



**CONREN**  
FONDS

**CONREN Studie**  
zu börsengelisteden  
Familienunternehmen in Europa



Besuchen Sie uns auf [www.conrenfonds.com](http://www.conrenfonds.com)



## Inhaltsverzeichnis

	<b>Seite</b>
<b>1. Vorwort:</b>	<b>4</b>
a. zur Erst-Studie Januar 2020 «Familienunternehmen sind die besseren Investments.»	4
b. zum Studien-Update September 2023 «Aktien von Familienunternehmen haben die Erwartungen in der COVID-19-Krise und danach weit übertroffen, aber im und nach dem Perfekten Sturm für Europa (Zinswende, Ukraine- Krieg, Energiekrise) bisher durchschnittlich abgeschnitten.»	6
<b>2. Einführung CONREN Studie</b>	<b>10</b>
<b>3. Was zeichnet Familienunternehmen aus?</b>	<b>13</b>
<b>4. Wie können wir diese Stärken quantifizieren?</b>	<b>15</b>
<b>5. Risikomanagement: Was sind besondere Schwächen und Risiken von Familienunternehmen?</b>	<b>16</b>
<b>6. Methodik unserer Studie</b>	<b>17</b>
a. Definition: Was sind Familienunternehmen?	17
b. Umfang und Vorgehensweise im Rahmen der Studie	17
<b>7. Das CONREN Universum der gelisteten europäischen Familienunternehmen</b>	<b>18</b>
a. Struktur	18
b. Kennzahlen	20
<b>8. Performance-Analyse</b>	<b>23</b>
a. CONREN Universum von börsennotierten Familienunternehmen in Europa	23
b. Länder	23
c. Branchen	30
d. Marktkapitalisierung	35
<b>9. Zyklusvergleich</b>	<b>36</b>
a. Wie haben sich Aktien von Familienunternehmen im Zyklus nach der Großen Finanzkrise geschlagen (März 2009 – März 2020)?	36
b. Wie haben sich Aktien von Familienunternehmen in der COVID-19-Krise und danach geschlagen (April 2020 – Juni 2021)?	37

## Inhaltsverzeichnis

	<b>Seite</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>c. Wie ist die Entwicklung von Aktien von Familienunternehmen während und nach der COVID-19-Krise mit dem Börsenzyklus nach der Großen Finanzkrise zu vergleichen?</li> </ul>	39
<b>10. Perfekter Sturm für europäische Aktien (Januar 2022 bis September 2022)...und anschließende Erholung (Oktober 2022 bis Juni 2023)</b>	<b>42</b>
<b>11. Der Durchbruch bei KI bringt viele Chancen und hohe Risiken für Investoren - Warum ausgewählte europäische Familienunternehmen recht sicher zu den Gewinner zählen werden</b>	<b>53</b>
<b>12. Aktienperformance in Phasen steigender Zinsen</b>	<b>60</b>
<b>13. Aktien von Familienunternehmen und Börsenkrisen</b>	<b>61</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>a. Wie mit Aktien von Familienunternehmen in der Börsenkrise profitieren?</li> <li>b. Was können wir von Familieunternehmen und ihren Aktien in der Krise erwarten?</li> <li>c. Wie ist COVID-19-Krise für europäische Aktien mit anderen Börsenkrisen zu vergleichen?</li> </ul>	61
	62
	64
<b>14. Lernkurve: Welche Lehren können wir für das Investieren in Familienunternehmen ziehen?</b>	<b>65</b>
<b>15. Was können wir als Investoren von Familienunternehmen lernen?</b>	<b>67</b>
<b>16. Was können wir als professionelle Investoren mit Familienunternehmer-Hintergrund privaten Investoren vorgeben?</b>	<b>69</b>
<b>17. Hintergrund CONREN</b>	<b>70</b>
<b>Anhang:</b>	
Vorwort zum Studien-Update September 2021 «Familienunternehmen haben die Erwartungen in der bisherigen COVID-19 Krise weit übertroffen.»	71
Autoren der Studie	73
Begriffserklärungen, Abkürzungen	74
Rechtlicher Hinweis	78

# 1. Vorwort

## a. «Familienunternehmen sind die besseren Investments.» zur Erst-Studie Januar 2020



Andreas Lesniewicz hat als Geschäftsführer des Salmuth'schen Family Investment Office CONREN in 2004 mit aufgesetzt. Er ist Fondsmanager des CONREN - Generations Family Business Equity. Er stammt aus einer Unternehmerfamilie. Seit über 15 Jahren betreut Andreas Lesniewicz Unternehmerfamilien sowohl bei Investments als auch in operativen Belangen.



Laura Prina Cerai ist seit 2015 als Aktienanalystin und Co-Portfolio Managerin für Altrafin tätig. Sie verfügt über 15 Jahre Erfahrung in der Investmentbranche und hat zuvor als Senior Investment Advisor & Portfolio Manager für die Rothschild Bank in Zürich sowie als Aktienanalystin bei Financier de L'Echiquier Asset Management in Paris und Salt Lake City (Utah, USA) gearbeitet. Sie hat einen Master in International Business von der Rotterdam School of Management (2006) und einen Bachelor-Abschluss in Wirtschaft & Finanzen von der Bocconi Universität in Mailand (2004). Laura Prina Cerai ist CFA Charterholder.

Die Wiege von CONREN ist der Family-Investment-Office-Bereich. Das bedeutet: Das CONREN Team\* investiert seit Jahren langfristig ausgerichtete, größere Familienvermögen. **Die Denke von Familienunternehmen ist entsprechend tief in unserer DNA verwurzelt.** Das spiegelt sich nicht nur in unserem Investmentansatz wider, sondern auch in unserem Blick auf die Welt und unserer grundsätzlichen Herangehensweise – sowie in dem, was uns jeden Tag antreibt. Die meisten CONREN-Teammitglieder sind zudem selbst Familienunternehmer.

Deshalb verfolgen wir mit großem Interesse, **wie anders Eigentümerfamilien ihre Unternehmen führen** und ihre Vermögen anlegen. Was uns zu der Frage führte, **was genau die Stellschrauben sind, welche Unternehmen und Portfolios sich auch an der Börse langfristig durchsetzen**, und ob sich Familienunternehmen nachweislich besser entwickeln.

Um dieser Fragestellung auf den Grund zu gehen, haben wir im Rahmen einer großangelegten Studie **rund 900 in Europa börsennotierte Familienunternehmen mitsamt ihren Kennzahlen und Kursentwicklungen in den letzten vierzehn Jahren analysiert.** Das Ergebnis hat selbst uns überrascht: **In über 80 Prozent der untersuchten Fälle haben Familiengesellschaften andere managergeführte Unternehmen (oder Nicht-Familienunternehmen) tatsächlich in der Wertentwicklung mitunter weit übertroffen – und das unabhängig von Ländern, Branchen, Größe, dem jeweils geltenden Abschnitt im Konjunkturzyklus oder der vorherrschenden Marktphase. Nun vermuten wir nicht länger, sondern wissen, dass Familienunternehmen die besseren Investments sind.**

Das Ganze haben wir nicht nur aus wissenschaftlicher Neugier gemacht, sondern vor allem, um etwas für das Investieren zu lernen -wissenschaftlich-methodische Parameter standen also nicht im Vordergrund. **Pragmatische Fragen waren unter anderem: Wie können wir als Investoren am Erfolg von Unternehmerfamilien teilhaben? Wie können wir deren strategische Überlegenheit optimal nutzen? Wie finden wir Familienunternehmen, die ihre Stärken konsequent ausspielen? Wie vermeiden wir die typischen Risiken von Familienunternehmen? Und last but not least: Wie stellen wir passende Portfolios am besten zusammen? Dementsprechend finden Erkenntnisse aus dieser Studie in unserem Portfoliomanagement täglich Anwendung.** Dahinter steht ein regelbasierter Investmentprozess mit diskretionärem Fine-Tuning und Makro-Overlay. In diesen Portfolios investieren wir in Unternehmen, bei denen es Ankerinvestoren gibt, die das Unternehmen seit langem und für noch lange als Kümmerer begleiten – ohne die üblichen Interessenkonflikte. Mit diesen Unternehmerfamilien co-investieren wir mit langfristigem Anlagehorizont.

Die Interessenharmonie mit den jeweiligen Unternehmerfamilien – unseren täglichen Kümmerern – ist nicht zu unterschätzen. In den allermeisten Fällen **arbeiten Familienunternehmer und Familienunternehmerinnen für nachkommende Generationen und sind damit krisenbewusst und -erfahren. Gerade in Zeiten von Unsicherheit sind sie uns ein wichtiger Anker. Was kann nachhaltiger und im wahrsten Sinne des Wortes „enkelfähiger“ sein?**

\* Das CONREN Team setzt sich aus dem Fondsmanager der Altrafin AG, der Unternehmerfamilie als Kerninvestor und dem Fondsiniciator CONREN Research GmbH zusammen.

Rechtlicher Hinweis: Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

## 1. Vorwort

- a. «Familienunternehmen sind die besseren Investments.»  
zur Erst-Studie Januar 2020



*„Als Familienunternehmer investieren wir mit und für andere Familienunternehmer(-innen) in börsennotierte Familienunternehmen. Damit schließt sich der Kreis. Das macht uns zu nachhaltigeren Investoren und zu besseren Familienunternehmern.“*

**Andreas Lesniewicz** (Altrafin AG)  
Fondsmanager CONREN - Generations Family Business Equity



*„Als Familienunternehmer denken wir in Generationen. Beim Investieren in andere Familienunternehmen wissen wir, dass diese, wie wir, die langfristige „Enkelfähigkeit“ als oberste Maxime haben. Damit ist es einfacher auch schwierige Marktphasen durchzuhalten.“*

**Freiherr Johannes von Salmuth**  
Kerninvestor CONREN - Generations Family Business Equity



*„Bei der makro-ökonomischen Ausrichtung, dem Anlageprozess und vor allem der Portfoliozusammenstellung, unter Diversifikations- und Risikomanagementgesichtspunkten, haben wir unsere bewährten Erfahrungen als Vermögensverwalter mit Familienunternehmen-Erkenntnissen kombiniert. Das war uns wichtig, um stabile Portfolios für alle Marktphasen zu erreichen.“*

**Patrick Piconi**  
Gründer und Vorstand Altrafin AG

# 1. Vorwort

## b. zum Studien-Update September 2023

«Aktien von Familienunternehmen haben die Erwartungen in der COVID-19-Krise und danach weit übertroffen, aber im und nach dem Perfekten Sturm für Europa (Zinswende, Ukraine-Krieg, Energiekrise) bisher durchschnittlich abgeschnitten.»

Familienunternehmen sind das klare Rückgrat der deutschen und europäischen Volkswirtschaft. Menschen verbinden mit ihnen Tradition, Produkt- und Fertigungs-Know-how – über Generationen hinweg – sowie engagierte Unternehmer und Unternehmerinnen. Mit Aktien von Familienunternehmen können langfristig ausgerichtete Investoren (privat und institutionell) an ihrem Erfolg teilhaben – gerade in Zeiten von Krisen, gerade in Zeiten des Wandels und vor allem in Zeiten des bereits begonnen Siegeszuges von Künstlicher Intelligenz.

Wir freuen uns sehr, nunmehr das zweite Update unserer CONREN Studie zu börsennotierten Familienunternehmen in Europa zu präsentieren. Aktien von Familienunternehmen in Europa waren auch über diesen längeren Zeitraum die besseren Investments: Vom 1.1.2007 bis zum 30.6.2023 konnte das CONREN Universum von Familienunternehmen Europa einen Total Return von 197,4 Prozent erzielen, bei Gewichtung nach Marktkapitalisierung. Der breite europäische Aktienindex STOXX Europe 600 (net return) hat im gleichen Zeitraum dagegen lediglich einen Total Return von 101,3 Prozent erzielt, der vergleichbare FTSE Developed Europe All Cap Index 100,5 Prozent. Das ist eine annualisierte Total Return Outperformance von rund 4 Prozent: 4,2 Prozent vs. den STOXX Europe 600 (net return) und 4,2 Prozent vs. den FTSE Developed Europe All Cap.

Doch was gibt es bei Investments in Familienunternehmen zu beachten? Das war und ist eine der zentralen Fragen unserer Studie vom Januar 2020 über börsennotierte Familienunternehmen in Europa. Diese Studie war nicht nur die Basis für den CONREN - Generations Family Business Equity Fonds. Sie hat auch zu viel sehr geschätztem Austausch mit Familienunternehmerinnen und Familienunternehmern sowie mit anderen Investoren zum Thema Investments in Aktien von Familienunternehmen geführt. Was macht Familienunternehmen anders? Was können Investoren von ihnen lernen? Wie kann man als Investor von ihrer Überlegenheit profitieren?

Im Sommer 2021 folgte, inmitten der COVID-19-Krise das erste Studien-Update. Das damalige Vorwort hatte die Überschrift: „Familienunternehmen haben die Erwartungen in der bisherigen COVID-19 Krise weit übertroffen.“ Nun folgt zwei Jahre später das nächste Studien-Update.

Nach den COVID-19-Tiefs traten Aktienmärkte in einen frühen Bullenmarkt ein. Eine Marktphase, die wir „Hoffnung“ nennen: Die Börsenkurse fangen an sich weit vor den Unternehmensgewinnen zu erholen. Basierend auf der Hoffnung, dass es auch wieder bessere Zeiten und damit höhere Gewinne geben wird, steigen Aktienkurse und mit ihnen überproportional Bewertungen (da Gewinne vielerorts noch fallen). Diese früh-zyklische Börsenrallye lief bis Ende 2021 und erlebte in 2022 ein abruptes Ende. Die Kurserholung des CONREN Universum von Aktien von Familienunternehmen war zu diesem Zeitpunkt wesentlich schneller als nach der Großen Finanzkrise. Doch dann kamen eben zwei bzw. drei weitere Krisenherde dazu. Das war eine Börsenkrise in der das CONREN Universum von Aktien von Familienunternehmen in Europa lediglich durchschnittlich abschloss.

# 1. Vorwort

## b. zum Studien-Update September 2023

«Aktien von Familienunternehmen haben die Erwartungen in der COVID-19-Krise und danach weit übertroffen, aber im und nach dem Perfekten Sturm für Europa (Zinsschlag, Ukraine-Krieg, Energiekrise) bisher durchschnittlich abgeschnitten.»

Die COVID-19-Krise und die folgende Große Normalisierung war in 2022 noch nicht überstanden und schon kamen die nächsten Krisen auf europäische Familienunternehmen zu: Der Zinsschlag, der Ukraine-Krieg und damit einhergehend die Energiekrise – für europäische Aktien ein Perfekter Sturm.

Zum Endstichtag der Studie Ende Juni 2023 können wir auf einen von vielen Marktteilnehmer unerwarteten Aktienmarktaufschwung zurückblicken, der auf die bisherigen Aktienmarktiefs in diesem Zyklus zum Ende September 2022 folgte. Hier zeigte sich, nach unserer Meinung, einmal mehr eine Stärke von Investments in Qualitätsaktien von Familienunternehmen: Wenn man langfristig ausgerichtet ist, fällt es wesentlich einfacher auch in wackligen Zeiten investiert zu bleiben.

Der Performance-Überblick für diesen Zeitraum sieht wie folgt aus:

(vs. STOXX Europe 600 Index/ FTSE Developed Europe All Cap Index)

- im Hoch der COVID-Panik weniger verloren (Januar bis März 2020):  
-20,3 Prozent (vs. -22,6% / -25,0%)
- besser im unmittelbaren Rebound (April bis Oktober 2020):  
+15,4 Prozent (vs. + 8,4% / +9,0%)
- besser im Nach-Impfstoff-Rebound (November 2020 bis Dezember 2021):  
+48,2 Prozent (vs. +45,9% / +41,4%)
- durchschnittlich im Perfekten Sturm (Zinsschlag, Ukraine-Krieg, Energiekrise; Dezember 2021 bis September 2022):  
-24,3 Prozent (vs. -14,2% / -25,5%)
- durchschnittlich im Post-Krise Rebound (September 2022 bis Juni 2023):  
+16,6 Prozent (vs. +13,9% / +23,5%)

Die Under-Performance von Aktien mit niedrigeren Marktkapitalisierung hat zum nur durchschnittlichen Abschneiden des CONREN Universums Familienunternehmen Europa maßgeblich beigetragen: Sie haben im Perfekten Sturm für Europäische Aktien, wie in einer Krise erwartet, überdurchschnittlich verloren und dann, ganz anders als nach der COVID-Panik unterdurchschnittlich zugelegt. Nach der Großen Finanzkrise 2008/2009 dauerte es einige Zeit, bis sich Wirtschaft und Märkte normalisiert hatten und bis Small- und Mid-Cap-Aktien ihre größeren Pendanten outperformen konnten. Insgesamt kam der größere Teil der Outperformance von Aktien von Familienunternehmen in Europa nach der Großen Finanzkrise 2008/2009 erst in einer späteren Zyklusphase – nicht in der Marktphase „Hoffnung“, sondern in den Marktphasen „Wachstum im eingeschwungenen Zustand“ und „Euphorie“. Das würde uns beides im aktuellen Zyklus also noch bevorstehen.

# 1. Vorwort

b. «Aktien von Familienunternehmen haben die Erwartungen in der COVID-19-Krise und danach weit übertroffen, aber im und nach dem Perfekten Sturm für Europa (Zinswende, Ukraine-Krieg, Energiekrise) bisher durchschnittlich abgeschnitten.»

Betrachten wir alle Small-Cap-Aktien in Europa, dann konnten diese im Betrachtungszeitraum der Studie vom 1.1.2007 bis zum 30.6.2023 um +138,9% zulegen (nach MSCI). Zum Ende 2021 hatten sie fast ein Plus von 200% erreicht. Darauf folgte die besagte Underperformance. Large-Cap-Aktien (nach MSCI) legten im Gesamtzeitraum dagegen nur um +96,5% zu und stehen bereits wieder über den Hochs von Ende 2021. Immobilien und Finanzwesen sind die einzigen Sektoren (nach MSCI) in Europa, die in diesem Gesamtzeitraum an Wert verloren haben.

Die COVID-19-Krise, die Zinswende, der Ukraine-Krieg und teure Energie stellen uns alle und natürlich auch Familienunternehmen in Europa vor eine große Herausforderung. Die Krise zehrt nunmehr seit fast 4 Jahren an unseren Nerven und unserer Energie. Dabei ist die Große Normalisierung immer noch nicht abgeschlossen und die höheren Zinsen fangen an vielen Stellen erst an zu wirken – höhere Zinsen sind allerdings für viele Familienunternehmen aufgrund ihrer starken Bilanzen besser verkraftbar. Dazu kommen immer mehr Beschwerden von Unternehmen über schlechte Rahmenbedingungen in Deutschland und Europa. Personalknappheit und überbordende Regulierung stehen hierbei weit oben auf der Liste. Mit Blick auf Zukunftsthemen sind diese Krisen in Kombinationen mit dem technologischen Fortschritt ein echter Beschleuniger. Viele Megatrends der vergangenen Jahre haben Fahrt aufgenommen. Künstliche Intelligenz ist nur ein Teil davon, der den nunmehr seit einigen Jahren aufgebauten Knoten des Fortschritts zum Platzen bringt. Da sind, nach unserer Meinung, sehr gute Rahmenbedingungen für ausgesuchte Familienunternehmen in Europa. In Zeiten des Wandels und bei stetigen Verbesserung sind Familienunternehmen besonders gut. Nur so schafft man es, ein Unternehmen über Generationen erfolgreich zu erhalten.

