wert von 100. Zur Finanzierung verlangt die Bank 80 als Sicherheitsleistung aus dem Privatvermögen, zum Beispiel in Form einer Verpfändung privat gehaltener Wertschriften.

Aus Sicht der Bank reduziert sich damit das Risiko, weil dieser Kredit damit zu 80% gesichert ist. Aus Sicht der Eigentümerfamilie hat sich das Risiko jedoch massiv erhöht.

Von innen betrachtet hat sich das Kapital, das voll haftet, um 80 aus den Sicherheitsleistungen aus dem Privatvermögen erhöht. Aus der Innenperspektive beträgt das Eigenkapital neu 180.

Von aussen betrachtet, wenn man also nur die Bilanz des Unternehmens analysiert, ist nichts von dieser privaten Sicherheitsleistung ersichtlich. Die Bilanz weist weiterhin ein Eigenkapital von 100 aus.

Wenn man also die Risikobereitschaft von Unternehmern und Unternehmerfamilien beurteilen will, dann reicht es nicht, nur die Aussenperspektive einzunehmen und nur die Bilanz des Unternehmens zu analysieren. Durch die Verbindungen zwischen Privat- und Geschäftsvermögen verfälscht sich das Bild. Der

Risikoanalyse bei Familienunternehmen unter Einbezug der Verbindungen zwischen privatem Besitz und Geschäftsvermögen

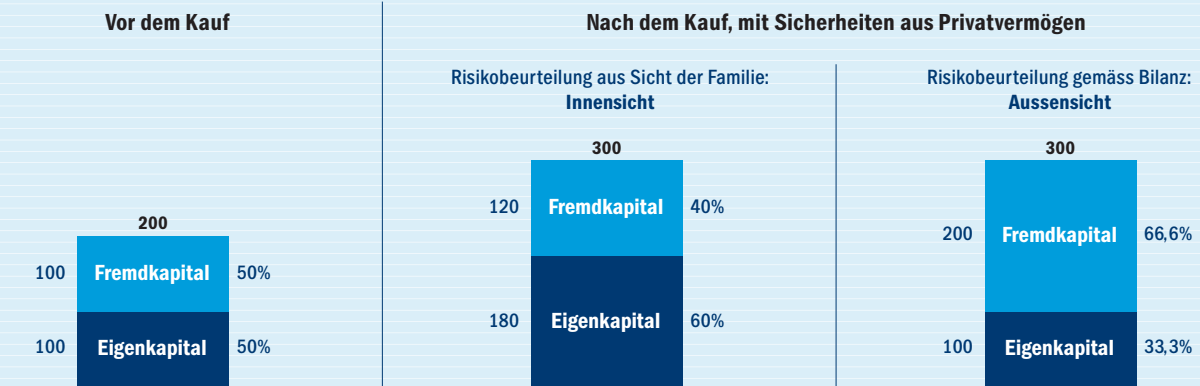


Abbildung 4: Vergleiche dazu das Beispiel im vorhergehenden Text.

Aussensicht ist immer auch die Innensicht gegenüberzustellen, welche diese Verbindungen offen legt.

Gerade für Geschäftsbanken, aber auch für Privatbanken mit Family Office-Abteilungen ist es sinnvoll, beide Sichtweisen einzunehmen. Nur so lassen sich die Risiken, die eine Unternehmerfamilie effektiv einget, wirklich messen.

4.3 Eigentümerkonzentration und Verschuldungsgrad

Bereits existierende Untersuchungen zeigen: Je stärker das Eigentum an einem Ort konzentriert ist, desto weniger sind Unternehmen verschuldet.

Obwohl dieser Ansatz plausibel scheint, greift er bei Familienunternehmen zu kurz. Er lässt beispielsweise ausser Acht, welche Konflikte unter Geschwistern auftreten können (ca. 2 bis 4 Personen aus derselben Familie als Aktionäre). Zudem beantwortet er die Frage nicht, wie weit verzweigte Familien ein Unternehmen führen, wenn viele Familienmitglieder (blutsverwandte und eingeheiratete) finanziell vom Unternehmen profitieren.

Die Konzentration des Eigentums in einem Familienunternehmen durchläuft normalerweise drei Phasen. In der Gründungsphase gibt es in der Regel einen Haupteigentümer. In einer zwei-

ten Phase sind es oft die Kinder des Gründers, welche am Unternehmen beteiligt sind. In der Regel handelt es sich um 2 bis 4 Personen. In der dritten Phase erweitert sich die Eigentümerstruktur durch einen wachsenden Familienbaum, unter Umständen kommen auch familienexterne Eigner oder eingeheiratete Familienmitglieder hinzu (Gersick et al., 1997).

Gemäss der am Anfang des Kapitels erwähnten Untersuchung müsste der Verschuldungsgrad konstant zunehmen. In der Realität kann dies aber nicht festgestellt werden (Abbildung 5).

4.3.1 Kontrollierender Aktionär

Im Falle eines kontrollierenden Aktionärs kann man davon ausgehen, dass dieser versucht, seinen persönlichen Nutzen zu steigern, denn er oder sie hat weitestgehende Entscheidungsfreiheit. Dieser persönliche Nutzen ist oft geprägt durch den Wunsch nach Unabhängigkeit. Auch die hohe Konzentration des Eigentums im Unternehmen spricht dafür, dieses nicht mit übermässig viel Fremdkapital zu belasten. Konflikte zwischen Aktionären spielen keine Rolle, denn das Eigentum wird von einer Person kontrolliert.

Verschuldung und Eigentümerkonzentration bei Familienunternehmen

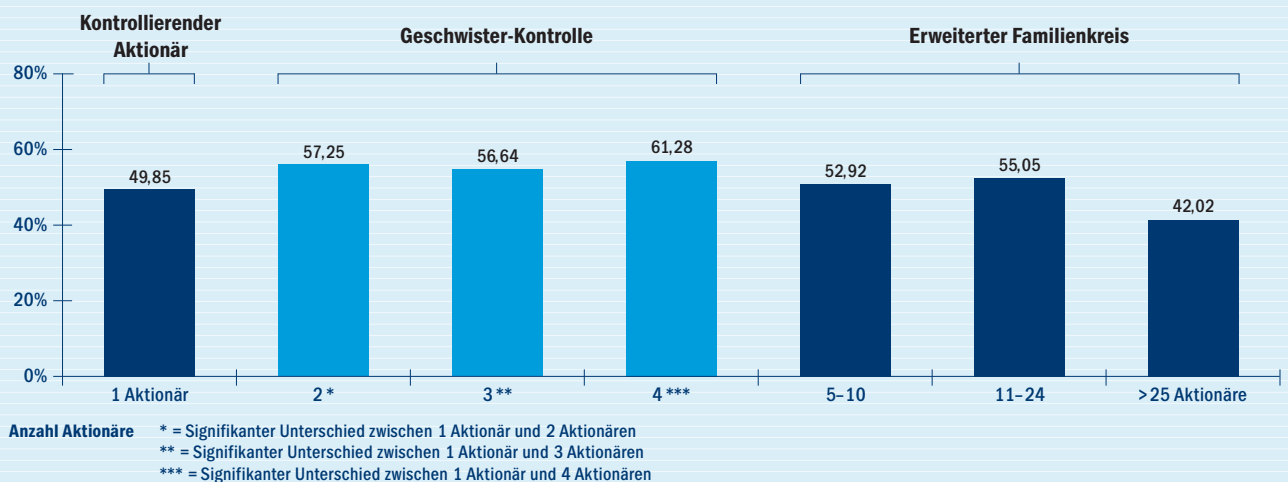


Abbildung 5: Die Verschuldung von Familienunternehmen verläuft in einer umgekehrten U-Form. Die höchste Verschuldung weisen Unternehmen auf, die von 2 bis 4 Familienaktionären kontrolliert werden, zum Beispiel Geschwister. T-Test: Signifikanzniveau: 0,05.

4.3.2 Kontrolle durch Geschwister

Wenn 2 bis 4 Aktionäre beinahe gleich gewichtete Anteile am Unternehmen halten, kann sich in einigen Familienunternehmen trotz dieser Struktur einer der Aktionäre als Leader herauskristalisieren. Da die Eigentumsverhältnisse jedoch gleich verteilt sind, kann eine solche Familienkonstellation zu Konflikten unter den beteiligten Geschwistern führen. In diesen Fällen wird beobachtet, dass die einzelnen Geschwister eher an ihrem eigenen Wohl interessiert sind als an dem aller Geschwister. Dies äussert sich in Interessenkollisionen zwischen dominanten und weniger dominanten Geschwistern (Schulze et al., 2003).

Bezüglich der Risikofreudigkeit bei Gruppenentscheidungen liefert die Psychologie wichtige Einsichten. Das Engagement der einzelnen Familienmitglieder im Unternehmen in der Funktion als gewichtige Aktionäre, aber auch in der Funktion als aktive Mitarbeiter führt zu ihrer Abhängigkeit vom Erfolg des Unternehmens. Die einzelnen Familienmitglieder werden deshalb ihr Engagement tendenziell als eher risikoreich einstufen. Stoner (1968) hat erkannt, dass Gruppen, die aus Mitgliedern bestehen, welche ihren einzelnen Einsatz als eher risikoreich betrachten, die Tendenz haben, in der Gruppe noch risikofreudiger zu entscheiden («risky shift»). Dies ist ein Erklärungsansatz, warum von Geschwistern kontrollierte Unternehmen eher bereit sind, Risiken, gemessen an der Verschuldung, einzugehen.

4.3.3 Erweiterter Familienkreis

Wenn das Eigentum weiter verstreut ist, ist es immer weniger wahrscheinlich, dass ein Familienmitglied die absolute Kontrollmehrheit innehat; der Einfluss des Einzelnen auf das Unternehmen und auf den Wert seines Anteils wird gering. Dies reduziert die Gefahr, dass dominante Aktionäre die Minderheitsaktionäre übervorteilen können. Zudem ist es weniger wahrscheinlich, dass aufgrund (zu) enger Familienbande gewissen Fehlleistungen (z.B. Bevorzugung von einzelnen Familienmitgliedern, beschränkte Sanktionierungsmöglichkeit gegenüber Familienmitgliedern) nicht begegnet werden kann. Privatbezüge spielen bei zunehmender Anzahl gleichberechtigter Eigentümer eine abnehmende Rolle.

Zwei Fragen rücken aber in den Vordergrund. Erstens: Wie verändert sich der Wert meines Anteils bei weiter zunehmender Verwässerung der Eigentumsverhältnisse? Und zweitens: Wie kann ich als Miteigentümer den finanziellen Erfolg des Unternehmens langfristig sicherstellen? Beide Fragen deuten in eine Richtung, wonach die Familienmitglieder einen weniger risikoreichen Kurs fahren werden.

Auch hier liefert die Psychologie Erkenntnisse, welche die weniger risikoreiche Finanzierung in dieser Phase der Unternehmensentwicklung erklären. So kann man in grösseren Gruppen feststellen, dass jeweils nicht alle gleich viel zu Gruppendiskussionen und Entscheidungen beisteuern. Deshalb könnte man Entscheidungen in grossen Gruppen zunächst eher als das Resultat einer Rivalität von Partikularinteressen verstehen. Mehrheitsentscheidungen werden daraus nur, wenn in Diskussionen und durch Überzeugungsarbeit Koalitionen geschmiedet werden. Dadurch werden aber eher risikoärmere Entscheidungen getroffen («cautious shift»), denn nur diese sind tendenziell mehrheitsfähig (Ranft, O'Neill, 2001).