In Bezug auf Künstliche Intelligenz und damit verbundene Technologien kann man sagen, dass Familienunternehmen aufgrund ihrer Stärken und Charakteristika von dem auf uns zukommenden Wandel sehr sicher überdurchschnittlich profitieren werden. Wir versuchen in unseren Portfolien vor allem in Aktien von Familienunternehmen zu investieren, die wirklich Qualitätsunternehmen sind. Das heißt konkret unter anderem, dass sie Geschäftsmodelle und Produkte besitzen, die stark zukunftsfähig sind, dass sie Marktposition und Preise bzw. Margen haben, die sehr gut zu verteidigen sind und, dass sie eben sehr gut geführt werden. Wenn diese Unternehmen künstliche Intelligenz on top nutzen, stellt das einen enormen Hebel auf diese Stärken und Qualitäten dar, und damit einen immensen Effizienz- und Margen-Boost.

Familienunternehmen sind krisenfest, weil sie zäh, krisenbewusst und kampferfahren sind. Die Krisenfestigkeit der Aktien im CONREN Universums von Familienunternehmen in Europa zeigt sich im Betrachtungszeitraum der Studie vor allem langfristiger – besonders anhand einer stärkeren Erholung nach Marktkrisen und der Outperformance über den gesamten Investmentzyklus. Unserer Studie zufolge macht sich die Krisenfestigkeit von Familienunternehmen vor allem bemerkbar, wenn die Börsen zur Normalität, zu einem eingeschwungenen Wachstumspfad, zurückfinden. Dann sieht man, wer die Krise genutzt hat. Dann setzt sich nach und nach Qualität durch.

## 1. Vorwort

b. «Aktien von Familienunternehmen haben die Erwartungen in der COVID-19-Krise und danach weit übertroffen, aber im und nach dem Perfekten Sturm für Europa (Zinswende, Ukraine-Krieg, Energiekrise) bisher durchschnittlich abgeschnitten.»

Was lehren uns diese ganze Batterie an Krisen in Bezug auf Investments in Aktien von Familienunternehmen? Zuerst müssen wir ihre langfristige Ausrichtung übernehmen und auf Aktionismus verzichten. Wir müssen den Familienunternehmen die benötigte Zeit geben, Chancen zu nutzen und Probleme zu lösen. Wir brauchen also einen Dreiklang der Langfristigkeit zwischen Fondsinvestoren, Fondsmanagern und Familienunternehmerinnen und -unternehmern. Umsetzungsdisziplin und Geduld sind Grundvoraussetzung für den Anlageerfolg.

Hier zeigt sich der Unterschied zwischen Spekulieren und Investieren. Traditionelles langfristiges Investieren in Qualitätsaktien sollte gerade wegen Künstlicher Intelligenz eine goldene Zeit vor sich haben. Manchmal muss man eben für den Erfolg (oder auch die Vermögenssicherung) gegen den Strom schwimmen.

## 2. Einführung CONREN Studie

Gegenstand unserer Studie sind börsennotierte Familienunternehmen in Europa, die eine Marktkapitalisierung von über 200 Millionen Euro aufweisen. Das Universum umfasste per Ende Juni 2023 insgesamt 987 Unternehmen aus 34 Ländern, mit einer Marktkapitalisierung von insgesamt rund 4,7 Billionen Euro, einem Mittelwert von 4,7 Milliarden Euro sowie einem Median von 719 Millionen Euro. Zum Vergleich: Der breite europäische Aktienindex STOXX Europe 600 hat eine Marktkapitalisierung von 10,3 Billionen Euro (Mittelwert: 17,1 Milliarden Euro). Insgesamt gibt es rund 4.200 börsennotierte Unternehmen in Europa (mit einer Marktkapitalisierung von über 200 Millionen Euro).

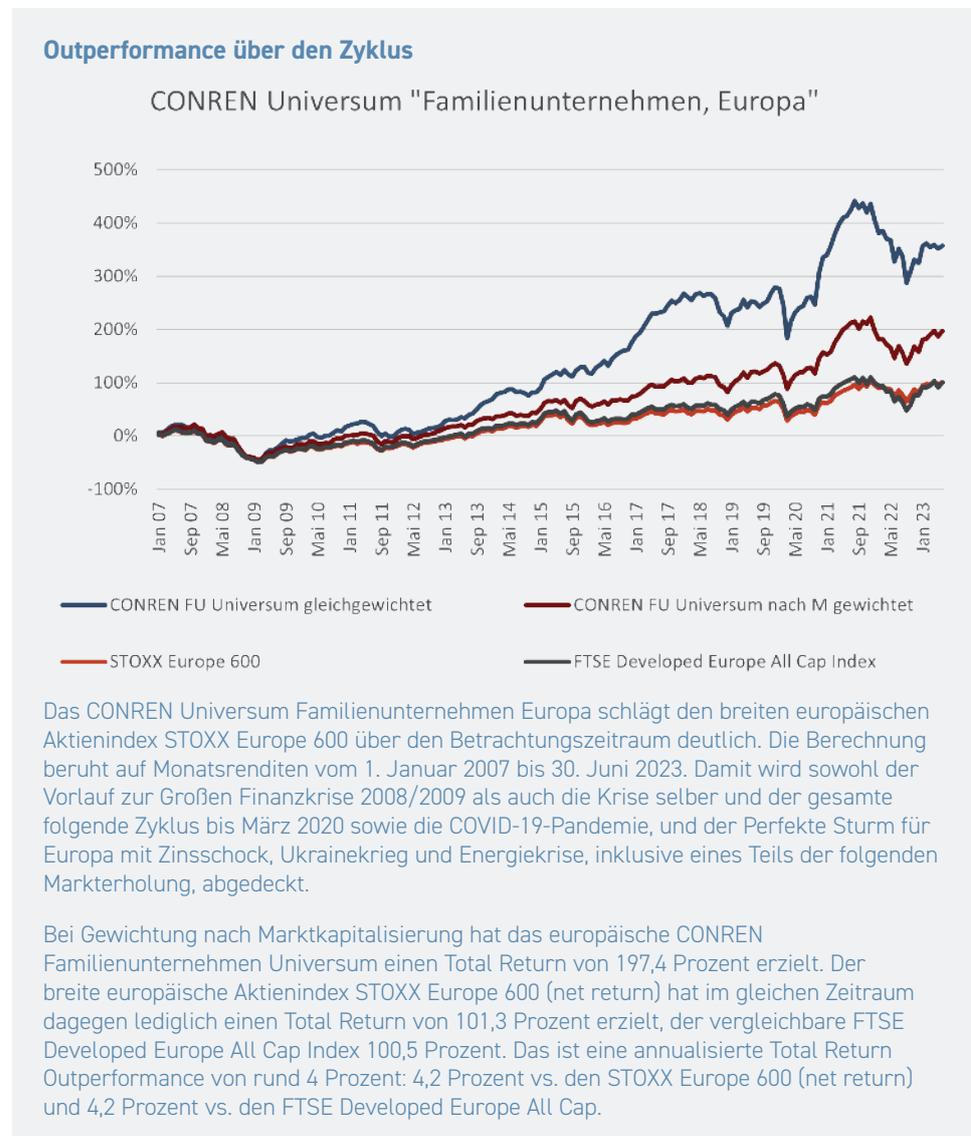
Frankreich, Deutschland, die Schweiz, Schweden und Italien haben nach Marktkapitalisierung die umfassendste Landschaft an börsennotierten Familienunternehmen und repräsentieren somit ca. 75 Prozent der gesamten Marktkapitalisierung des Universums. Nach Anzahl der Unternehmen liegt Deutschland mit 147 Unternehmen ganz vorne in Europa. Deutschland ist durch mittelständische Familienunternehmen geprägt – allerdings ist die Aktienbörse weder bei deutschen Investoren als Anlage, noch bei deutschen Unternehmen als Eigenkapitalquelle beliebt. Traditionell finanzieren sich deutsche Unternehmen fremd und vor allem über Banken. Großbritannien, das im Aktienindex STOXX Europe 600 um die 24 Prozent der Marktkapitalisierung einnimmt, hat dagegen lediglich 79 Familienunternehmen aufzubieten – es macht nach Marktkapitalisierung lediglich 2,5 Prozent des Universums aus. Das könnte auch an der Unternehmensfinanzierungskultur (Großbritannien ist hier wesentlich markt- und eigenkapitalaffiner), der Branchenverteilung oder den vielen Unternehmen liegen, die den britischen Kapitalmarkt nutzen ohne größere Aktivitäten im Land zu haben. Da hilft auch die Aktienmarktaffinität der Briten nichts. Sie weisen eine Aktionärsquote (Aktienbesitzer ab einem Alter von 14 Jahren relativ zur Gesamtbevölkerung) von fast 25 Prozent auf - in Deutschland liegt die Aktionärsquote deutlich unter 10 Prozent. Die Gesamtmarktkapitalisierung liegt relativ zum Bruttoinlandsprodukt in Großbritannien bei ca. 100 Prozent - in Deutschland dagegen bei nur leicht unter 50 Prozent.

Branchenspezifisch dominieren nach Marktkapitalisierung „Gebrauchsgüter & Bekleidung“ („Consumer Durables & Apparel“; ein Bereich, in dem die Franzosen ganz besonders stark sind), „Pharmazeutika, Biotechnologie & Biowissenschaften“ („Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences“), „Automobile & Komponenten“ („Automobiles & Components“; hier hat Deutschland die Nase vorn / angesichts Elektromobilität, Klimaschutz, Digitalisierung und selbstfahrenden Fahrzeugen befindet sich die Branche im Wandel), „Investitionsgüter“ („Capital Goods“; hier sind besonders schwedische und deutsche Unternehmen stark vertreten) und Lebensmittel, Getränke & Tabak“ („Food, Beverage & Tobacco“). Diese fünf Branchen stellen ungefähr die Hälfte der gesamten Marktkapitalisierung des Universums dar.

Das aus 987 Unternehmen bestehende europäische CONREN Familienuniversum hat im Betrachtungszeitraum einen Total Return von 357 Prozent bei Gleichgewichtung der einzelnen Unternehmen erzielt. Bei Gewichtung nach Marktkapitalisierung der einzelnen Unternehmen hat das Universum einen Total Return von 197 Prozent erzielt. Der breite europäische Aktienindex STOXX Europe 600 hat im gleichen Zeitraum dagegen lediglich einen Total Return von 101 Prozent erzielt, der vergleichbare FTSE Developed Europe All Cap Index 101 Prozent Total Return. Somit hat sich das hier untersuchte Universum an Unternehmen in der ausgewählten Zeitspanne deutlich besser als die vergleichbaren Indizes entwickelt. Das ist eine annualisierte Total Return Outperformance von rund 4 Prozent: 4,2 Prozent vs. den STOXX Europe 600 (net return) und 4,2 Prozent vs. den FTSE Developed Europe All Cap.

Rechtlicher Hinweis: Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

## 2. Einführung CONREN Studie

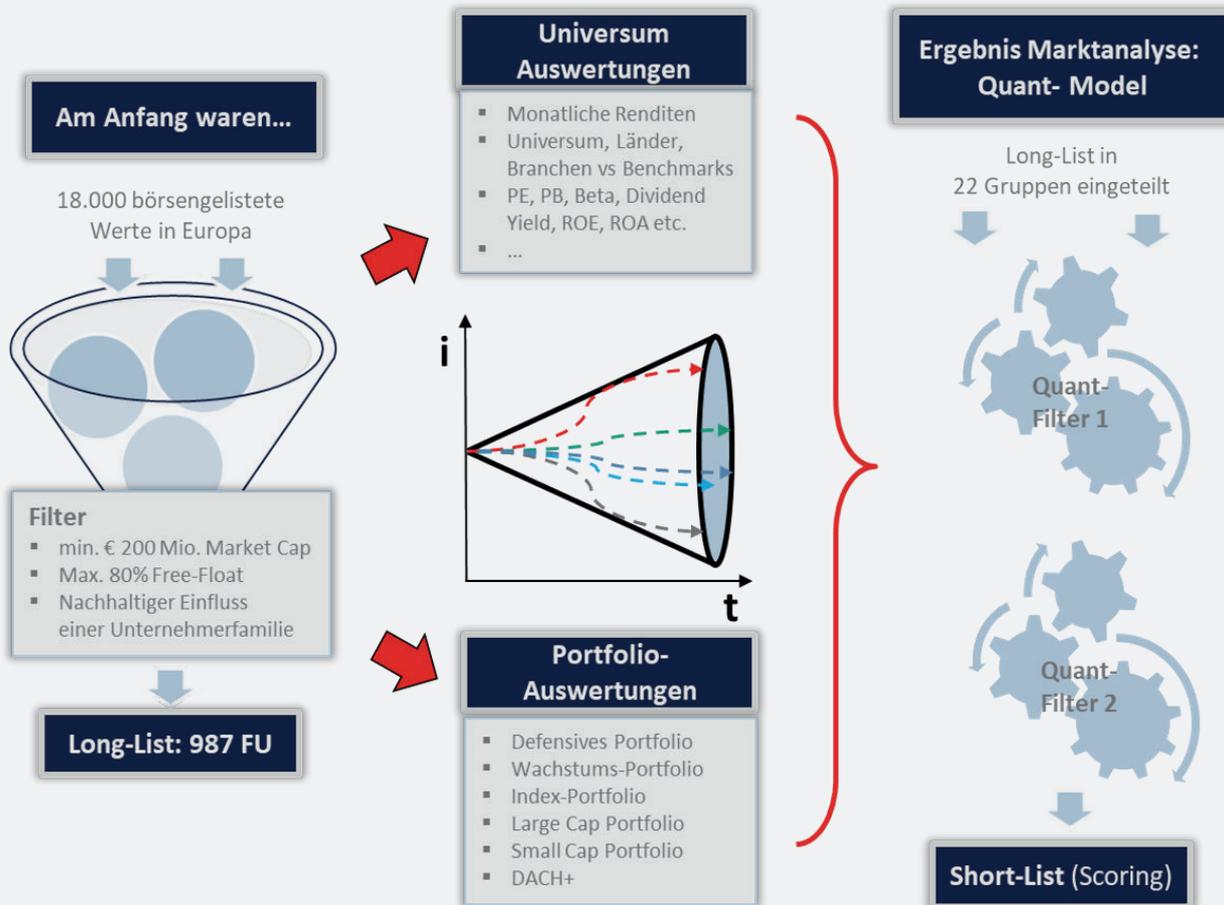


Rechtlicher Hinweis: Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Bloomberg (August 2023)

## 2. Einführung CONREN Studie

### Zusammenfassung des mehrstufigen Analyseprozesses



Die Erkenntnisse aus dieser Studie finden in unserem Portfoliomanagement täglich Anwendung. Ein regelbasierter Investmentprozess mit diskretionärem Fine-Tuning und Makro-Overlay ist für uns nach diesen Erkenntnissen der beste Weg in ein Portfolio von börsennotierten Familienunternehmen zu investieren.

Was macht Familienunternehmen besonders? Warum sind sie die besseren Investments? Der Kern der Stärken von Familienunternehmen ist die Familie als Kümmerer, die das Unternehmen seit langem und in der Regel noch lange begleitet – und eine entsprechende Machtposition und damit eine schnelle, unbürokratische Entscheidungsfähigkeit mitbringt. Das besondere Risiko liegt ebenfalls in der herausgestellten Position der Familie: Diese kann zur Schwäche werden, wenn Familienprobleme in das Unternehmen getragen werden oder die handelnden Personen keinen guten Job machen.

### 3. Was zeichnet Familienunternehmen aus?

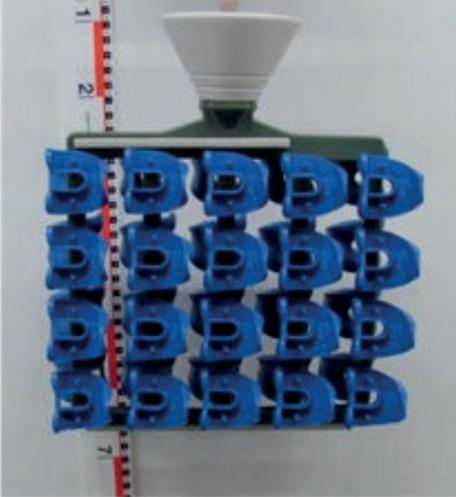
Ein zentraler Unterschied gegenüber Wettbewerbern ist die langfristige strategische Ausrichtung von Familienunternehmen. Als Unternehmer wissen wir, dass gut Ding oft mal Weile haben will. Der maßgeblich auf Quartalergebnisse fixierte Manager ist da klar unterlegen. Wir sagen in diesem Zusammenhang „inhabergeführt und nicht managergetrieben“. Es gibt regelmäßig Investitionen – beispielsweise in der Medizintechnik – die sieben, zehn und mehr Jahre benötigen, um sich zu amortisieren. Das können die meisten „angestellten“ Manager gar nicht abdecken – und Private-Equity-Fonds mit maximal sieben Jahren Haltedauer schon gar nicht. Als Investoren in Familienunternehmen müssen wir den Unternehmerfamilien also Zeit geben, Probleme zu lösen und Chancen wahrzunehmen.

„Zinseszinsseffekt“ vieler kleiner operativen Verbesserungen



**12er-Montage**

Einsatz CoCrMo  
Legierung:  
1,125 kg pro Teil



**40er-Montage**

Einsatz CoCrMo  
Legierung:  
0,688 kg pro Teil

Das gelingt ihnen häufig hervorragend, weil sie Meister der permanenten Verbesserung und entscheidungsfreudig in der Sache sind. Sie wissen: Die Umsetzung macht den Unterschied. Viele kleinste Verbesserungen mausern sich über längere Zeit zu erheblichen Wettbewerbs- und Margenvorteilen – ähnlich wie beim Zinseszinsseffekt in der Finanzwelt. Eine kleine Variation bei der Schichtaufstellung da, eine kleine Änderung im Prozessablauf dort – oft sind die einzelnen Schritte gar nicht kompliziert. Doch über die Zeit und die Masse bringen sie große Vorteile. Hier ein Beispiel aus der Medizintechnik: Gießtrauben für Knieersatzteile. Nach und nach wurden über Jahre immer mehr Formen angehängt. Auch wenn das gießtechnisch nicht ganz einfach war. Einmal umgesetzt, erscheint die Umstellung einfach. Sie bringt aber massive Einsparungen mit sich.

Quelle: LINK

### 3. Was zeichnet Familienunternehmen aus?

#### Typische Stärken von Familienunternehmen sind:

- Langfristig ausgerichtete Strategie, die nicht auf Quartalsergebnisse fokussiert ist
- Permanentes Arbeiten an (mitunter kleinsten) Verbesserungen
- Innovationsstark, Produkt- und Forschungs & Entwicklungs-getrieben
- Handlungsfähig: Schnelle, unbürokratische Entscheidungsfindungsprozesse ermöglichen zeitnahe Entschlüsse
- Es ist oft ihr Name auf den Produkten bzw. an der Tür - dies verpflichtet gegenüber Kunden, Mitarbeitern und der Gesellschaft
- Inhabergeführt statt managergetrieben
- Disziplinierteres Kosten- und Kapitalmanagement
- Stabile Führung (wenige Managementwechsel)
- Starke Unternehmenskultur und Identifikation der Mitarbeiter mit dem Unternehmen
- Sie zeichnen sich durch Bilanzstärke aus – arbeiten sie doch oft für ihre Enkel
- Krisenfestigkeit und Resilienz – das Unternehmen ist Lebensaufgabe und damit wesentlich mehr als nur ein weiterer Punkt auf dem Lebenslauf
- Unabhängigkeit & Flexibilität in Denken und Handeln
- Die Unternehmer kennen ihren Markt und ihre Kunden – sie sind oft mit dem Unternehmen groß geworden. Sie haben ein Gespür für das Geschäft in ihrer Branche.

## 4. Wie können wir diese Stärken quantifizieren?

Wir müssen hier viel qualitativ arbeiten. Die Nutzung von Checklisten hilft dabei. Aber es gibt auch Möglichkeiten positive Eigenschaften von Familienunternehmen zu quantifizieren:

- **Bilanzstärke:** Fremdkapitalquote, Verschuldungsgrad, Cash Ratio...
- **Marktführer:** Margen relativ zur jeweiligen Branche
- **Krisenfest:** Entwicklung Rentabilität über den Zyklus hinweg
- **Innovationskraft/F&E getrieben:** Anteil F&E-Ausgaben, Anzahl Patentanmeldungen
- **Internationalität/Exportanteil:** Stammsitz vs Europa, USA, EM
- **Kontinuität:** Anzahl von Managementwechseln
- **Disziplinierteres Kostenmanagement und Kapitalmanagement:** ROE, ROIC...
- **Wachstumsdynamik:** Umsatz-, Ertragswachstum

## 5. Risikomanagement: Was sind besondere Schwächen und Risiken von Familienunternehmen?

So wie Familienunternehmen spezielle Stärken haben, so haben sie auch spezielle Risiken. Der maßgebliche Einfluss weniger Personen / einer Familie ist in der Regel zwar eine Stärke – diese kann aber auch zur Schwäche werden.

### Typische Risiken von Familienunternehmen sind:

- Starke Gewaltkonzentration
- Gefahr von Familienkonflikten
- Vetternwirtschaft
- Traditionsdenken
- Nachfolge

Viele ESG-Systeme (ESG steht für nachhaltige Unternehmensführung in den Bereichen Environment, Social und Governance) sehen diese Machtkonzentration der Familie unter Corporate Governance Gesichtspunkten als negativ und risikoreich an. Beispiele für entsprechende ESG-Datenpunkte sind „Besitz der größte Aktionär ein Vetorecht oder sogenannte Goldene Aktien?“ oder „Ist der CEO ein Mitglied des Boards?“.

Allerdings ist in diesem Zusammenhang nochmals herauszustellen, dass Familienunternehmerinnen und Familienunternehmer in aller Regel bemüht sind enklischere Entscheidungen zu treffen. Das sind langfristige Entscheidungen. Das sind nachhaltige Entscheidungen. Familienunternehmen haben Nachhaltigkeit also quasi „eingebaut“.

## 6. Methodik unserer Studie

### a. Definition: Was sind Familienunternehmen?

Es gibt in der Literatur eine Vielzahl von Definitionsansätzen. Dazu kommen noch mehr Unterteilungen: Welche Generation? Wie viele Familienmitglieder? Familie im Management oder „nur“ im Aufsichtsrat etc.? Wie viele Anteile besitzt die Familie noch?

Aus unserer Erfahrung kommt es vor allem darauf an, dass es jeweils Ankerinvestoren gibt, die Unternehmen seit langem und für noch lange, ohne die üblichen Interessenkonflikte, als Kümmerer begleiten und leiten. Das war für uns in dieser Studie das Wesentliche, auf das wir uns konzentrieren wollten. Familienunternehmen werden im Rahmen dieser Studie damit wie folgt definiert: börsennotierte Unternehmen, welche seit langem und auch zukünftig noch lange von der (den) Besitzerfamilie(n) maßgeblich beeinflusst werden.

### b. Umfang und Vorgehensweise im Rahmen der Studie

In einem ersten Schritt haben wir eine Longlist durch folgenden Aktienfilter generiert:

- Region West- und Osteuropa
- Mindestens 200 Millionen Euro Marktkapitalisierung
- Maximal 80 Prozent Free Float

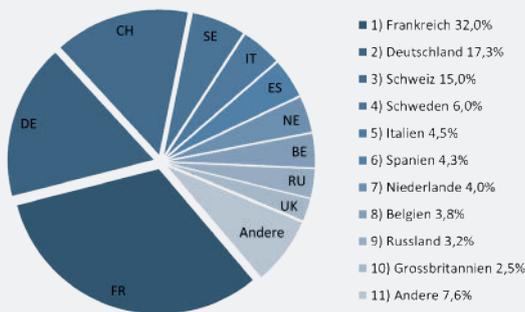
Darauffolgend haben wir die Besitzverhältnisse und die Familienbeteiligung in verschiedenen Datenbanken analysiert, dazu die Historie, Führung und Kontrolle des Unternehmens auf den Webseiten der Unternehmen kontrolliert.

Resultat war eine Liste mit Familienunternehmen (987 Unternehmen). Dieser Liste haben wir Charaktereigenschaften wie Sitzland, Branche oder Marktkapitalisierung sowie Kennzahlen (KGV, KBV, Beta, Dividend Yield, ROE, ROA etc.) zugeordnet. Dazu haben wir die monatlichen Total Returns im Betrachtungszeitraum (1. Januar 2007 – 30. Juni 2023) errechnet – und zwar von einzelnen Aktien, von unserem Universum, von Vergleichsindizes, von Ländern und Branchen.

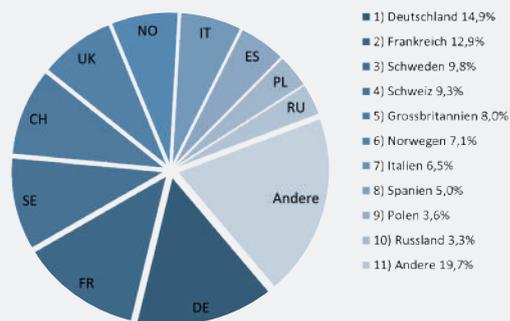
## 7. Das CONREN Universum der gelisteten europäischen Familienunternehmen

### a. Struktur

Länderverteilung nach Marktkapitalisierung

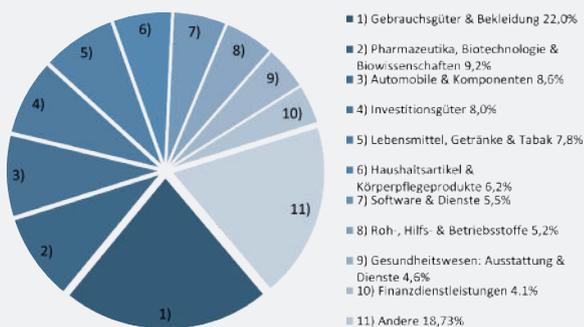


Länderverteilung nach Anzahl Unternehmen

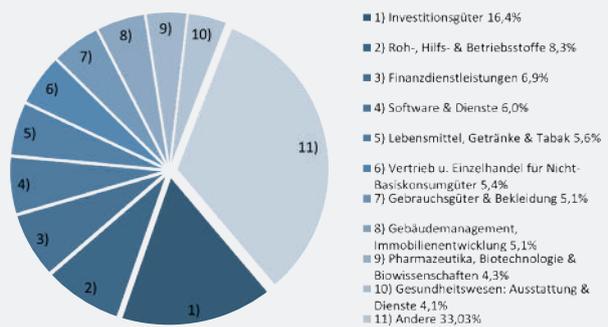


Die Länder mit den größten Familienunternehmen-Marktkapitalisierungen sind Frankreich (32 Prozent vs. STOXX Europe 600 mit 19 Prozent), Deutschland (17 Prozent vs. STOXX Europe 600 mit 14 Prozent), die Schweiz (15 Prozent vs. STOXX Europe 600 mit 12 Prozent), Schweden (6 Prozent vs. STOXX Europe 600 mit 5 Prozent), Italien (5 Prozent vs. STOXX Europe 600 mit 4 Prozent), Spanien (4 Prozent vs. STOXX Europe 600 mit 5 Prozent), die Niederlande (4 Prozent vs. STOXX Europe 600 mit 5 Prozent), Belgien (4 Prozent vs. STOXX Europe 600 mit 2 Prozent), Russland (3 Prozent vs. STOXX Europe 600 mit 0 Prozent)...ein Familienunternehmen-Zwerg ist dagegen Großbritannien (2 Prozent vs. STOXX Europe 600 mit 24 Prozent).

Branchenverteilung nach Marktkapitalisierung



Branchenverteilung nach Anzahl Unternehmen

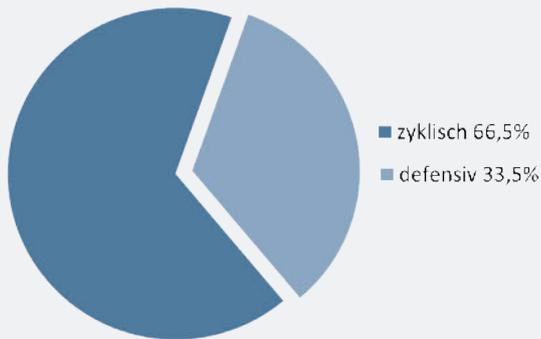


Die Branchen mit den größten Familienunternehmen-Marktkapitalisierungen sind Gebrauchsgüter & Bekleidung (22 Prozent vs. STOXX Europe 600 mit 5 Prozent), Pharmazeutika, Biotechnologie & Biowissenschaften (9 Prozent vs. STOXX Europe 600 mit 10 Prozent), Automobile & Komponenten (9 Prozent vs. STOXX Europe 600 mit 3 Prozent), Investitionsgüter (8 Prozent vs. STOXX Europe 600 mit 9 Prozent) und Lebensmittel, Getränke & Tabak (8 Prozent vs. STOXX Europe 600 mit 8 Prozent).

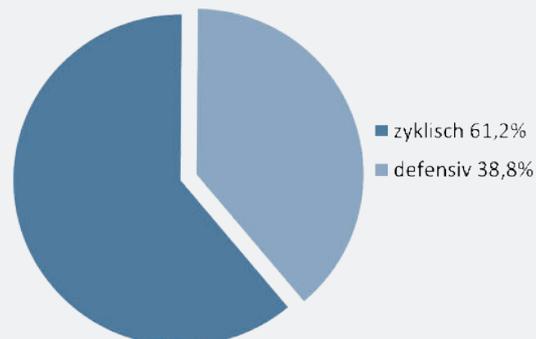
Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Bloomberg (August 2023)

## 7. Das CONREN Universum der gelisteten europäischen Familienunternehmen

Zyklizität des CONREN FU Universums nach Marktkapitalisierung

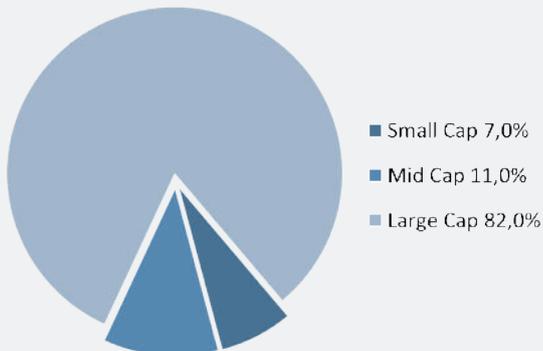


Zyklizität des STOXX Europe 600 nach Marktkapitalisierung

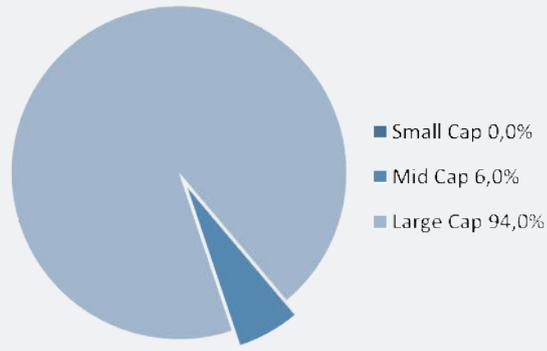


Die Zyklizität des CONREN Universum von Familienunternehmen in Europa ist mit 67 Prozent zyklisch vs 33 Prozent defensiv der des breiten europäischen Aktienindex STOXX Europe 600 (61 Prozent vs 39 Prozent) ähnlich. Seit der letzten Studie zum Ende Juni 2021 hat der nach Marktkapitalisierung gewichtete Anteil von zyklischen Unternehmen im CONREN Universum 2,6% zugenommen - im STOXX Europe 600 hat der nach Marktkapitalisierung gewichtete Anteil von zyklischen Unternehmen 3% abgenommen.

Marktkapitalisierung des CONREN FU Universums



Marktkapitalisierung des STOXX Europe 600



In Bezug auf die Marktkapitalisierung haben wir folgende Segmente definiert:

- „Small Caps“ bis 1,5 Milliarden Euro: Hier haben wir 672 Familienunternehmen identifiziert. Das entspricht einem Anteil von 68 Prozent nach Anzahl bzw. von nur 7 Prozent nach Marktkapitalisierung (vs STOXX Europe 600 von 0 Prozent).
- „Mid Caps“ bis 5 Milliarden Euro: Hier haben wir 184 Familienunternehmen identifiziert. Das entspricht einem Anteil von 19 Prozent nach Anzahl bzw. von 11 Prozent nach Marktkapitalisierung (vs STOXX Europe 600 von 6 Prozent).
- „Large Caps“ ab 5 Milliarden Euro: Hier haben wir 131 Familienunternehmen identifiziert. Das entspricht einem Anteil von nur 13 Prozent nach Anzahl. Große Unternehmen machen aber den Großteil nach Marktkapitalisierung aus – nämlich 82 Prozent. Im STOXX Europe 600 machen die großen Unternehmen sogar 94 Prozent aus.

## 7. Das CONREN Universum der gelisteten europäischen Familienunternehmen

### b. Kennzahlen

	Bilanzstärke					Profitabilität		Kapitaleffizienz				Wachstum			Bewertung	
	Fremdkapitalquote	Verschuldungsgrad	Cash Ratio	Quick Ratio	Current Ratio	Gross Margin	Net Margin	Return on Capital (ROC)	Return on Equity (ROE)	Return on Assets (ROA)	Return on Invested Capital (ROIC)	Umsatzwachstum 5J	Wachstum des Gewinns pro Aktie 5J	Dividendenwachstum 5J	SYAVG P/E	Price/Book
<b>STOXX Europe 600</b>																
Mittelwert	39,8	124,4	0,6	1,0	1,6	42,7	13,7	11,9	18,6	6,6	11,0	8,5	10,9	8,7	26,1	4,0
Median	36,6	57,0	0,3	0,8	1,3	38,5	9,2	9,0	14,2	4,9	8,3	4,1	9,5	7,2	21,8	2,1
<b>Nach Marktkapitalisierung gewichtet</b>	<b>41,5</b>	<b>120,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>46,5</b>	<b>13,2</b>	<b>11,3</b>	<b>20,0</b>	<b>6,7</b>	<b>10,4</b>	<b>5,0</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>	<b>24,4</b>	<b>3,7</b>
<b>CONREN FU Universum</b>																
Mittelwert	37,9	123,9	1,9	2,5	3,9	41,1	13,6	7,0	10,4	4,0	5,8	18,9	7,7	8,6	38,4	3,3
Median	35,7	54,8	0,4	0,8	1,5	37,5	8,1	7,5	10,9	3,9	6,3	9,1	8,0	6,9	20,1	1,8
<b>Nach Marktkapitalisierung gewichtet</b>	<b>34,6</b>	<b>70,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>50,5</b>	<b>15,5</b>	<b>14,2</b>	<b>21,8</b>	<b>8,8</b>	<b>13,1</b>	<b>13,2</b>	<b>10,4</b>	<b>13,3</b>	<b>37,3</b>	<b>5,5</b>

Kennzahlen sind natürlich immer eine Momentaufnahme. Dazu kommt eine gewisse Verzögerung bei der Datenerhebung: Es werden immer die letztverfügbaren Daten verwendet. Zu unserem Stichtag, dem 30. Juni 2023, sind das zumeist zum 1. Quartal des Jahres gemeldete Gewinne, Margen und Bilanzposten. Gerade in wirtschaftlich volatilen Zeiten sind viele dieser Kennzahlen mit Vorsicht zu genießen: So ist es zum Beispiel eine zentrale Frage für die Angemessenheit von Aktienbewertungen, ob Unternehmen ihre oft hohen Preise und damit Gewinnmargen während sowie direkt nach der COVID19-Krise nach der Großen Normalisierung halten können.

Rechtlicher Hinweis: Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Refinitiv (August 2023)

Im Vergleich der Kennzahlen (nach Marktkapitalisierung gewichtet) vom 31. Dezember 2019 (vor der COVID-19-Pandemie) mit den Werten zum Stichtag dieser Studie am 30. Juni 2021 fällt auf: Das Wachstum von Umsatz und Gewinn bleibt bei den Familienunternehmen wesentlich höher. Das gilt allerdings auch für die Bewertungen.

Es haben sich in den letzten 18 Monaten aber auch einige Veränderungen ergeben: Vergleichen wir diese mit denen von der letzten Studie im Juni 2021, dann sehen wir, dass die Kennzahlen des CONREN Universum von Familienunternehmen Europa immer noch ein ganzes Stück besser sind als die des STOXX Europe 600. Das gilt für Bilanzstärke, Profitabilität, Kapitaleffizienz und Wachstum. Doch Qualität hat seinen Preis: die Bewertungen für das CONREN Universum bleiben höher.

- Bilanzstärke

Wir sehen eine massive Verschlechterung, was die Bilanzstärke angeht sowohl im CONREN FU Universum als auch im STOXX Europe 600. Aber, und das ist ein großes Aber, haben sich die Kennzahlen der Familienunternehmen in diesem Vergleich wesentlich weniger verschlechtert. Sie haben ihren Vorsprung bei der Bilanzstärke ausgebaut: Ein Beispiel ist die Fremdkapitalquote. Diese veränderte sich bei den FU von 26,6 auf 34,6 (eine Verschlechterung von 30%), während die Unternehmen im STOXX Europe 600 sich von 26,0 auf 41,5 verschlechterten (eine Verschlechterung von 60%) - beides nach Marktkapitalisierung gewichtet. Gerade in Zeiten gestiegener Zinsen ein massiver Unterschied. Beim Verschuldungsgrad stehen FU bei 70,5 nach 114,8 im Juni 2021 (eine Verbesserung von 39%) und beim STOXX Europe 600 bei 120,0 von 117,3 (eine Verschlechterung von 2%) - beides nach Marktkapitalisierung gewichtet.

Bei den Liquiditätskennzahlen sieht es recht ähnlich aus: Die Cash-Ratio fällt bei den FU zum Beispiel von 1,2 auf 0,8 und beim STOXX Europe 600 von 0,7 auf 0,5. Bei der Cash Ratio (Verhältnis der gesamten Zahlungsmittel (äquivalente) zu seinen kurzfristigen Verbindlichkeiten) gilt je höher je besser. Mit wem würden Sie lieber in eine neue Krise gehen?

- Profitabilität:

Die Unternehmen im CONREN FU Universum sind wiederum ein ganzes Stück besser. Während sich die Profitabilität im STOXX Europe 600 zu den letzten beiden Stichtagen jeweils verschlechtert hat, weisen die Familienunternehmen bei der Net Margin eine Verbesserung auf und verzeichnen 15,5% nach 8,0% zum Ende Juni 2021 – nach Marktkapitalisierung gewichtet. Ein wichtiger Erfolgsfaktor während und direkt nach der COVID19-Krise war Preismacht (aufgrund von oft geringere Nachfrageelastizität und zum Teil wesentlich höheren Kosten vor dem Hintergrund einer hohen Inflation) – also eine Marktstellung, die es erlaubt, Preise zu erhöhen. Das ist für den Unternehmenserfolg und nicht zuletzt für das Überleben in der Krise oft entscheidend.