4.3.4 Quasi-private Bezüge und Eigentümerkonzentration

Unternehmerfamilien wird oft unterstellt, dass sie Ausgaben, die eigentlich privater Natur sind, aus steuerlichen Gründen über das Unternehmen verbuchen lassen. Eine Untersuchung in der Schweiz zeigt, dass solche quasi-privaten Bezüge ebenfalls von der Eigentümerkonzentration abhängig sind. Diese Bezüge sind in von Geschwistern kontrollierten Unternehmen am höchsten (Abbildung 6). Bei einem kontrollierenden Aktionär und wenn ein erweiterter Familienkreis am Unternehmen beteiligt ist, fallen solche Bezüge tiefer aus.

Dass die quasi-privaten Bezüge in von Geschwistern kontrollierten Firmen am höchsten sind, gibt einen Hinweis auf mögliche Interessenkonflikte unter den Geschwistern. Diese Mittelentnahmen weisen darauf hin, dass einem Unternehmen Eigenkapital entzogen wird.

Diese Bezüge sind jedoch nicht generell zu kritisieren. Aus Sicht der Eigentümer ist dieses Verhalten rational. Denn dadurch werden Ausgaben im Rahmen des gesetzlich Erlaubten steuerlich optimiert und je nach Situation dem Unternehmen oder dem privaten Haushalt angelastet.

Quasi-private Bezüge pro Jahr in CHF und Eigentümerkonzentration

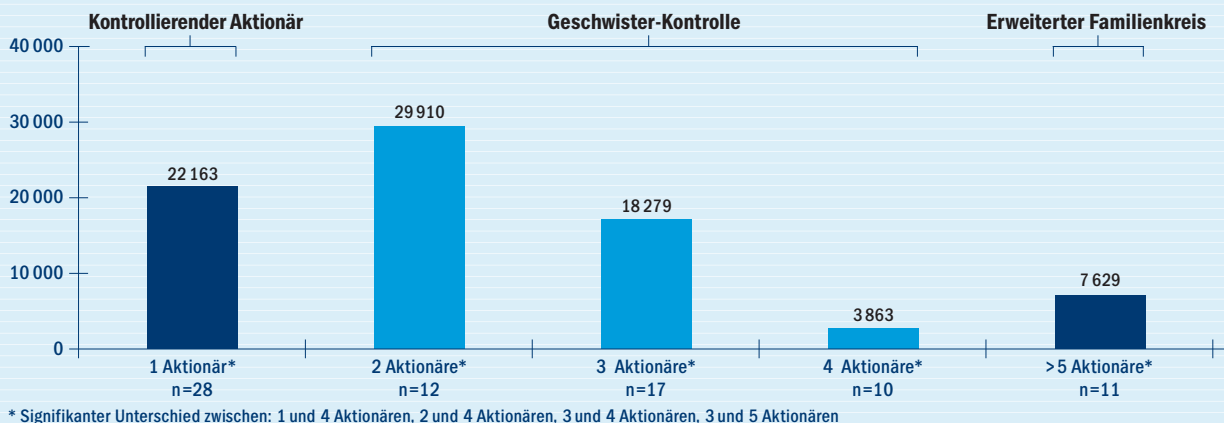


Abbildung 6: Quasi-private Bezüge sind definiert als Ausgaben in CHF pro Jahr, welche privater Natur sind, aber aus steuerlichen Gründen über das Geschäft abgewickelt werden. Diese sind bei Familienunternehmen mit zwei Aktionären am höchsten.

4.4 Aktive Generation und Verschuldungsgrad

Die Erforschung von Familienunternehmen hat sich über lange Zeit auf die Analyse von Einzelfallstudien und Gespräche mit CEOs grosser Familienunternehmen beschränkt. Dies hat nicht unbedingt zur Qualität der Forschungsergebnisse beigetragen. Oft wurden auf diese Weise Anekdoten zu wissenschaftlichen Erkenntnissen hochstilisiert. Dazu zählt sicher auch die These, dass das Unternehmen in der dritten Generation zerfällt.

US-Untersuchungen zur Überlebensrate der Familienunternehmen von einer zur nächsten Generation zeigen, dass diese unabhängig von der Generation konstant bei 30% liegt (Aronoff, 2001). Von 10 Familienunternehmen schafft also im Durchschnitt eines den Sprung von der zweiten in die dritte Generation. Das heisst jedoch nicht, dass die anderen 9 Konkurs gehen oder verschwinden. Sie entwickeln sich unter Umständen mit neuen Eigentümern weiter.

Die hier vorgestellte empirische Untersuchung der Verschuldung in Abhängigkeit der Generation zeigt keine Unterschiede. Auch dies steht im Gegensatz zu den Anekdoten, welche eine erhöhte Verschuldung der dritten Generation erwarten lassen.

Einflussnahme der Familie via	Signifikante Unterschiede in der Kapitalstruktur
Aktive Generation im Aktionariat	Keine
Aktive Generation in der Geschäftsleitung	Keine
Aktive Generation im Verwaltungsrat	Keine

Will man eine realitätsgetreue Theorie zu Familienunternehmen entwickeln, so erscheint eine empirische Untersuchung somit unerlässlich.

4.5 Verhalten von Familienunternehmern

Einer der wichtigsten Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen liegt in den Werthaltungen der Personen an der Spitze dieser Unternehmen. Während Manager, die nicht zur Familie gehören, ihre Arbeit eher als zeitlich begrenztes Engagement betrachten, haben Familienunternehmer einen langfristigen Planungshorizont. Für Erstere ist die Unabhängigkeit des Unternehmens zwar wichtig, um das Wachstum zu sichern, zumal Wachstum und die damit verbundene Wertsteigerung für Manager oft lohnwirksam sind. Für Letztere hingegen

ist die Unabhängigkeit eine zentrale Grösse, an welcher sich der unternehmerische Erfolg direkt misst. Unabhängigkeit ist für Nicht-Familienunternehmen Mittel zum Zweck, für Familienunternehmen jedoch oft Selbstzweck.