Rechtlicher Hinweis: Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Refinitiv (August 2023)

- Kapitaleffizienz

Auch bei der Kapitaleffizienz schlägt das CONREN FU Universum den STOXX Europe 600 zum Stichtag nach Markkapitalisierung gewichtet in allen 4 Kategorien:

Auffallend ist, dass beide sowohl das CONREN FU Universum als auch der STOXX Europe 600 ihr Return on Equity (ROE) wesentlich steigern konnten: Beide standen bei ca. 12,7 zum Ende Juni 2021 und stehen nun bei 21,8 (CONREN FU Universum) und 20,0 (STOXX Europe 600). Der Leverage ist gestiegen und so dann auch der ROE.

- Wachstum

Sowohl das CONREN FU Universum als auch der STOXX Europe 600 konnten ihren Umsatzwachstumsdurchschnitt der letzten 5 Jahre in den letzte 18 Monaten erhöhen. Das wird vor allem mit Preiserhöhungen zusammenhängen. In den beschriebenen Krisenzeiten und vor allem in inflationären Zeiten ist Preisfestsetzungsmacht sehr wichtig. Bezeichnenderweise wurde auch jeweils das Gewinnwachstum der letzten 5 Jahre gehoben: Im CONREN FU Universum auf 10,4 von 7,0 (+48,6%) und im STOXX Europe 600 auf 7,1 von 5,7 (+24,6%).

Der Blick auf die Bewertung zeigt, dass die Prämie des CONREN FU Universum gegenüber dem STOXX Europe 600 Bestand hat. In der letzten Studie zum Ende Juni 2021 haben wir geschrieben: „In der aktuellen Marktphase ist sicherlich ein Stück Hoffnung und Phantasie in diesen Kursen: Die Bewertungen sind gestiegen und die Unternehmen müssen jetzt liefern was Profitabilität, Kapitaleffizienz und so weiter angeht.“ Die Unternehmen haben vielerorts geliefert und sind dieser Hoffnung gerecht geworden. Allerdings haben Märkte und Unternehmen bereits mit weiteren Krisen zu kämpfen und der Markt fragt sich, ob sie ihr aktuelles Gewinnniveau halten können. Das hat sich also merklich gedreht und man kann diese aktuelle Marktphase mit dem Namen „Zweifel“ belegen. Insgesamt sind die Bewertungen in Europa zum Studienstichtag im historischen Vergleich nicht zu hoch – diese Zweifel, berechtigt oder nicht, sind also zumindest in Teilen in den Aktienkursen enthalten. Anders in vielen US-Aktien im Tech- und gerade im KI-Bereich: Hier ist viel Hoffnung enthalten.

\_\_\_\_\_   
vorgenommene Bereinigung:

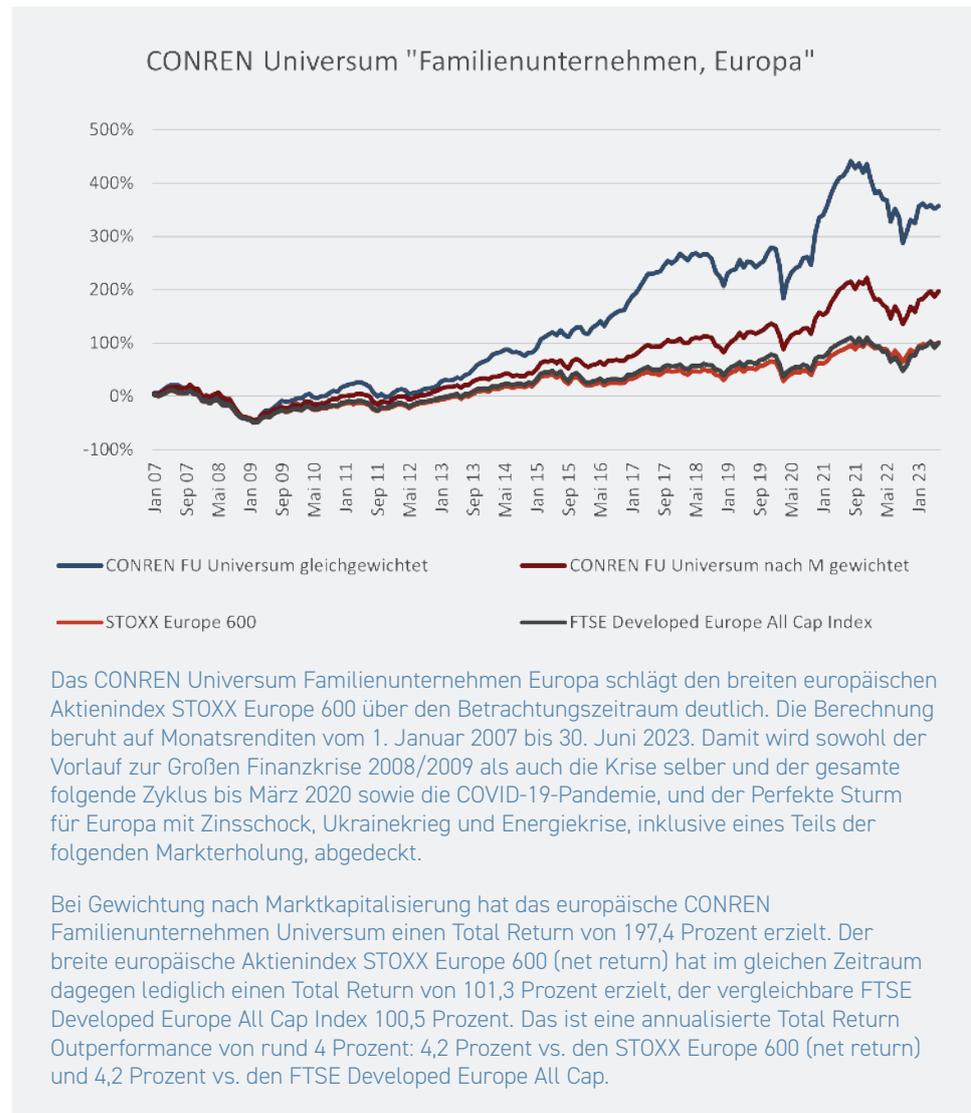
- Für die Berechnung der „Gross Margin“ und „Net Margin“ wurden nur positive Werte berücksichtigt.
- Für die Berechnung der „Net Margin“ wurden nur Werte, die kleiner als 100% und kleiner als der zugehörige „Gross Margin“ sind, berücksichtigt.

Rechtlicher Hinweis: Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Refinitiv (August 2023)

## 8. Performance-Analyse

### a. CONREN Universum von börsennotierten Familienunternehmen in Europa



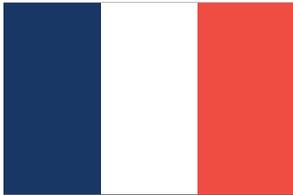
### b. Länder – TOP 5

Nachfolgend finden Sie eine Zusammenfassung der fünf Länder mit den aktuell höchsten Marktkapitalisierungen von Familienunternehmen in Europa: Frankreich, Deutschland, die Schweiz, Schweden und Italien. Da die Zahlen zur Familienunternehmen-Landschaft in Großbritannien auffallende Unterschiede zu den meisten anderen Europäischen Ländern aufweisen, haben wir Großbritannien zusätzlich aufgenommen.

Rechtlicher Hinweis:  
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

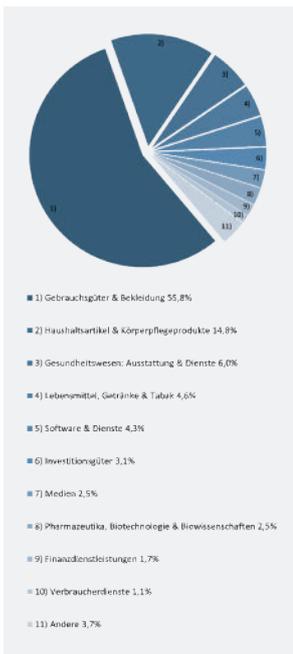
Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Bloomberg (August 2023)

## 8. Performance-Analyse

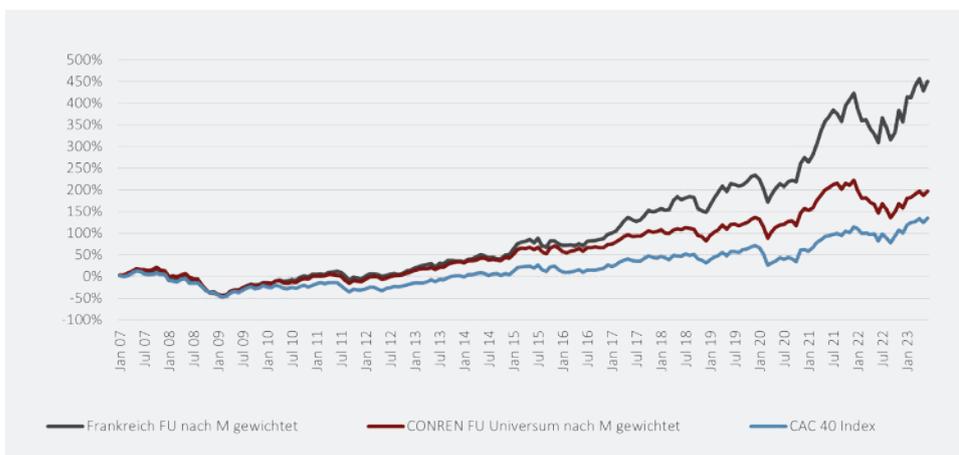


### Börsennotierte Familienunternehmen in Frankreich:

Mit 127 börsennotierten Familienunternehmen und einer Marktkapitalisierung von 1.498 Milliarden Euro ist Frankreich das bedeutendste Land im europäischen Familienuniversum. Nach Anzahl der Unternehmen betrachtet hat Deutschland allerdings die Nase knapp vorne (147 Familienunternehmen). Das CONREN Familienuniversum Frankreich hat im Betrachtungszeitraum eine gewichtete Total Return Rendite von 451% erzielt (vs 197% für das gesamte CONREN Familienuniversum Europa). Der französische Aktienindex CAC 40 hat dagegen im gleichen Zeitraum nur 135% rentiert. Eine hohe Outperformance! Die durchschnittliche Marktkapitalisierung liegt weit über dem europäischen Durchschnitt. Das liegt unter anderem an diesen französischen Stars unter den Familienunternehmen: Global Player in der Luxusartikelbranche wie LVMH (Louis Vuitton Moët Hennessy), Christian Dior, Hermes oder Kering (Eigentümer von Gucci) mit global starken Marken. Neben den Luxusgüterherstellern ist EssilorLuxottica ein weltweit führender Anbieter von Brillengläsern, Fassungen und Sonnenbrillen.



Bevölkerung	68.070.697
Bruttoinlandsprodukt (BIP) (in Bio. EUR)	2,64
Bruttoinlandsprodukt pro Kopf (in EUR)	38.590
Reales BIP-Wachstum	2,5%
Arbeitslosenrate	7,1%
Anzahl FU im Universum	127
Anzahl Französische Firmen/Universum	12,9%
Total Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	1.497.733
Marktkapitalisierung Frankreich/Universum	32,1%
Mittelwert Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	11.793
Median Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	853
Größte Unternehmen	1. LVMH 2. L'Oreal 3. Hermes 4. Christian Dior 5. EssilorLuxottica



Rechtlicher Hinweis:  
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

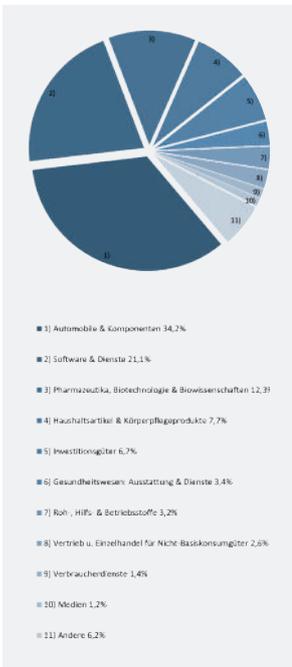
Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Refinitiv, Eurostat, Bloomberg (August 2023)

## 8. Performance-Analyse



### Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland:

Mit 147 börsennotierten Familienunternehmen und einer Marktkapitalisierung von 806 Milliarden Euro ist Deutschland das zweitbedeutendste Land im europäischen Familienuniversum. Das CONREN Familienuniversum Deutschland hat im Betrachtungszeitraum eine gewichtete Total Return Rendite von 177% nach Marktkapitalisierung erzielt (vs 197% für das gesamte CONREN Familienuniversum Europa). Der deutsche Aktienindex DAX 30 hat im gleichen Zeitraum nur 145% rentiert. Die deutsche Wirtschaft ist für ihre mittelständische Struktur mit dem Fokus auf Maschinenbau, Technologie, Medizin und den Automobilbereich bekannt. Allerdings gehen deutsche Unternehmer und Unternehmerinnen nicht gerne an die Börse.



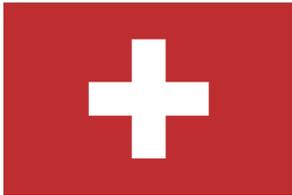
Bevölkerung	84.358.845
Bruttoinlandsprodukt (BIP) (in Bio. EUR)	3,88
Bruttoinlandsprodukt pro Kopf (in EUR)	46.150
Reales BIP-Wachstum	1,8%
Arbeitslosenrate	3,0%
Anzahl FU im Universum	147
Anzahl Deutsche Firmen/Universum	14,9%
Total Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	805.857
Marktkapitalisierung Frankreich/Universum	17,3%
Mittelwert Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	5.482
Median Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	763
Größte Unternehmen	1. SAP 2. Porsche 3. Merck 4. BMW 5. Volkswagen



Rechtlicher Hinweis:  
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

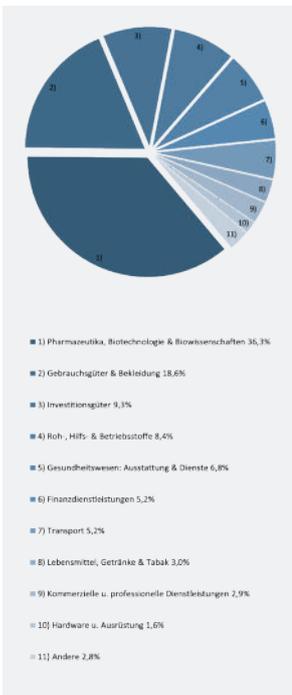
Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Refinitiv, Eurostat, Bloomberg (August 2023)

## 8. Performance-Analyse

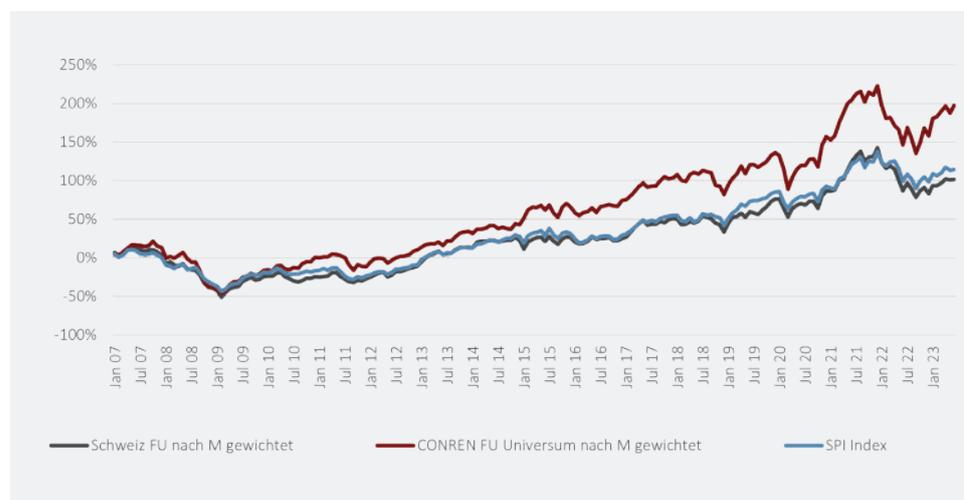


### Börsennotierte Familienunternehmen in der Schweiz:

Mit 92 börsennotierten Familienunternehmen und einer Marktkapitalisierung von 697 Milliarden Euro ist die Schweiz das dritt wichtigste Land im europäischen Familienuniversum. Die Schweiz ist ein unternehmerischer und familienunternehmerischer Riese. Das CONREN Familienuniversum Schweiz hat im Betrachtungszeitraum eine gewichtete Total Return Rendite von 102% erzielt (vs 197% für das gesamte CONREN Familienuniversum Europa). Der Schweizer Aktienindex SPI hat sich im gleichen Zeitraum mit 114% ähnlich entwickelt. Die Schweizer Familienunternehmenslandschaft ist stark diversifiziert. Roche dominiert Pharmazeutika mit einer Marktkapitalisierung von über 243 Milliarden Euro. Umsätze und Gewinne erzielen die Schweizer Unternehmen natürlich vor allem außerhalb der Schweiz – das Schweizer Franken Risiko ist daher meist vernachlässigbar.



Bevölkerung	8.812.728
Bruttoinlandsprodukt (BIP) (in Bio. EUR)	0,77
Bruttoinlandsprodukt pro Kopf (in EUR)	87.410
Reales BIP-Wachstum	2,1%
Arbeitslosenrate	1,9%
Anzahl FU im Universum	92
Anzahl Schweizer Firmen/Universum	9,3%
Total Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	696.574
Marktkapitalisierung Frankreich/Universum	14,9%
Mittelwert Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	7.571
Median Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	1.509
Größte Unternehmen	1. Roche 2. Rchemont 3. Holcim 4. Kühne + Nagel 5. Partners Group



Rechtlicher Hinweis:  
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

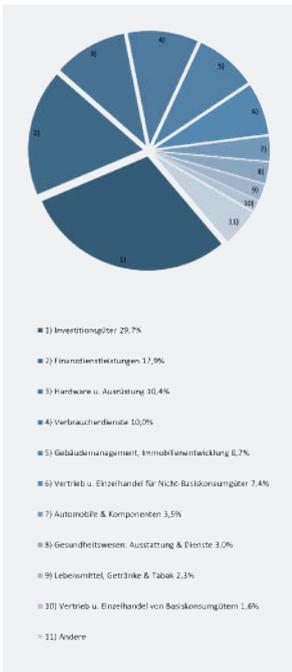
Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Refinitiv, Eurostat, Bloomberg (August 2023)

## 8. Performance-Analyse

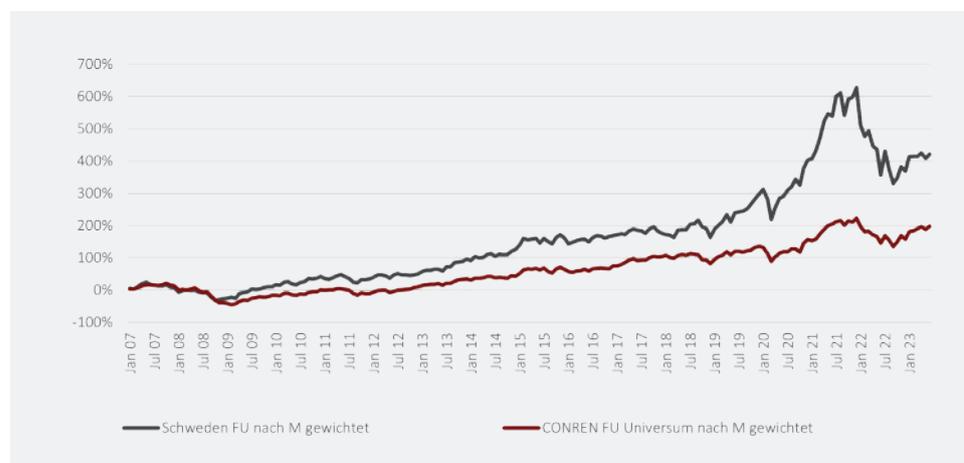


### Börsennotierte Familienunternehmen in Schweden:

Mit 97 börsennotierten Familienunternehmen und einer Marktkapitalisierung von 278 Milliarden Euro belegt das wiederum kleine Schweden den 4. Platz in unserem Familienuniversum. Das CONREN Familienuniversum Schweden hat gewichtet im Betrachtungszeitraum eine gewichtete Total Return Rendite von 420% erzielt (vs 197% für das gesamte CONREN Familienuniversum Europa). In den Top 5 finden sich sehr unterschiedliche Unternehmen: ein Messtechnik- und Softwarekonzern, ein Online-Casino-Entwickler, ein Private Equity, ein Modehaus, und ein Heizungstechnologie-Unternehmen. Dazu das Private Equity Haus EQT: 1994 gegründete und im September 2019 an die Börse gegangen. Kerninvestor ist die in Schweden omnipresente Familie Wallenberg.



Bevölkerung	10.521.556
Bruttoinlandsprodukt (BIP) (in Bio. EUR)	0,56
Bruttoinlandsprodukt pro Kopf (in EUR)	53160
Reales BIP-Wachstum	2,8%
Arbeitslosenrate	7,9%
Anzahl FU im Universum	97
Anzahl Schwedische Firmen/Universum	9,8%
Total Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	277.958
Marktkapitalisierung Frankreich/Universum	6,0%
Mittelwert Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	2.866
Median Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	749
Größte Unternehmen	1. Hexagon 2. Evolution 3. EQT 4. Hennes & Mauritz 5. Nibe



Rechtlicher Hinweis:  
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

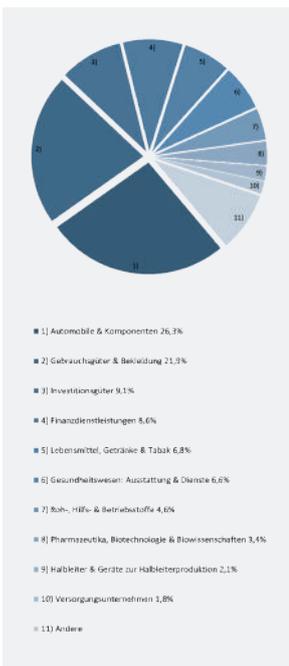
Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Refinitiv, Eurostat, Bloomberg (August 2023)

## 8. Performance-Analyse

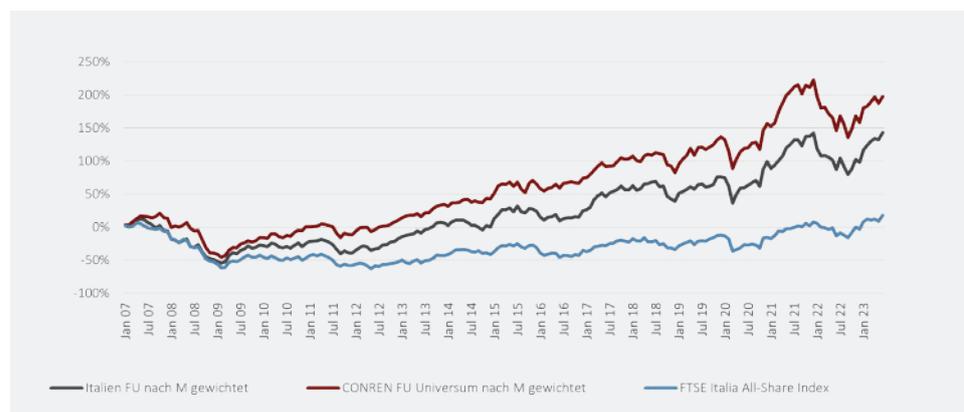


### Börsennotierte Familienunternehmen in Italien:

Mit 64 börsennotierten Familienunternehmen und einer Marktkapitalisierung von 209 Milliarden Euro belegt Italien den 5. Platz in unserem Familienuniversum. Das CONREN Familienuniversum Italien hat im Betrachtungszeitraum eine gewichtete Total Return Rendite von 143% erzielt (vs 197% für das gesamte CONREN Familienuniversum Europa). Der italienische Aktienindex FTSE Italia All-Share Index hat im gleichen Zeitraum nur 17,98% rentiert. Seit der letzten Veröffentlichung dieser Studie, Juni 2021, kletterte Italien vom 9. auf den 5. Platz des CONREN Familienuniversums nach Marktkapitalisierung. Italien zeichnet sich durch eine starke Präsenz kleiner, mittlerer und sogar großer Familienunternehmen aus. Die Automobilindustrie (Automobile & Komponenten) und Gebrauchsgüterindustrie (Gebrauchsgüter & Bekleidungen) sind von hoher Bedeutung, denn diese beiden Branchen machen zusammen nach Marktkapitalisierung rund 48% des gesamten Familienunternehmen-Universums in Italien aus. Die drei Luxusgüterhersteller mit ihren hohen Marktkapitalisierungen Ferrari (rund 48 Milliarden Euro), Moncler (rund 17 Milliarden Euro), und Prada (rund 16 Milliarden Euro), zusammen mit dem weltbekannten Getränkeunternehmen Campari (rund 14 Milliarden Euro) dominieren die Landschaft der Familienunternehmen mit Sitz Italien.



Bevölkerung	58.850.717
Bruttoinlandsprodukt (BIP) (in Bio. EUR)	1,91
Bruttoinlandsprodukt pro Kopf (in EUR)	32390
Reales BIP-Wachstum	3,7%
Arbeitslosenrate	7,4%
Anzahl FU im Universum	64
Anzahl Italienische Firmen/Universum	6,5%
Total Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	208.852
Marktkapitalisierung Frankreich/Universum	4,5%
Mittelwert Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	3.263
Median Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	1.126
Größte Unternehmen	1. Ferrari 2. Moncler 3. Prada 4. Campari 5. Nexi



Rechtlicher Hinweis:  
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

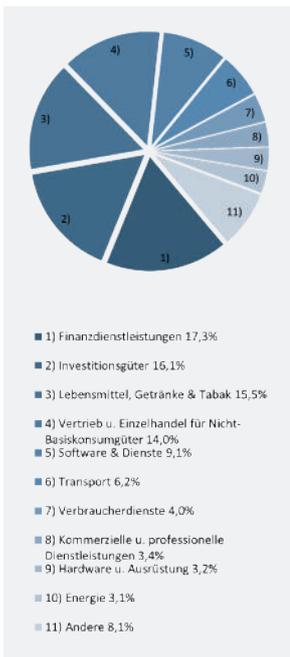
Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Refinitiv, Eurostat, Bloomberg (August 2023)

## 8. Performance-Analyse

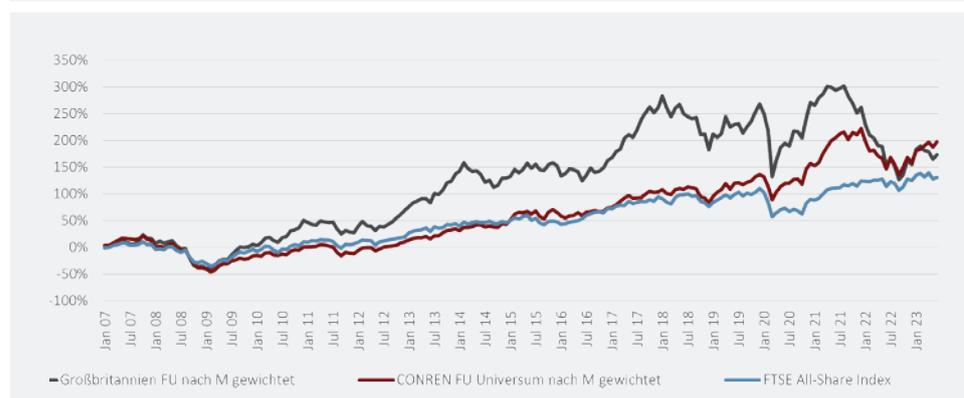


### Börsennotierte Familienunternehmen in dem Großbritannien:

Mit 79 börsennotierten Familienunternehmen und einer Marktkapitalisierung von 115 Milliarden Euro belegt Großbritannien den 10. Platz in unserem Familienuniversum. Das CONREN Familienuniversum Großbritannien hat im Betrachtungszeitraum eine gewichtete Total Return Rendite von 173% erzielt (vs 197% für das gesamte CONREN Familienuniversum Europa). Der britische Aktienindex FTSE All-Share hat im gleichen Zeitraum 131% rentiert. Wie zu erwarten finden sich mit Schroders und Hargreaves Lansdown zwei Finanzunternehmen unter den Top 5 des Landes – Finanzdienstleistungen stellen mit ca. 17% den größten Sektor im Familienuniversum des Landes. Der Sektor Lebensmittel, Getränke & Tabak mit Vertrieb und Einzelhandel für Nicht-Basiskonsumgüter machen nach Marktkapitalisierung ca. ein Drittel aus. Zwei bekannte Vertreter der Sektoren finden sich in den Top 5: Associated British Foods wurde 1935 von Willard Garfield Weston gegründet und wird heute von George Weston geleitet. JD Sports Fashion, gegründet 1981, hat 2.500 Retail-Outlets und trägt die Initialien der Gründer John und David im Namen. 2005 wurde das Unternehmen von einem anderen Familienunternehmen, der Pentland Group übernommen – die dahinterstehende Familie Rubin ist unter anderem für das Revival der Turnschuhmarke Reebok in den 80er Jahren bekannt. Der Sektor Investitionsgüter befindet sich auf Platz 2 mit 16% Marktkapitalisierung, dominiert von einer Large-Cap-Aktie (CNH Industrial). Das Unternehmen mit der grössten Marktkapitalisierung im Familienuniversum des Landes ist CNH Industrial, eine Tochterfirma von Exor, einer Industrie-Holding der Familie Agnelli aus Italien. CNH macht nach Marktkapitalisierung 89% des Sektors Investitionsgüter aus.



Bevölkerung	67.736.802
Bruttoinlandsprodukt (BIP) (in Bio. EUR)	2,90
Bruttoinlandsprodukt pro Kopf (in EUR)	38.532
Reales BIP-Wachstum	4,1%
Arbeitslosenrate	4,2%
Anzahl FU im Universum	79
Anzahl Britische Firmen/Universum	8,0%
Total Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	115'339
Marktkapitalisierung Großbritannien/Universum	2,5%
Mittelwert Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	1460
Median Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	513
Größte Unternehmen	1. CNH 2. Associated British Foods 3. JD Sports Fashion 4. Schroders 5. Hargreaves Lansdown



Rechtlicher Hinweis:  
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Refinitiv, Eurostat, Bloomberg (August 2023)

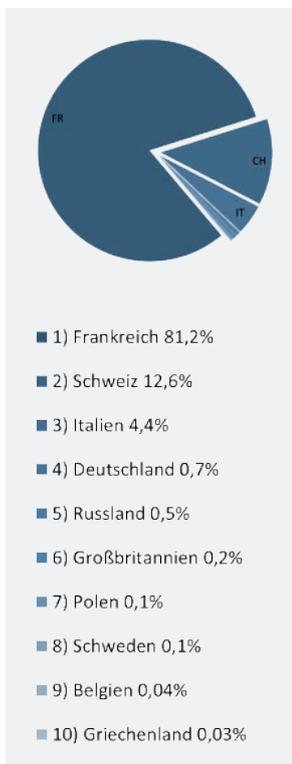
## 8. Performance-Analyse

### c. Branchen – TOP 5

Nachfolgend finden Sie eine Zusammenfassung der fünf Branchen (Industry Groups nach GICS) mit den höchsten Marktkapitalisierungen von Familienunternehmen in Europa: Gebrauchsgüter & Bekleidung (Consumer Durables & Apparel), Pharmazeutika, Biotechnologie & Biowissenschaften (Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences), Automobile & Komponenten (Automobiles & Components), , Investitionsgüter (Capital Goods) und Lebensmittel, Getränke & Tabak (Food, Beverage & Tobacco).

#### Gebrauchsgüter & Bekleidung (Consumer Durables & Apparel)

Mit 50 börsennotierten Familienunternehmen und einer Marktkapitalisierung von 1028 Milliarden Euro belegen Gebrauchsgüter & Bekleidung den 1. Platz in unserem Familienuniversum. Das CONREN Familienuniversum Gebrauchsgüter & Bekleidung hat im Betrachtungszeitraum eine gewichtete Total Return Rendite von 781% erzielt (197% für das gesamte CONREN Familienuniversum Europa). Frankreichs Global Player dominieren diese Branche in Europa und der Welt klar. Die Schweiz kann mit Richemont und Swatch zwei Marken-Unternehmen von Weltrang ins Feld führen.



Rechtlicher Hinweis:  
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Anzahl FU im Universum	50
Total Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	1.028.210
Marktkapitalisierung des Sektors/Universum	22,0%
Mittelwert Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	20.564
Median Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	433
Größte Unternehmen	1. LVMH 2. Hermes 3. Christian Dior 4. Richemont 5. Kering

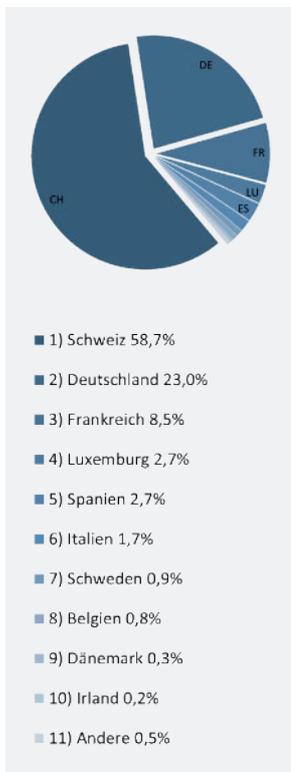


Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Bloomberg (August 2023)

## 8. Performance-Analyse

### Pharmazeutika, Biotechnologie & Biowissenschaften (Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences)

Mit 42 börsennotierten Familienunternehmen und einer Marktkapitalisierung von 430 Milliarden Euro belegen Pharmazeutika, Biotechnologie & Biowissenschaften den 2. Platz in unserem Familienuniversum. Das CONREN Familienuniversum Pharmazeutika, Biotechnologie & Biowissenschaften hat im Betrachtungszeitraum eine gewichtete Total Return Rendite von 161% erzielt (vs 197% für das gesamte CONREN Familienuniversum Europa). Roche dominiert mit einer Marktkapitalisierung von über 243 Milliarden Euro.



Anzahl FU im Universum	42
Total Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	430.337
Marktkapitalisierung des Sektors/Universum	9,2%
Mittelwert Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	10.246
Median Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	978
Größte Unternehmen	1. Roche 2. Merck 3. Sartorius Stedim 4. Sartorius 5. Eurofins Scientific



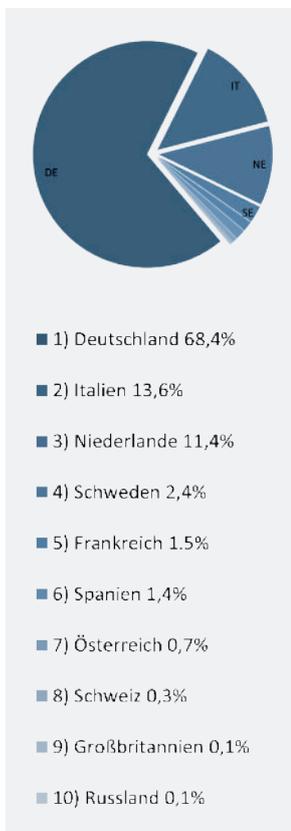
Rechtlicher Hinweis:  
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Bloomberg (August 2023)

## 8. Performance-Analyse

### Automobile & Komponenten (Automobiles & Components)

Mit 35 börsennotierten Familienunternehmen und einer Marktkapitalisierung von 403 Milliarden Euro belegen Automobile & Komponenten den 3. Platz in unserem Familienuniversum. Das CONREN Familienuniversum Automobile & Komponenten hat im Betrachtungszeitraum eine gewichtete Total Return Rendite von 203% erzielt (vs 197% für das gesamte CONREN Familienuniversum Europa). Einst der unangefochtene Stolz der Deutschen, ist die Automobilindustrie aufgrund von Elektromobilität, Bekämpfung des Klimawandels oder selbstfahrenden Fahrzeugen im Wandel. Der Elektroauto-Innovator Tesla hat unter der Führung von Elon Musk im Mai 2023 eine Marktkapitalisierung von über ca. 679 Milliarden Euro; vs. Porsches 106 Milliarden Euro oder BMWs 68 Milliarden Euro.



Anzahl FU im Universum	35
Total Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	403.191
Marktkapitalisierung des Sektors/Universum	8,6%
Mittelwert Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	11.520
Median Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	676
Größte Unternehmen	1. Porsche 2. BMW 3. Volkswagen 4. Ferrari 5. Stellantis



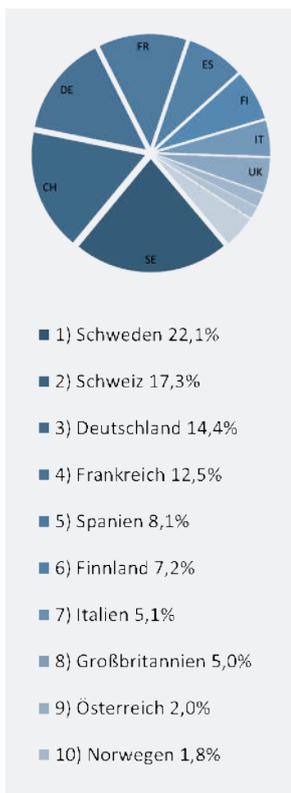
Rechtlicher Hinweis:  
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Bloomberg (August 2023)

## 8. Performance-Analyse

### Investitionsgüter (Capital Goods)

Mit 162 börsennotierten Familienunternehmen und einer Marktkapitalisierung von 374 Milliarden Euro belegen Investitionsgüter den 4. Platz in unserem Familienuniversum. Das CONREN Familienuniversum Investitionsgüter hat im Betrachtungszeitraum eine gewichtete Total Return Rendite von 111% erzielt (vs 197% für das gesamte CONREN Familienuniversum Europa). Die Branche ist wie erwartet wesentlich fragmentierter als die anderen TOP Branchen im Universum. Hier gibt es weniger globale Konsumenten-Marken wie z.B. bei Autos oder in der Mode. Champions der Branche sind aktuell die Fahrstuhlbauer Kone (Finnland) und Schindler (Schweiz) - die unter anderem vom Zuzug in Städte, dem Altern der Gesellschaft, der wachsenden Kaufkraft in der globalen Mittelschicht und nicht zuletzt dem Bauboom in Asien in den letzten Jahren profitieren. Auf den Bau von Fahrstühlen folgt die jahrelange Wartung.