Diese unterschiedlichen Werthaltungen von Familien und Nicht-Familienunternehmern lassen sich auch in einem Experiment nachweisen: 156 Unternehmer aus der Schweiz, Deutschland und Österreich wurden zu ihrer Risikobereitschaft bei Investitionsentscheidungen befragt. Alle Unternehmer stammen aus privat gehaltenen Unternehmen mit 9 bis 300 Mitarbeitenden. Das Experiment wurde in zwei Phasen durchgeführt.

In der ersten Phase wurde den Unternehmern folgende Frage gestellt: Stellen Sie sich vor, Ihr Unternehmen verfügt über eine tiefe Unabhängigkeit und eine hohe Rendite. Die tiefe Unabhängigkeit zeigt sich an einem tiefen Anteil Eigenkapital in der Bilanz Ihres Unternehmens. Die hohe Rendite misst sich an einer Eigenkapitalrendite von 15%. Diese Situation wurde als Ausgangslage 1 bezeichnet.

Die antwortenden Unternehmer hatten nun die Möglichkeit, sich zwischen zwei Investitionsalternativen zu entscheiden, welche zu unterschiedlicher Unabhängigkeit und Rendite führen (vergleiche dazu Tabelle 1). In der zweiten Phase wurde die Ausgangslage gewechselt, die Investitionsalternativen blieben jedoch dieselben (vergleiche dazu Tabelle 2).

Tabelle 1: Ausgangslage 1 und Investitionsmöglichkeiten

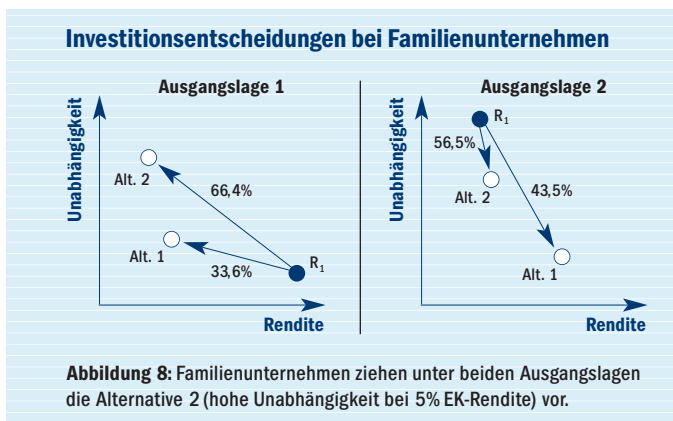
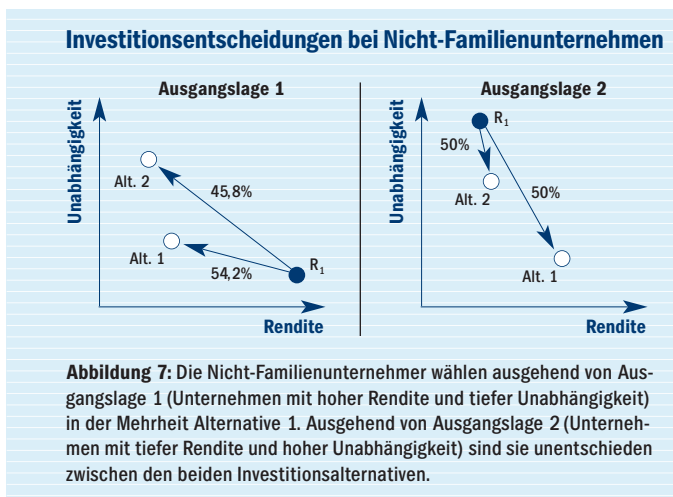
	Unabhängigkeit (als Mass für Sicherheit)	Eigenkapitalrendite (als Mass für Profitabilität)
Ausgangslage 1	Tief	15%
Alternative 1, führt zu:	Mittel	10%
Alternative 2, führt zu:	Hoch	5%

Tabelle 2: Ausgangslage 2 und Investitionsmöglichkeiten

	Unabhängigkeit (als Mass für Sicherheit)	Eigenkapitalrendite (als Mass für Profitabilität)
Ausgangslage 2	Sehr hoch	3%
Alternative 1, führt zu:	Mittel	10%
Alternative 2, führt zu:	Hoch	5%

Mit diesem Experiment können nicht nur grundlegende Eigenschaften menschlichen Verhaltens aufgezeigt werden. Es zeigen sich auch interessante Unterschiede zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmern.

Bei den Nicht-Familienunternehmern wählten unter Ausgangslage 1 45,8% die Alternative 2, die Mehrheit wählte aber Alternative 1. Unter Ausgangslage 2 war das Resultat ausgeglichen: 50% wählten Alternative 1, 50% Alternative 2 (Abbildung 7). Bei den Familienunternehmen unterschied sich das Resultat signifikant von dem der Nicht-Familienunternehmen. In beiden Fällen hatte die Alternative 2 am meisten Stimmen (Abbildung 8).