Anzahl FU im Universum	162
Total Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	374.122
Marktkapitalisierung des Sektors/Universum	8,0%
Mittelwert Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	2.309
Median Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	757
Größte Unternehmen	1. Kone 2. Ferrovial 3. Schindler 4. Nibe 5. CNH



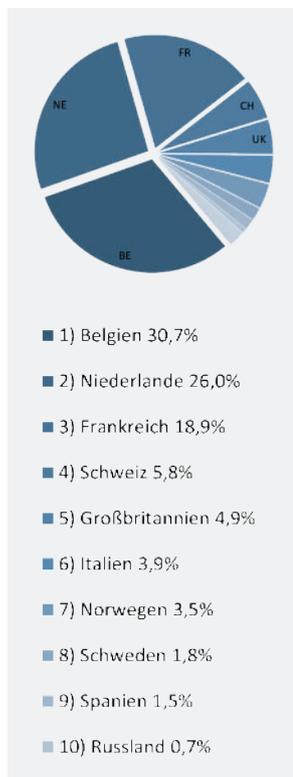
Rechtlicher Hinweis:  
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Bloomberg (August 2023)

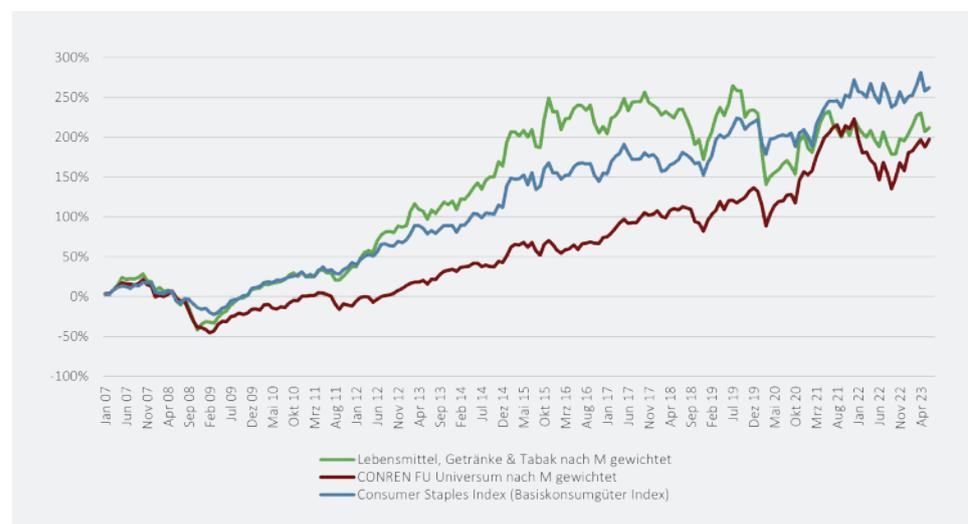
## 8. Performance-Analyse

### Lebensmittel, Getränke & Tabak (Food, Beverage & Tobacco)

Mit 55 börsennotierten Familienunternehmen und einer Marktkapitalisierung von 364 Milliarden Euro belegen Lebensmittel, Getränke & Tabak den 5. Platz in unserem Familienuniversum. Das CONREN Familienuniversum Lebensmittel, Getränke & Tabak hat im Betrachtungszeitraum eine gewichtete Total Return Rendite von 212% erzielt (vs 197% für das gesamte CONREN Familienuniversum Europa). Bier- und andere Alkoholproduzenten führen die Branche an.



Anzahl FU im Universum	55
Total Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	363.542
Marktkapitalisierung des Sektors/Universum	7,8%
Mittelwert Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	6.609
Median Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	800
Größte Unternehmen	1. AB InBev 2. Heineken 3. Pernod Ricard 4. Heineken Holding 5. Associated British Food



Rechtlicher Hinweis:  
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Bloomberg (August 2023)

## 8. Performance-Analyse

### d. Marktkapitalisierung

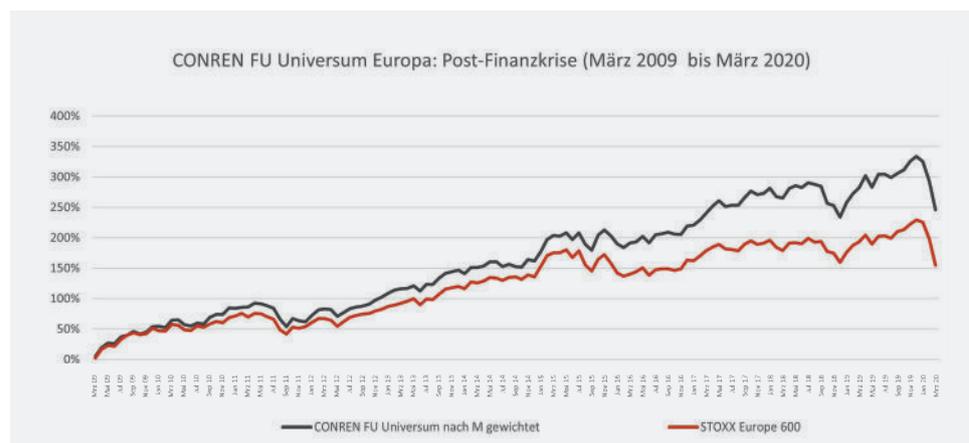
Nicht nur das gesamte CONREN Universum Familienunternehmen, Europa, sondern auch die meisten Länder sowie Sektoren und Branchen erzielen eine bessere Rendite, wenn das jeweilige Universum gleichgewichtet und nicht nach Marktkapitalisierung gewichtet wird. Dies lässt den Schluss zu, dass aufstrebende Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung (Small Caps) Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung langfristig outperformen.

Diese Erkenntnis muss in der Portfoliozusammensetzung und dem Risikomanagement berücksichtigt werden. Dazu weisen Unternehmen mit niedrigem Free Float (bei börsennotierten Familienunternehmen oft der Fall) und gleichzeitig niedrigerer Marktkapitalisierung mitunter erratische Aktienkursentwicklungen auf. Sie können vor allem im Krisenfall und für größere Positionen illiquid werden.

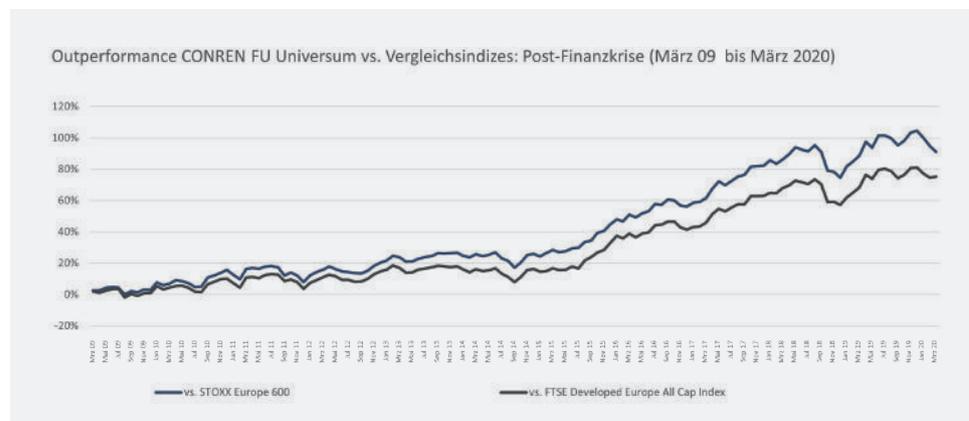
## 9. Zyklusvergleich

### a. Wie haben sich Aktien von Familienunternehmen im Zyklus nach der Großen Finanzkrise (März 2009 – März 2020) geschlagen?

Der letzte große Börsenzyklus hat nach unserer Definition nach der Großen Finanzkrise begonnen und mit der COVID-19-Krise geendet: März 2009 – März 2020. Mit über elf Jahren war das ein sehr langer Börsenzyklus. Er war geprägt von neuen Notenbankpolitiken und entsprechend niedrigen Zinsen. In diesem Zyklus, der das Marktverständnis vieler Marktteilnehmer bis heute prägt, haben sich Aktien von Familienunternehmen wesentlich besser entwickelt als der Gesamtmarkt: Bei Gewichtung nach Marktkapitalisierung hat das europäische CONREN-Familienunternehmen-Universum einen Total Return von 246,0 Prozent erzielt. Der breite europäische Aktienindex STOXX Europe 600 (net return) hat im gleichen Zeitraum dagegen lediglich einen Total Return von 155,0 Prozent erzielt, der vergleichbare FTSE Developed Europe All Cap Index 170,8 Prozent. Das ist eine annualisierte Total-Return-Outperformance von 5 bis 6 Prozent: 6,0 Prozent vs. den STOXX Europe 600 (net return) und 5,2 Prozent vs. den FTSE Developed Europe All Cap.



Wir sehen im Chart unten, dass die Outperformance vor allem in der zweiten Hälfte des Bullenmarktes zu verzeichnen ist.

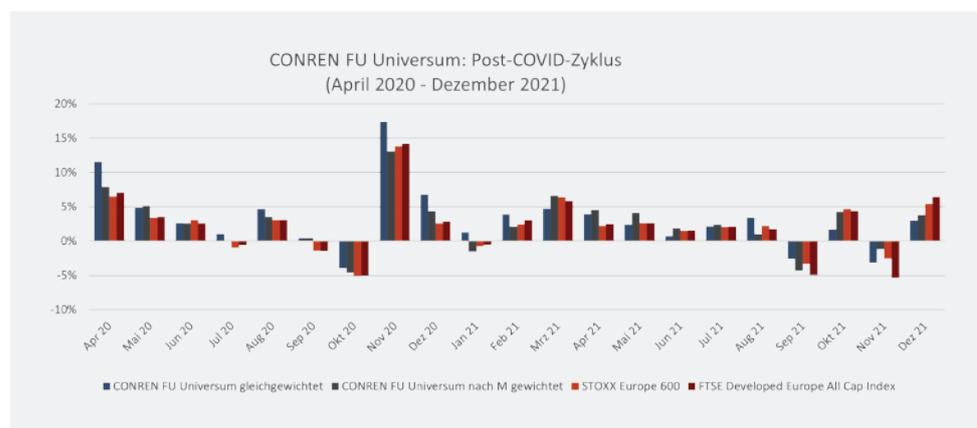
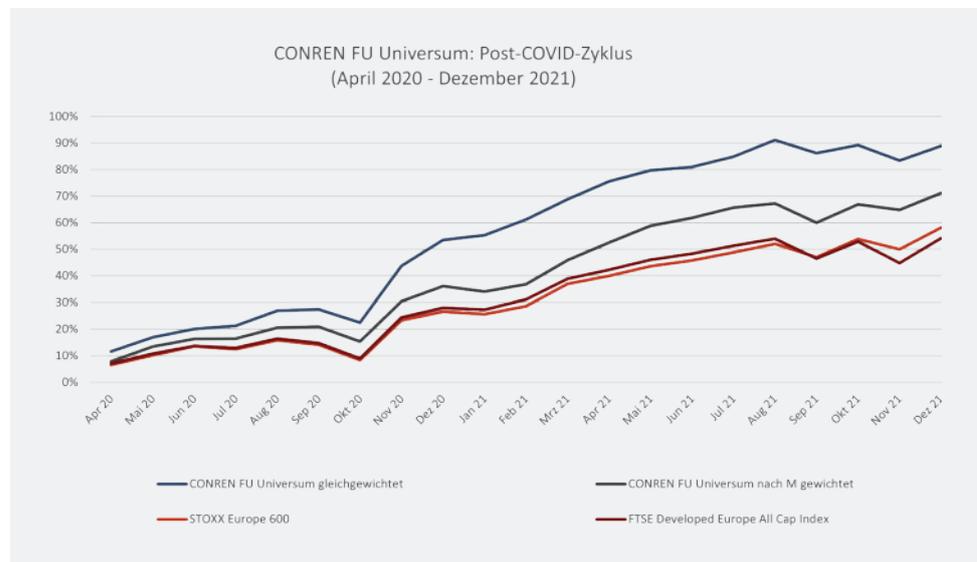


Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Bloomberg (September 2021)

## 9. Zyklusvergleich

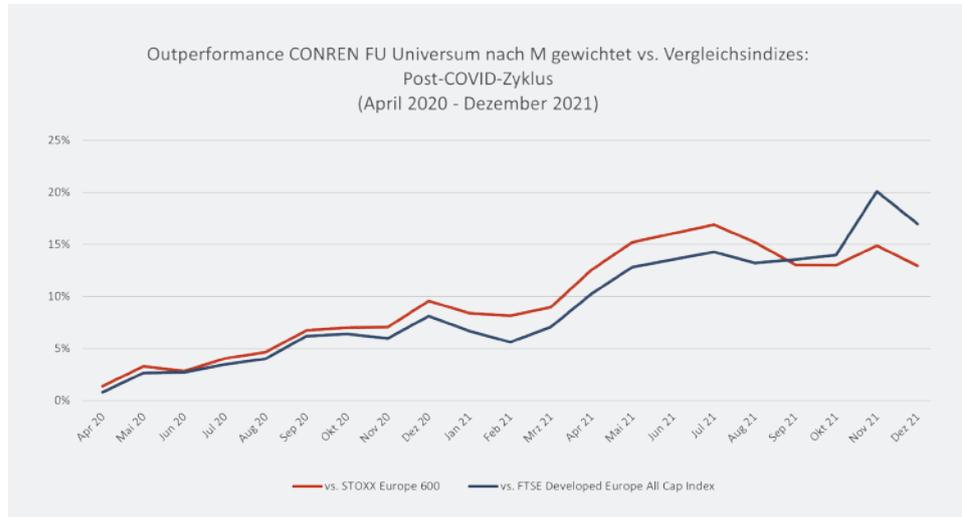
### b. Wie haben sich Aktien von Familienunternehmen im aktuellen, im COVID-19 Zyklus bisher geschlagen (April 2020 – Dezember 2021)?

Im Post-COVID-19-Zyklus haben sich die Aktien von Familienunternehmen in Europa wesentlich besser als der Markt entwickelt: Bei Gewichtung nach Marktkapitalisierung hat das europäische CONREN-Familienunternehmen-Universum von April 2020 bis Dezember 2021 einen Total Return von 71,0 Prozent erzielt. Der breite europäische Aktienindex STOXX Europe 600 (net return) hat im gleichen Zeitraum dagegen lediglich einen Total Return von 58,1 Prozent erzielt, der vergleichbare FTSE Developed Europe All Cap Index 54,1 Prozent.

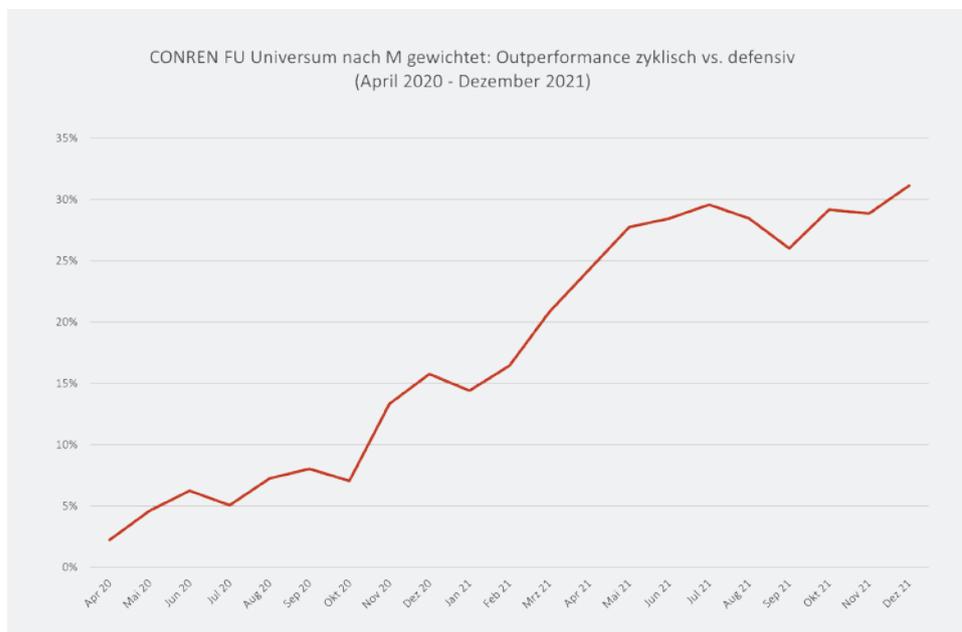


Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Bloomberg (August 2023)

## 9. Zyklusvergleich



In diesem Zeitraum haben sich innerhalb des CONREN Universums börsennotierte Familienunternehmen in Europa zyklische Aktien wesentlich besser entwickelt als defensive Aktien.



Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Bloomberg (August 2023)

## 9. Zyklusvergleich

### c. Wie haben sich Aktien von Familienunternehmen insgesamt während/nach COVID-19-Krise sowie im den folgenden Perfekten Sturm für Europa (Zinsschock, Ukraine-Krieg und Energiekrise) samt Rebound bisher geschlagen (Januar 2020 – Juni 2023)?

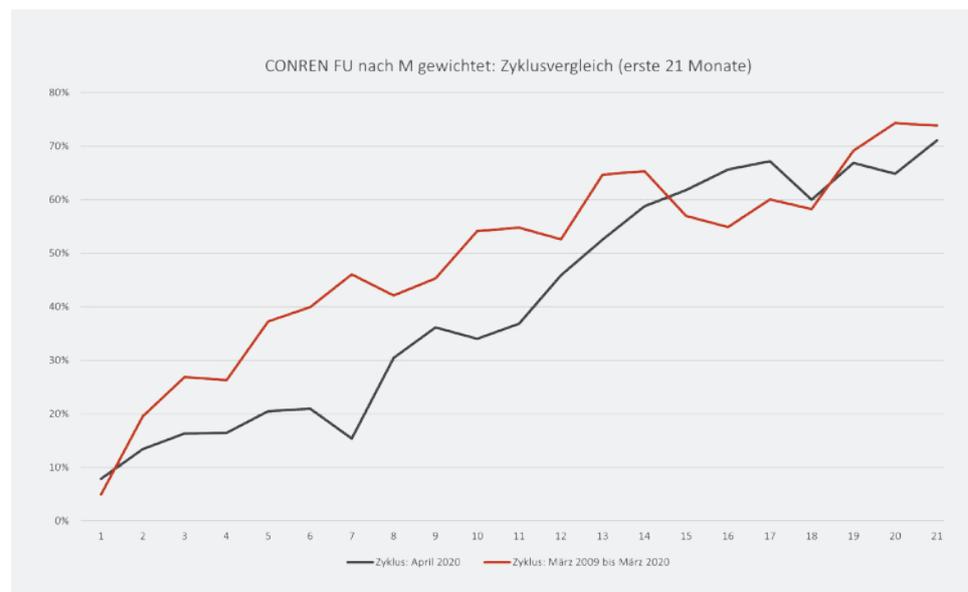
#### Performance in 5 Phasen:

(Total Return gewichtet nach Marktkapitalisierung vs. STOXX Europe 600 / FTSE Developed Europe All Cap Index):

- im Hoch der Panik weniger verloren (Januar bis März 2020):  
-20,3 Prozent (vs. -22,6% / -25,0%)
- besser im unmittelbaren Rebound (April bis Oktober 2020):  
15,4 Prozent (vs. 8,4% / 9,0%)
- besser im Nach-Impfstoff-Rebound (November 2020 bis Dezember 2021):  
48,2 Prozent (vs. 45,9% / 41,4%)
- durchschnittlich im Perfekten Sturm (Zinsschock, Ukraine-Krieg, Energiekrise)  
(Dezember 2021 bis September 2022): -24,3 Prozent (vs. -14,2% / -25,5%)
- durchschnittlich im Post-Krisen-Rebound (September 2022 bis Juni 2023):  
16,6 Prozent (vs. 13,9% / 23,5%)

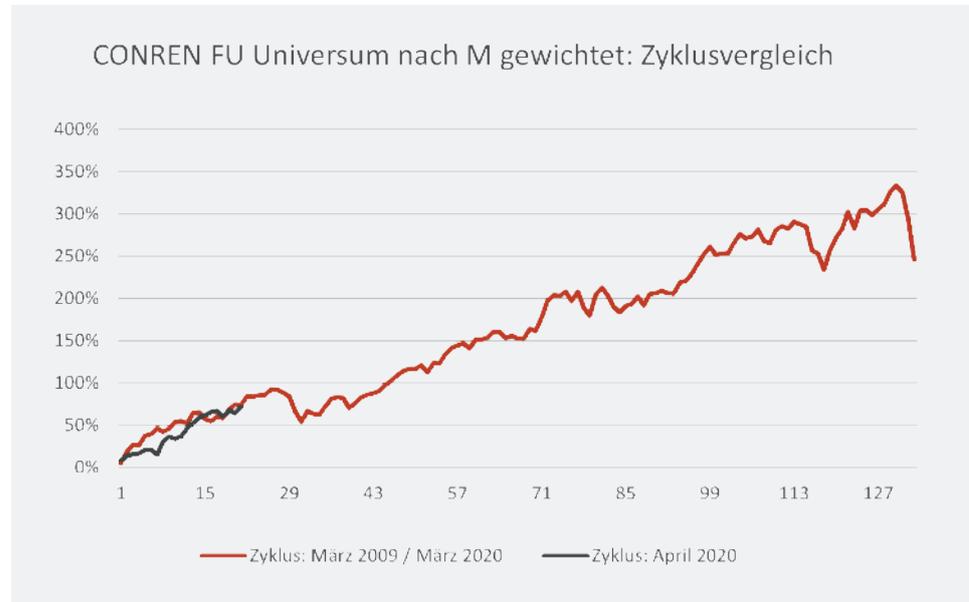
### d. Wie ist die Entwicklung von Aktien von Familienunternehmen während und nach der COVID-19-Krise mit dem Börsenzyklus nach der Großen Finanzkrise zu vergleichen?