Aus Abbildungen 7 und 8 lassen sich verschiedene Schlüsse ziehen:

1. Die Antworten respektive die Stimmen für die beiden Alternativen unter Ausgangslage 2 haben sich im Vergleich zu den Antworten unter Ausgangslage 1 verschoben. Offenbar urteilen Personen je nach Ausgangslage anders. Diese Verschiebungen in Abhängigkeit der individuellen Ausgangslage lassen sich bei den Familien- und den Nicht-Familienunternehmen beobachten. Diesen Effekt nennt man auch Abhängigkeit von Referenzpunkten.
2. Die Situation unter Ausgangslage 1 (R_1) entspricht einem Unternehmen, das zwar eine hohe Rendite erwirtschaftet, dafür aber eine erhöhte Verschuldung in Kauf nehmen muss. Eine solche Situation ist gerade den Familienunternehmern höchst unangenehm. Die Mehrheit will «weg» von dieser Situation und wählt Alternative 2, welche zwar weniger Rendite verspricht, dafür aber eine erhöhte Unabhängigkeit mit sich bringt.
3. Allgemein haben Familienunternehmer eine absolute Präferenz für Sicherheit und Kontrolle, auch wenn dies einige Prozentpunkte an Rendite kostet. In beiden Fällen wählen sie die Alternative 2.
4. Im Vergleich zu den Nicht-Familienunternehmen haben bei den Familienunternehmen Rendite und Unabhängigkeit eine ganz unterschiedliche Bedeutung. Ein Verlust an Rendite von 10% durch die Wahl der Alternative 2 unter Ausgangslage 1 scheint den Unternehmern weniger von Bedeutung zu sein als ein Gewinn an Unabhängigkeit von tief zu hoch. Die Nicht-Familienunternehmer urteilen hier anders. Sie ziehen Alternative 1 vor.
Daraus lässt sich schliessen, dass Familienunternehmer zusätzlichen Gewinn weniger positiv bewerten als vergleichbar viel zusätzliche Unabhängigkeit (Bereich 1 von Abbildung 9). Wenn man Familienunternehmen Unabhängigkeit und vergleichbar viel Gewinn wegnimmt, werden sie den Verlust an Unabhängigkeit als negativer bewerten als den Verlust an Gewinn (Bereich 2 von Abbildung 9).
5. Die Nicht-Familienunternehmer ziehen über beide Phasen des Experimentes die Alternative 1 vor. Die meisten von ihnen sind der Meinung, dass eine Einbusse von 5% (10% minus 5%

von Alternative 1 zu Alternative 2) bei der Rendite negativer zu bewerten ist als eine fehlende Steigerung der Unabhängigkeit von mittel zu hoch. Dies ist bei den Familienunternehmen genau umgekehrt. Deshalb ergeben sich auch unterschiedliche Wertfunktionen für Rendite und Unabhängigkeit bei Familien- und Nicht-Familienunternehmern (Abbildung 9).

Obige Ausführungen helfen zu verstehen, wie sich Familienunternehmer und damit ihre Unternehmen bei ihren Entscheidungen verhalten. Sie bevorzugen Investitionen, welche die Unabhängigkeit sicherstellen, auch wenn Nicht-Familienmanager anders handeln würden.

Für wen sind diese Erkenntnisse wichtig? Einerseits für unternehmerisch tätige Familien. Denn offensichtlich kann für sie eine Auseinandersetzung mit der Prioritätensetzung zwischen Rendite und Unabhängigkeit sinnvoll sein. Immer wieder verlieren Familienunternehmen ihre Gewinndisziplin ob dem bedingungslosen Wunsch nach Unabhängigkeit.

Andererseits sind diese Erkenntnisse auch für Geschäftsbanken sowie für Unternehmensberater bedeutend. Denn das Gefundene zeigt auf, wie Familienunternehmer denken und handeln. Stehen Familienunternehmen vor einer Situation wie in Ausgangslage 1 (hohe Rendite, geringe Unabhängigkeit), sollten sie bei der Stärkung der Unabhängigkeit unterstützt werden. Familienunternehmen werden versuchen, ihre Kreditpositionen abzubauen. Dies steht jedoch dem Anliegen einer Bank, Kredite im Markt verkaufen zu können, diametral entgegen. Im Sinne eines echten und langfristig angelegten Kundenservice sollten die Banken diese Kundenbedürfnisse jedoch erkennen und dafür beidseitig interessante Lösungen anbieten. Wenn sich Familienunternehmen wieder gesund und unabhängig fühlen, um neue Investitionsprojekte anzugehen, kommt das klassische Kreditgeschäft wieder zum Zug. ■



5 Kapitalkosten und Investitionsprojekte

Aufgrund der bisherigen Erkenntnisse könnte der Eindruck entstehen, Familienunternehmen scheuten alle Risiken und wagten keine wirklich profitablen Investitionsprojekte.

Wenn dieser Eindruck stimmen würde, wäre die Volkswirtschaft der Schweiz in einem gefährdeten Zustand, denn rund 88% aller Unternehmen würden ineffizient investieren und viele interessante Investitionsmöglichkeiten verpassen (Frey et al., 2004). Einen vertieften Einblick in diese Problemstellung liefert die Analyse der Kapitalkosten von Familienunternehmen.

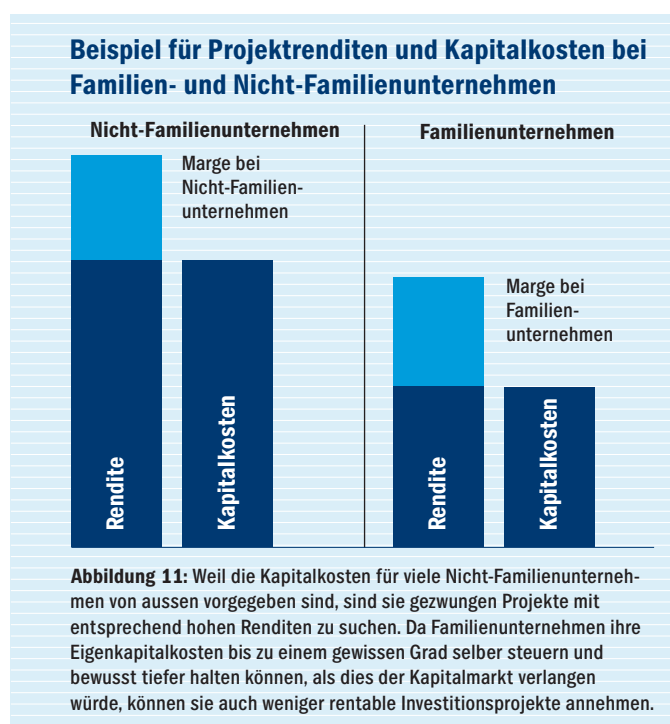
Die Kapitalkosten setzen sich aus den Fremdkapital- und den Eigenkapitalkosten zusammen. Die Kosten für das Fremdkapital, also für die Kredite, welche ein Unternehmen aufnimmt, werden allen Unternehmen durch die Anbieter von Fremdkapital vorgegeben.