Die Aktien im CONREN FU Universum börsennotierter Familienunternehmen in Europa haben sich in den ersten 21 Monaten der Zyklen insgesamt sehr ähnlich entwickelt:

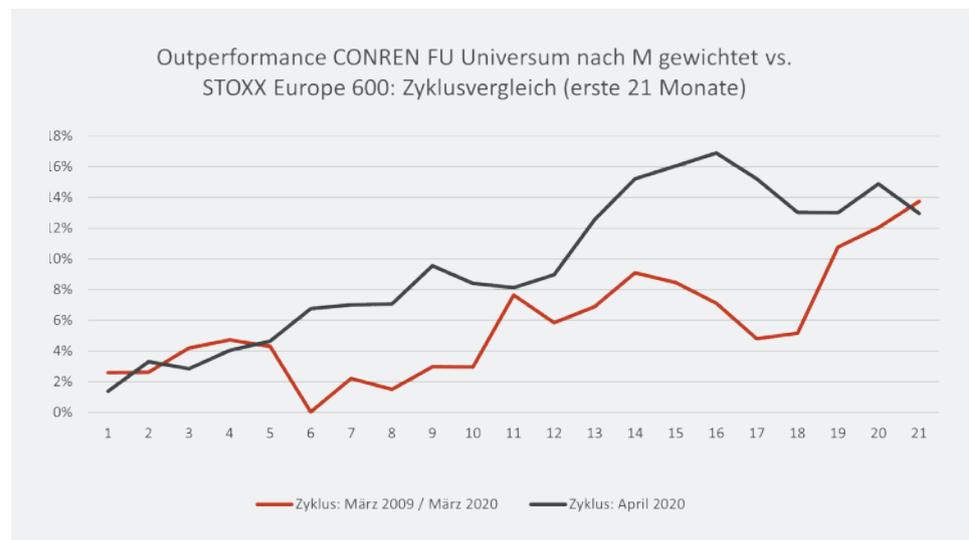


Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Bloomberg (August 2023)

## 9. Zyklusvergleich



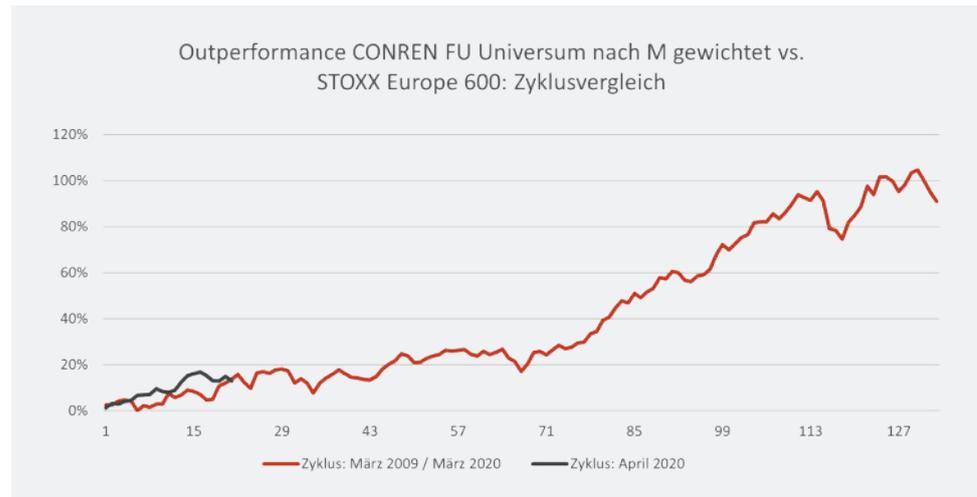
Die Outperformance im Vergleich zum Vergleichsindex STOXX Europe 600 war Post-COVID wesentlich ausgeprägter. Der Perfekte Sturm für Europa mit Zinsschock, Ukrainekrieg und Energiekrise hat diesen Vorsprung aber wieder zunichte gemacht. Damit sehen beide Zyklen in den ersten 21 Monaten recht gleich aus.



Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Bloomberg (August 2023)

## 9. Zyklusvergleich

Im Zyklus nach der Großen Finanzkrise 2008/2009 kam der größere Teil der Outperformance erst in einer späteren Zyklusphase – nicht in der Marktphase „Hoffnung“, sondern in den Marktphasen „Wachstum im eingeschwungenen Zustand“ und „Euphorie“. Siehe auch Kapitel 9.a.



## 10. Perfekter Sturm für europäische Aktien (Januar 2022 bis September 2022)... und anschließende Erholung (Oktober 2022 bis Juni 2023)

### Prelude zum Perfekten Sturm für europäische Aktien

Nach der COVID-Panik im März 2020 stiegen Aktien mitunter stark. Zum einen hatte der Aktienmarkt, wie so oft in einer Panik, nach unten hin übertrieben. Der Panik folgte eine Phase von mehr Realismus und dann der Hoffnung auf bald wieder steigende Unternehmensgewinne.

Für Unternehmen ließ eine massive Konsumverschiebung die Nachfrage nach einigen Produktgruppen quasi über Nacht nach oben schießen und für andere Produktgruppen einbrechen: Menschen gingen nicht mehr in Büro, reisten nicht mehr (weder private noch geschäftlich) oder gingen nicht mehr in Cafés auf dem Weg zur Arbeit oder in ihren Pausen und nicht mehr in Restaurants. Das so gesparte Geld plus Hilfen von Regierungen gaben sie zum Beispiel für Lieferdienste oder elektronische Geräte aus. Das Angebot blieb für diese Produkte war aber gleichzeitig beschränkt: Die Produktionskapazitäten waren für diese Mengen nicht eingerichtet. Dazu waren viele Unternehmen kurz zuvor noch von einem langen Nachfragetief ausgegangen. Zum Beispiel kündigten Automobilhersteller ihre Halbleiter-Bestellungen. Viele Lieferketten waren aufgrund von COVID-Lockdowns gestört. Nach dem Ende der Lockdowns verschob sich die Nachfrage wieder in die andere Richtung: Menschen waren bereit hohe Preise zu akzeptieren für Restaurantbesuche, Cafés oder Urlaubsreisen. Zum Zeitpunkt dieser Studie ist, was wir die Große Normalisierung nennen, noch nicht voll abgeschlossen – aber das Ende dieser Großen Normalisierung ist in Sicht.

Diese Vermengung von massiven Verschiebungen führte insgesamt zu stark steigender Inflation. Dazu kam die Überzeugung, dass die Zinsen lange niedrig bleiben werden, da diese durch einen Angebotschock ausgelöste Inflation nur vorübergehend sei. Aktienmärkte extrapolierten die niedrigen Zinsen und Liquidität zusammen mit in einigen Bereichen extremen Nachfrage- und Gewinnwachstum. Das Resultat waren mitunter extrem steigende Aktienkurse und Bewertungen. Die Stimmung war dazu mitunter sehr positiv.

### Der Perfekte Sturm für Aktien in Europa

Zum Anfang 2022 kam dann die große Ernüchterung. Nach dem der Post-COVID-Aktienbullmarkt Fahrt aufgenommen hatte, zog der Perfekte Sturm für europäische Aktien auf. Als erstes signalisierten Notenbanken, dass die Inflation doch nur durch massive Zinssteigerungen in den Griff zu bekommen sei. In den nächsten Monaten stiegen die Zinsen für 10-jährige Staatsanleihen von ca. -0,5% auf 2,5% in Deutschland und von ca. 1,5 auf 4% in den USA – ein Geschwindigkeitsrekord.

Wenig später, dann die Sicherheit, dass es zum Krieg in Europa kommt. Damit neue Lieferkettenprobleme, höhere Lebensmittelpreise und viel Unsicherheit. Dazu wesentlich höhere Energiepreise. Die Welt diskutierte unter anderem, ob wir in Europa Energie rationieren und energieintensive Unternehmen ihre Produktion für eine gewisse Zeit abschalten müssen. Der COVID-Schock war noch nicht überwunden, die Große Normalisierung noch voll im Gange und Märkte waren noch in der Phase „Hoffnung“, in der sie Postkrisen-Gewinne vorwegnahmen. Das war ein Umfeld, in dem besonders

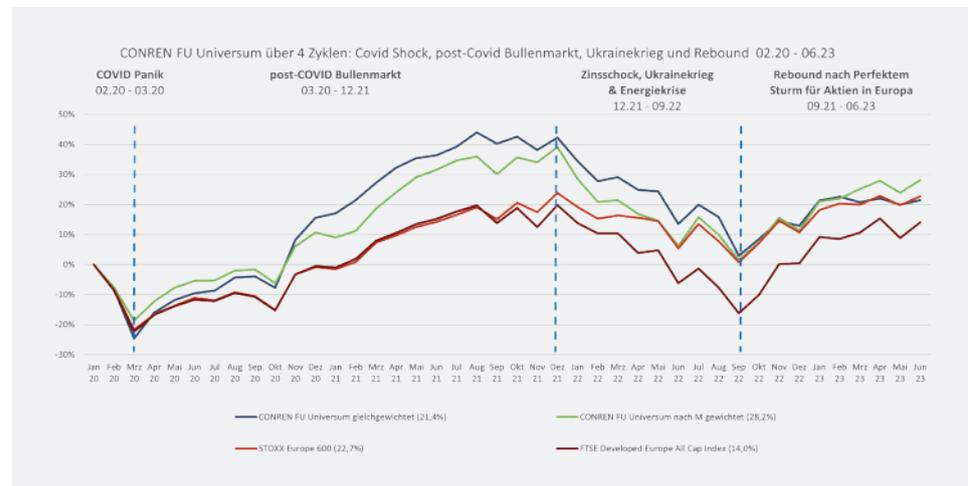
## 10. Perfekter Sturm für europäische Aktien (Januar 2022 bis September 2022)... und anschließende Erholung (Oktober 2022 bis Juni 2023)

Aktien kleinerer und mittelgroßer Unternehmen stark litten.

Im September 2022 wurde es dann immer klarer, dass der Pessimismus übertrieben war und nicht es nicht in allen Bereichen zum Super-GAU kommen wird. Dazu passten sich die Unternehmen wiederum sehr schnell an die neuen Gegebenheiten an, wo immer das möglich war. So kam es ab Oktober 2022 zu einem Rebound an den Aktienmärkten. Der Aktienmarktaufschwung nahm noch mehr Fahrt auf, als das abrupte Ende der COVID-Einschränkungen in China sich abzeichnete.

Im Januar 2023 kam nun die positive Nachricht von den Zentralbanken, dass sie Inflation langsam in den Griff bekommen und der Zinshöhepunkt in greifbare Nähe rückt. Angeführt wurde dieser Aufschwung an den Aktienmärkten von den großen amerikanischen Tech-Riesen, die in 2022 überdurchschnittlich verloren hatten und im vierten Quartal 2022 nicht an der Aktienrallye teilnehmen konnten. Ihre Umsatz- und Gewinnentwicklung im ersten Halbjahr 2023 waren sehr gut. Dazu kam der, nach unserer Meinung berechnete, Hype rund um Künstliche Intelligenz. Aktienmärkte feiern die frühen Gewinner dieser neuen Technologie. So wurde der Aktienmarktaufschwung weiter angeheizt. Der Marktatem ist dabei recht gering, d.h. sehr wenige Aktien treiben den Aktienmarkt. Small- und Mid-Caps gehören dabei nicht zu den großen Gewinnern – obwohl Sie nach dem Perfektem Sturm für Aktien in Europa einiges aufzuholen hätten. Zyklische Aktien sind in diesem Rebound und Aktienmarktaufschwung, nach den Hohen Verlusten in 2022, vorne.

Die folgende Grafik zeigt die verschiedenen Marktphasen seit COVID auf:



## 10. Perfekter Sturm für europäische Aktien (Januar 2022 bis September 2022)... und anschließende Erholung (Oktober 2022 bis Juni 2023)

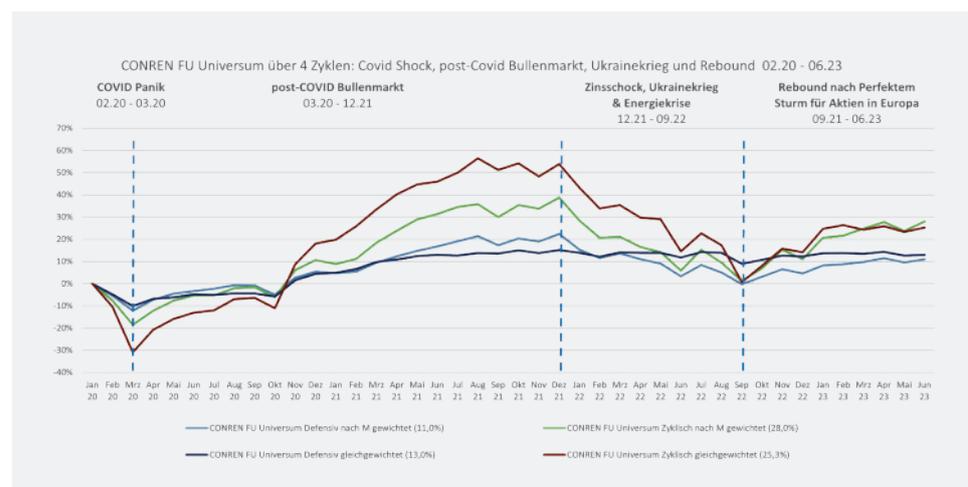
Die Performances vergleichen sich über den gesamten Zeitraum von Oktober 2022 bis Juni 2023 wie folgt:

- CONREN FU Universum gleichgewichtet: +21,4%
- CONREN FU Universum nach Marktkapitalisierung gewichtet: +28,2%
- STOXX Europe 600: +22,7%
- FTSE Developed Europe All Cap: +14,0%

Besonders gut schlugen sich Qualitätsaktien und zyklische Aktien: beide ca. +20%. Während Value-Indizes und Defensive-Indizes 10 – 11% Total Return brachten (Quelle: MSCI Indices). Der große Verlierer in diesem Zeitraum ist der Sektor Immobilien: der entsprechende MSCI Sub-Index fällt im Betrachtungszeitraum um ca. 40%. Alle anderen Sektoren sind positiv.

Die folgende Grafik zeigt, dass zyklische Small- und Mid-Cap Aktien im CONREN Universum von Familienunternehmen in Europa in den beiden Krisen (COVID-Panik im März 2020 und Perfekter Sturm September 2022), wie man erwarten würde, am meisten gelitten haben – aber in den darauffolgenden Hochs auch am meisten gewannen: Allerdings legten sie nach COVID wesentlich mehr zu als nach dem Perfekten Sturm für Aktien in Europa. Nach der letzten Krise bleiben sie bisher weit hinter den Vorkrisen-Hochs zurück. Defensive Aktien schwanken wesentlich weniger und auch der Abstand zwischen höher und niedriger marktkapitalisierten Aktien in dieser Aktiengruppe ist wesentlich geringer.

Die folgende Grafik zeigt die verschiedenen Marktphasen seit COVID-19 auf:



## 10. Perfekter Sturm für europäische Aktien (Januar 2022 bis September 2022)... und anschließende Erholung (Oktober 2022 bis Juni 2023)

Die Performances der Subkategorien vergleichen sich über den gesamten Zeitraum von Oktober 2022 bis Juni 2023 wie folgt:

- Zyklisch gleichgewichtet: +25,3%
- Zyklisch nach Marktkapitalisierung gewichtet: +28,0%
- Defensiv gleichgewichtet: +13,0%
- Defensiv nach Marktkapitalisierung gewichtet: +11,0%

Zum Vergleich: In gleichen Zeitraum legte der US-Tech-Aktienindex NASDAQ um +38,4% und der breiter amerikanische Aktienindex S&P 500 um +29,8% zu – allerdings mit einem sehr niedrigen Marktatem. Nehmen wir die Daten Januar bis Juni 2023, dann weisen die 15 größten Aktien im S&P 500 eine Performance von 42% auf (vs Index 18%) – sie trugen 90% des Index>Returns bei.\* Im STOXX Europe 600 sind es lediglich 11% vs 8% und im CONREN Universum sind es 9,6% vs. 9%.

In Kapitel 9 sind wir auf die COVID-Panik an den Aktienmarkt und den Post-COVID-Bullenmarkt eingegangen. In diesem Kapitel wollen wir uns auf den Perfekten Sturm für europäische Aktien und die darauffolgenden steigenden Aktienmärkte konzentrieren:

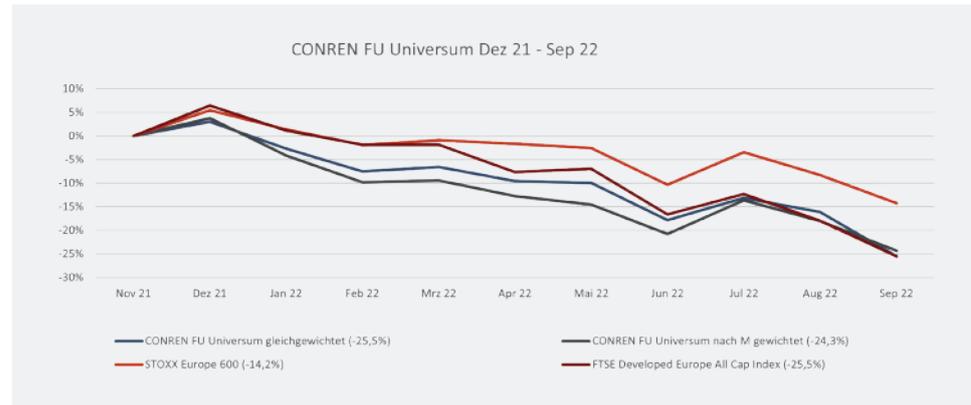
Im perfekten Sturm (Dezember 2021 bis September 2022): verliert das CONREN Universum von Familienunternehmen in Europa -24,3 Prozent (vs. Stoxx Europe 600 -14,2% und FTSE Developed Europe All Cap -25,5%). Qualitätsaktien und zyklische Aktien gaben über -20% ab – Value-Aktien -12% und defensive Aktien nur 8% (nach MSCI). Die großen Verlierer waren europäische Small- und Mid-Caps: sie verloren -31,9% (vs -10,5% USA) und -28,8% (vs USA -12,6%) – nach MSCI. Europäische Large Caps verloren dagegen lediglich -15,8% (vs USA -11,3%). In den USA verlor der Tech-Index NASDAQ -31,4%, unter anderem da Märkte Angst hatten, dass diese Tech-Unternehmen ihre COVID-Gewinnlevel nicht halten können. Dazu kamen die Angst vor noch wesentlich höheren Zinsen, die Bewertungen von wachstumsstarken Unternehmen besonders belasten. Der breitere US-Aktienindex S&P 500 verlor im Vergleich nur -23,6%. Einziger Gewinner bei den Sektoren in Europa waren, aufgrund der Energiekrise, Energie-Aktien mit +23,3% (nach MSCI).