Bei den Eigenkapitalkosten haben unabhängige Familienunternehmen jedoch den Spielraum, selber zu entscheiden, wie hoch die Verzinsung auf ihrem Kapital sein soll, auch wenn dies nicht dem klassischen betriebswirtschaftlichen Verständnis entspricht. Im Gegensatz zu Unternehmen, die durch anonyme Investoren gehalten werden, haben Familien die Möglichkeit, ihre Eigenkapitalkosten zu erhöhen oder zu senken, und dies über kürzere oder längere Frist. Es ist bekannt, dass viele Familienunternehmen permanent oder nur vorübergehend ihre Erwartungen an die Verzinsung des Kapitals unter das Niveau senken können, welches eine risikoäquivalente Investition auf dem Kapitalmarkt verlangen würde. Damit werden die Kapitalkosten zu einer wichtigen Steuerungsgrösse für Familienunternehmen, da sie nicht exogen, das heisst von aussen, vorgegeben sind, sondern endogen, also von den Eigentümern selber, bestimmt werden können.

Wichtig ist an dieser Stelle festzuhalten, dass die Senkung der Kapitalkosten unter ein risikoäquivalentes Niveau auf lange Dauer gefährlich sein kann, da sie zur ineffizienten Allokation des Kapitals führen kann. Allerdings bringt solches Verhalten auch neue Handlungsalternativen mit sich (Abbildung 11).

Aus Abbildung 11 wird deutlich, dass Familienunternehmen dank tieferer (Eigenkapital-)Kosten auch tiefere Projektrenditen annehmen können und dabei die gleichen Margen verdienen (Marge definiert als Differenz zwischen Projektrendite und Kapitalkosten) wie Nicht-Familienunternehmen.

Spinnt man diese Gedanken noch etwas weiter, wird deutlich, dass Familienunternehmen dank den tieferen Kapitalkosten



Investitionsprojekte mit tieferen Renditen annehmen können, welche für Nicht-Familienunternehmen nicht mehr realisierbar sind. Wenn man davon ausgeht, dass Familienunternehmen dieselbe Marge erzielen müssen, wie Nicht-Familienunternehmen, ergeben sich daraus grundsätzlich zwei generische Investitionsstrategien für Familienunternehmen (Abbildung 12). Diese werden hier nur qualitativ besprochen. Sie können aber auch analytisch formal hergeleitet werden.

5.1 Die Ausdauerstrategie

Die erste generische Investitionsstrategie von Familienunternehmen ist im Vergleich zu den Investitionen von Nicht-Familienunternehmen gekennzeichnet durch gleiches Risiko, aber tiefere Rendite. Sie verfolgt das Ziel, Investitionsprojekte zu finden, welche für Nicht-Familienunternehmen zu wenig rentabel erscheinen, und solche Vorhaben gezielt zu bearbeiten.

Dazu ein Beispiel: Einige europäische Adelsfamilien haben grosse Investitionen in die Forstwirtschaft und die Landentwicklung

Generische Investitionsstrategien von Familienunternehmen

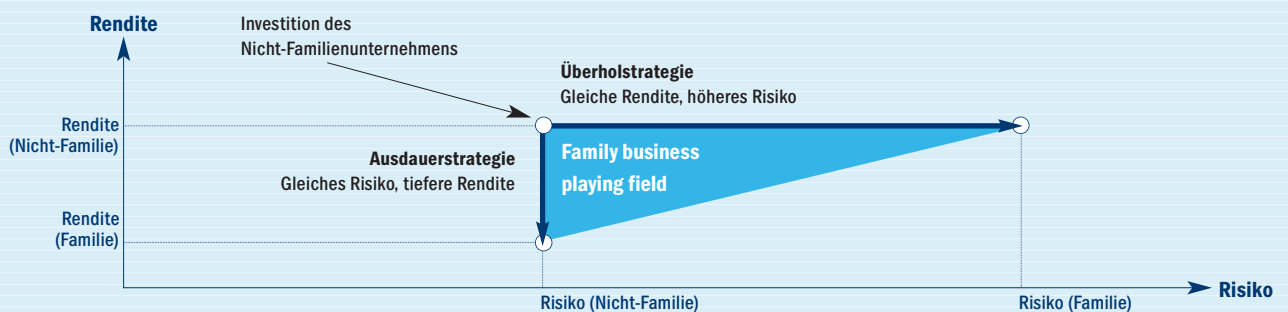


Abbildung 12: Zur Interpretation vergleiche untenstehenden Text.

getätigt. Diese Projekte versprechen kurzfristig keine Traumrenditen und sind deshalb für Nicht-Familienunternehmen kaum zugänglich. Die Strategie verspricht nur bei einem langfristigen Investitionshorizont Erfolg und nennt sich deshalb die Ausdauerstrategie.

5.2 Die Überholstrategie

Die zweite generische Investitionsstrategie von Familienunternehmen ist gekennzeichnet durch eine vergleichbare Rendite unter Inkaufnahme eines höheren Risikos als bei Nicht-Familienunternehmen.

Diese «Überholstrategie» ist ausgelegt auf Familienunternehmen, die in Branchen tätig sind, in welchen bei Eingehen beträchtlicher Risiken hohe Renditen erzielt werden können.

Auch dazu ein Beispiel: Die Serono SA ist mit nur acht eigenen Pharmaprodukten das weltweit drittgrösste Biotechunternehmen. Die Projekte von Serono versprechen zwar hohe Renditen, sind aber sehr risikoreich. Wenn ein Unternehmen in diesem Markt Bestand haben will, müssen die Inhaber bereit sein, erhebliche Risiken zu tragen. Die Familie Bertarelli lebt dies mit ihren direkten und indirekten Unternehmensbeteiligungen im Umfang von rund 71,5% eindrücklich vor.

5.3 Kombinationen aus Ausdauer- und Überholstrategie

Natürlich sind Kombinationen aus beiden Strategien denkbar und die Investitionsmöglichkeiten sind umso grösser, je eher die Familie bereit ist, ihre Eigenkapitalkosten zu senken.

5.4 Einschränkungen

Folgende Einschränkungen zur Praktikabilität von Ausdauer- und Überholstrategie sind jedoch angebracht:

Zunächst sind die beiden Normstrategien für Familienunternehmen nur praktikabel, wenn diese bereit sind, einen längerfristigen Investitionshorizont einzunehmen. Denn mit zunehmender Investitionsdauer sinkt das durchschnittliche (normalisierte) Risiko einer Investition (Hull, 2003). Deshalb dürfen die Kapitalkosten mit zunehmendem Zeithorizont sinken. Zusätzlich zum langfristigen Planungshorizont muss in der Familie die Akzeptanz vorhanden sein zu einer vorübergehend tieferen Verzinsung des Eigenkapitals.

Weiter ist auf den Zusammenhang zwischen dem sinkenden durchschnittlichen (normalisierten) Risiko einer Investition bei längerer Haltefrist und dem Ausfallrisiko in der kurzen Frist hinzuweisen. Dieses Ausfallrisiko kann dazu führen, dass die kurzfristig anfallenden Verluste die langfristige Strategie zum Scheitern bringen.

Die Ausdauer- und die Überholstrategie ermöglichen es also Familienunternehmen, einzigartige Investitions- und Unternehmensstrategien zu entwickeln. Allerdings weisen obige Überlegungen darauf hin, dass diese Strategien nur dann praktikabel sind, wenn das Familienunternehmen über eine konstante Gewinndisziplin, eine planbare Ausschüttungspolitik und über langfristig orientierte Eigner verfügt. ■

6 Schlussfolgerungen

■ Es zeigte sich, dass sich Familienunternehmen in der Regel zuerst über eigene Mittel zu finanzieren versuchen, da diese die Unabhängigkeit des Unternehmens nicht gefährden und zudem oft die günstigste Finanzierungsform darstellen. Aus den wenig diversifizierbaren Finanz- und Humankapitalinvestitionen in das eigene Unternehmen ergibt sich eine weitere Erklärung, warum Familien ihr eigenes Unternehmen nicht mit zusätzlichem Fremdkapital gefährden wollen.

Da jedoch Privat- und Geschäftsvermögen oft vermischt sind (z.B. wenn Sicherheiten aus dem Privatvermögen für das Unternehmen gestellt werden), kann man nicht alleine aus der Kapitalstruktur des Unternehmens auf die Risikobereitschaft des Unternehmers schliessen. Familienunternehmen und deren beratende Institutionen müssen die Risiken aus der Vermischung von Privat- und Geschäftsvermögen daher genauer unter die Lupe nehmen.

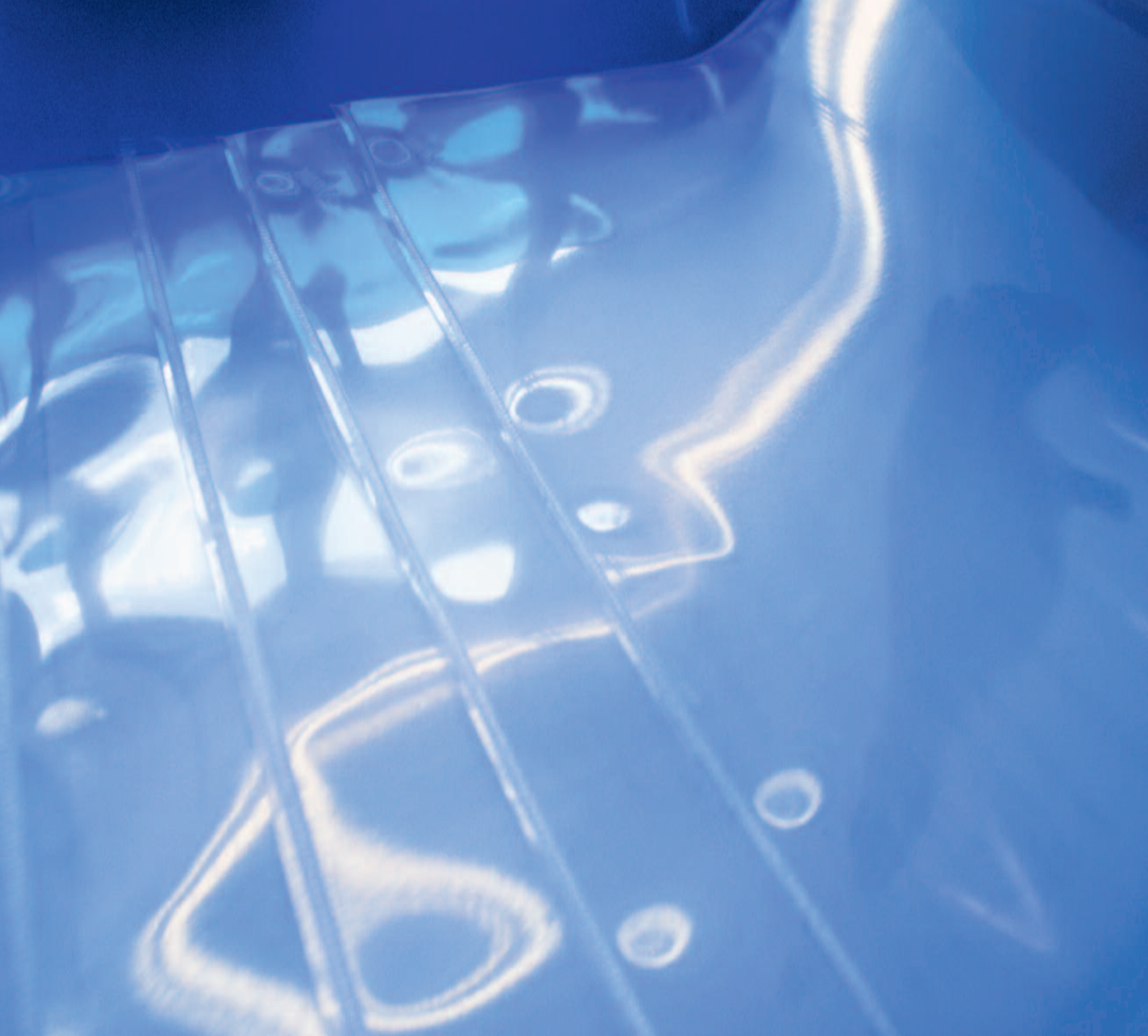
Zudem zeigte sich in den drei Entwicklungsphasen der Familienunternehmen eine unterschiedliche Verschuldung. Während die Phase des kontrollierenden Aktionärs und die Phase des erweiterten Familienkreises tiefere Verschuldungen aufwiesen, konnte bei von Geschwistern kontrollierten Unternehmen eine erhöhte Verschuldung festgestellt werden. Diese lässt sich unter anderem auf spezifische Konfliktsituationen zurückführen, welche auch in erhöhten quasi-privaten Bezügen zum Ausdruck kommen.

Neben der Analyse der Kapitalstruktur lieferte ein Experiment über das subjektive Verhalten einen vertieften Einblick in die Denkweise von Familienunternehmern. Offenbar spielen bei risikobehafteten Entscheidungen bestimmte Referenzpunkte eine wichtige Rolle: Familienunternehmer gewichten einen Gewinn / Verlust an Rendite anders als eine rein numerisch gleichwertige Veränderung der Unabhängigkeit.

Die Diskussion der Kapitalkosten zeigte zudem, dass viele, gerade privat gehaltene Familienunternehmen, bei der Festlegung ihrer Kapitalkosten einen Spielraum nach unten haben. Dies eröffnet ihnen Investitions- und Unternehmensstrategien (Ausdauerstrategie und Überholstrategie), die durch Nicht-Familienunternehmen aufgrund ihrer höheren Kapitalkosten kaum zu imitieren sind. ■

7 Literaturverzeichnis

- Achleitner, A. K., Poech, A., (2004). *Familienunternehmen und Private Equity: Die psychologischen Bruchstellen*. Apax Partners (Eds.), München.
- Ang, J., Lin, J., Tyler, F., (1995). Evidence on the lack of separation between business and personal risks among small businesses. *Journal of Small Business Finance*, 4 (3), 197–210.
- Aronoff, C., (2001). Understanding family – business survival statistics. *Supply House Times*, July, Vol. 44, Issue 5.
- Gallo, M. A., Vilaseca, A., (1996). Finance in family business. *Family Business Review*, 9, 387–402.
- Gersick, K. E., Davis, J. A., Mc Collom Hampton, M., Lansberg, I., (1997). *Generation to Generation, Life Cycles of the Family Business*. Boston: Harvard Business School Press.
- Forbes Wealthiest American Index, 2002.
- Frey, U., Halter, F., Zellweger, T., (2004). *Bedeutung und Struktur von Familienunternehmen in der Schweiz*, Working Paper, Family Business Center, Universität St. Gallen.
- Hull, J., (2003). *Options, Futures and Other Derivatives*. 5th edition, Upper Saddle River: Prentice Hall.
- Kahneman, D., Tversky, A., (1991). Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model. *Quarterly Journal of Economics*, 106, 1039–1061.
- Masulis, R. W., (1988). Corporate Investment and Dividend Decisions under Differential Personal Taxation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23 (4).
- Modigliani, F., Miller, M., (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, June, 261–297.
- Myers, S., Majluf, N., (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, June, 187–221.
- Pichler, J. H., (2004). *SME financing and financing patterns, an EU / international comparison*. Fueglistaller, U., Volery, T., Weber, W., (eds.), Value Creation in Entrepreneurship and SMEs. Book Proceedings: Rencontres de St-Gall, University of St. Gallen: St. Gallen.
- Poutziouris, P., (2001). The views of family companies on venture capital: Empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy. *Family Business Review*, 14(3), 277–291.
- Ranft, A. L., O’Neill, H. M., (2001). Board composition and high-flying founders: hints of trouble to come? *Academy of Management Executive*, 15(1), 126–138.
- Ross, S. A., (1977). The determination of financial structure: The incentive-signaling approach. *Bell Journal of Economics*, 23–40.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. M., (2003). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of Management Journal*, 46 (2), 179–194.
- Stoner, J. A. F., (1968). Risky and cautious shifts in group decisions: The influence of widely held values. *Journal of Experimental Social Psychology*, 4 (4), 442–459.
- Winborg, J., Landström, H., (2000). Financial Bootstrapping in Small Business: Examining Small Business Managers’ Resource Acquisition Behaviors. *Journal of Business Venturing*, 16, 235–254.
- Zellweger, T., Fueglistaller, U., (2004). *Schweizer Familienunternehmen an der Börse*. Zürich / St. Gallen: Ernst & Young / Family Business Center, Universität St. Gallen. ■



ERNST & YOUNG

www.ey.com/ch

© 2005 Ernst & Young.
All Rights Reserved.
Ernst & Young is
a registered trademark.

01-D-EY-0009