---

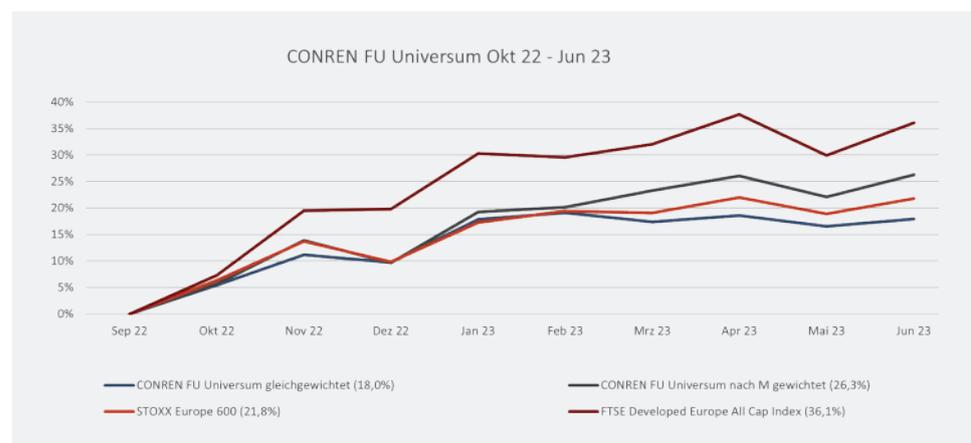
\*Quelle Datastream, STOXX, Goldman Sachs Global Investment Research

## 10. Perfekter Sturm für europäische Aktien (Januar 2022 bis September 2022)... und anschließende Erholung (Oktober 2022 bis Juni 2023)

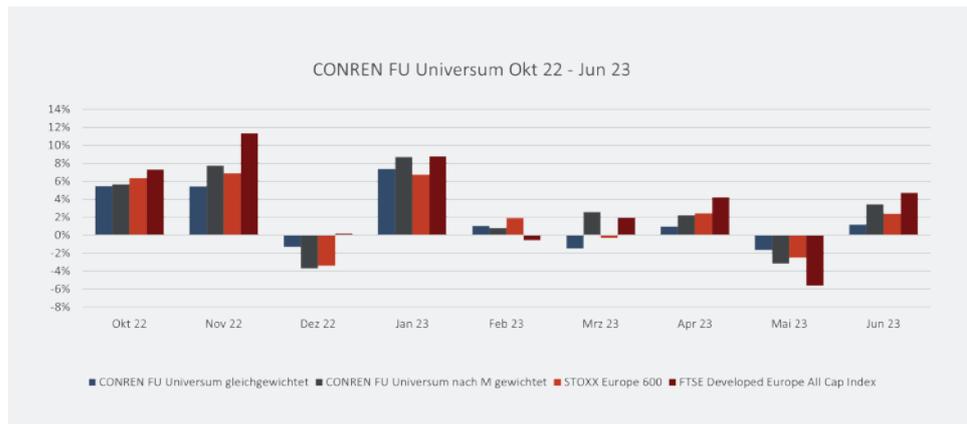
Grafik zum Perfekten Sturm für Aktien in Europa



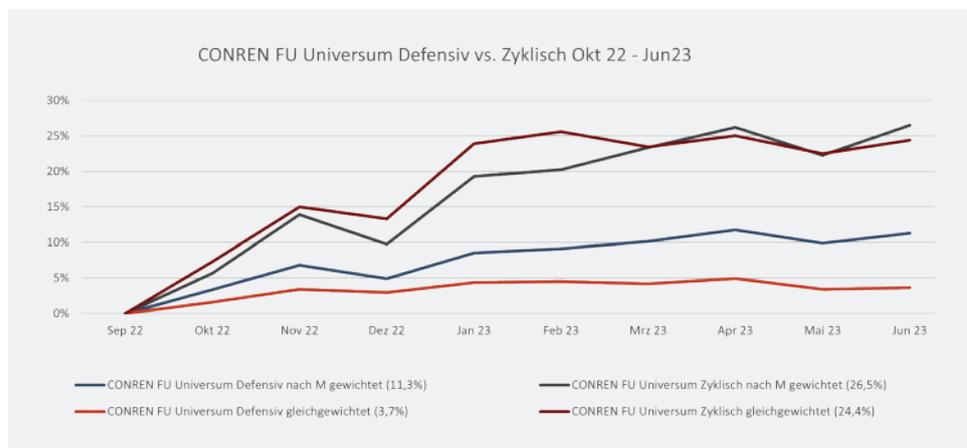
Ab Oktober 2022 kam dann der Rebound nach dem Perfekten Sturm (September 2022 bis Juni 2023): Die Aktien im CONREN Universum von Familienunternehmen in Europa haben in dieser Phase nicht im Maße out-performt wie in anderen Krisen. Der Total Return für das CONREN Universum von FU klettert im Betrachtungszeitraum um 26,3% (vs. 21,8% für den STOXX Europe 600 und vs. 36,1% für den FTSE Developed Europe All Cap). Nach den hohen Verlusten in 2022 sind die Technologie-Aktien im NASDAQ die großen Gewinner: +28,5%. In Europa entwickeln sich nach dem Ausverkauf im September wiederum zyklische Aktien am besten (+27.9% nach MSCI). Nicht outperformen in diesem Markt können Small- und Mid-Cap-Aktien: Sie bleiben trotz der höheren Verluste im September – hinter den Large-Caps zurück: +15,9% und 17,5% versus 20.9% (nach MSCI).



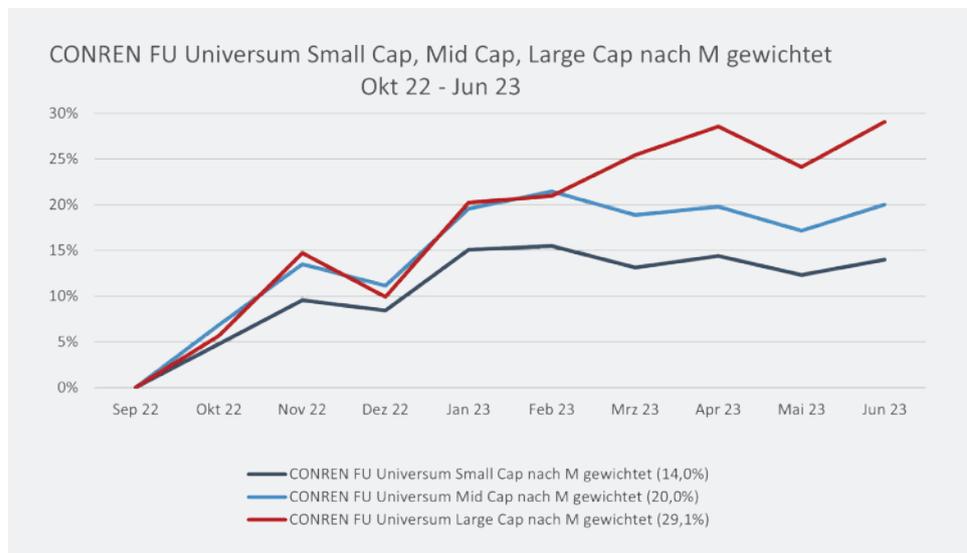
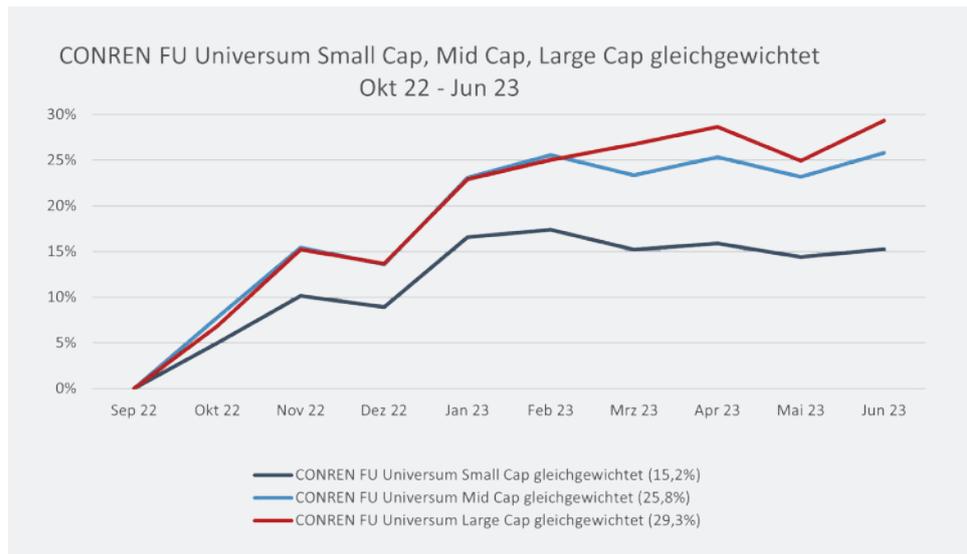
## 10. Perfekter Sturm für europäische Aktien (Januar 2022 bis September 2022)... und anschließende Erholung (Oktober 2022 bis Juni 2023)



Nach den hohen Verlusten im September folgen mit Oktober und November zwei starke Aktienmonate. Der Dezember ist eher durchwachsen, während der Januar wiederum sehr gut ist.

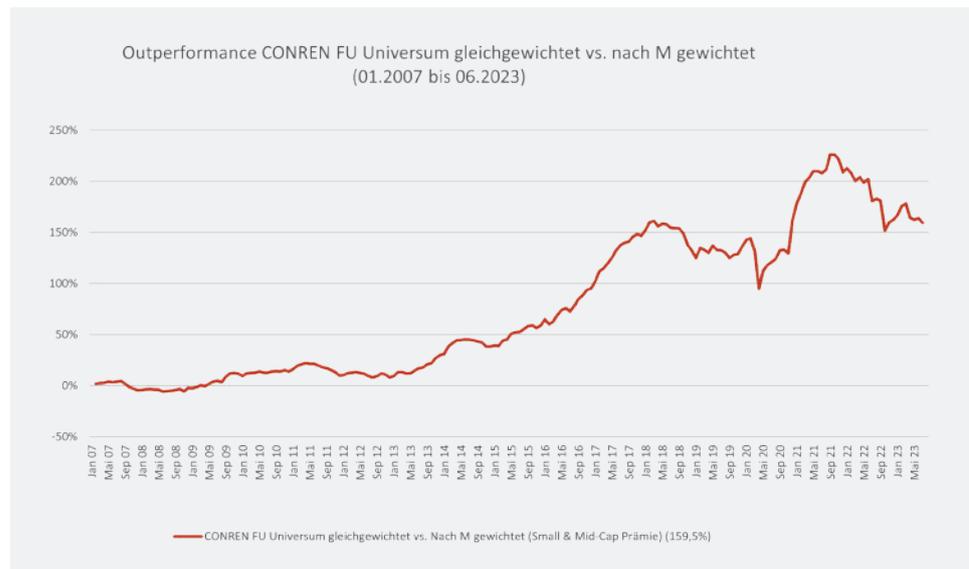


## 10. Perfekter Sturm für europäische Aktien (Januar 2022 bis September 2022)... und anschließende Erholung (Oktober 2022 bis Juni 2023)

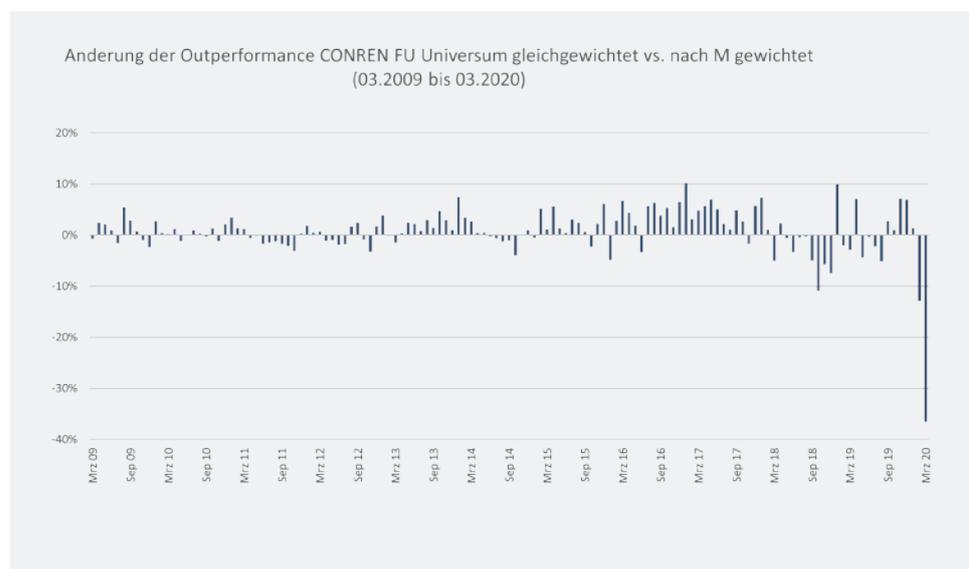


## 10. Perfekter Sturm für europäische Aktien (Januar 2022 bis September 2022)... und anschließende Erholung (Oktober 2022 bis Juni 2023)

Die folgende Grafik zeigt die Outperformance von niedriger marktkapitalisierten Aktien gegenüber Aktien mit höheren Marktkapitalisierungen im gesamten Betrachtungszeitraum der Studie:

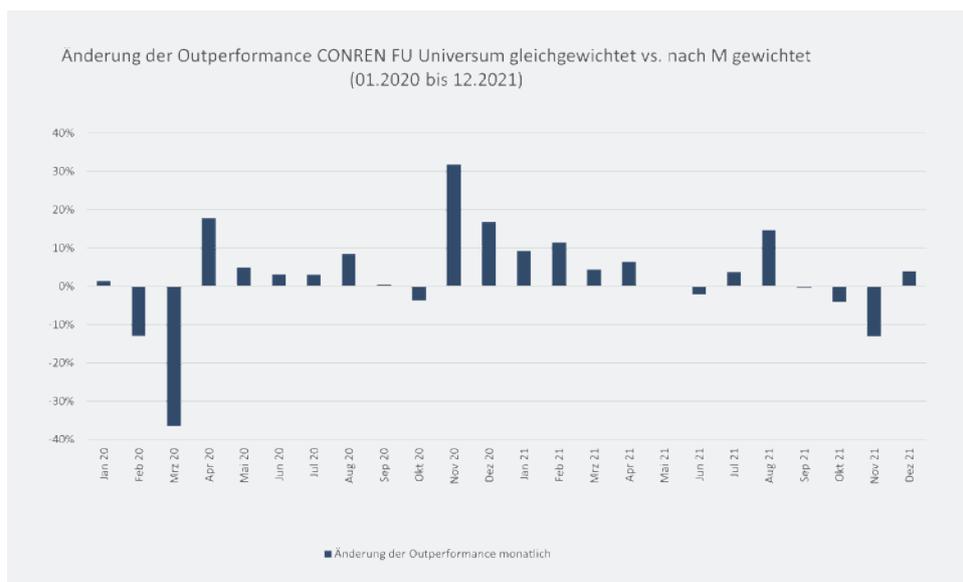
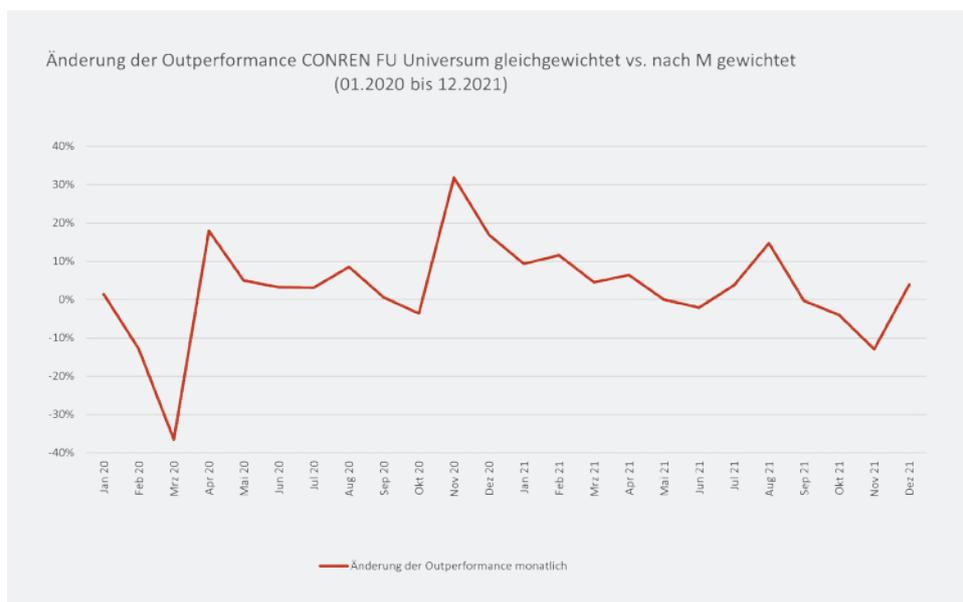


Die folgende Grafik zeigt die monatliche Outperformance von niedriger marktkapitalisierten Aktien gegenüber Aktien mit höheren Marktkapitalisierungen im Aktien-Bullenmarkt nach der Großen Finanzkrise bis zur COVID-19-Panik:

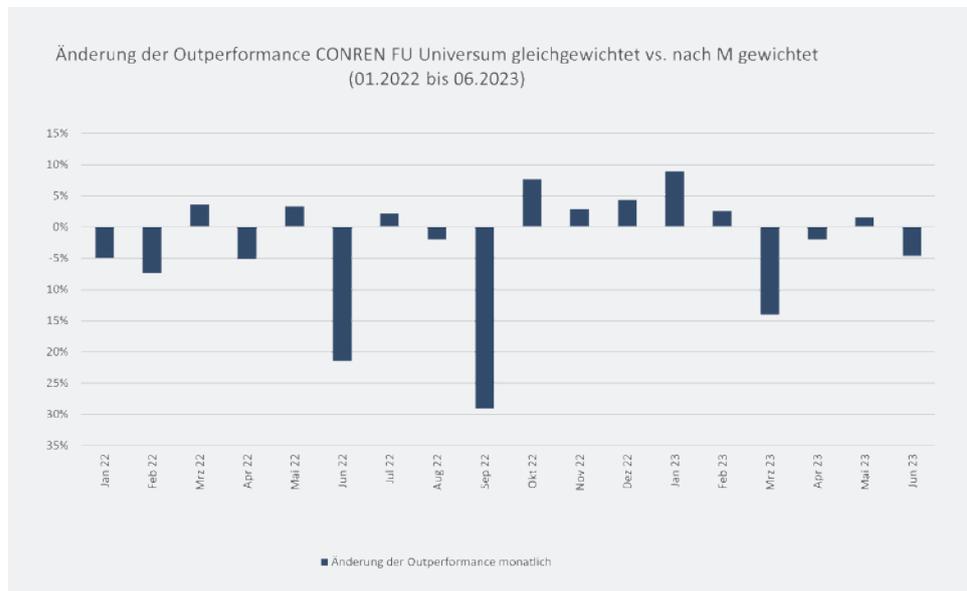
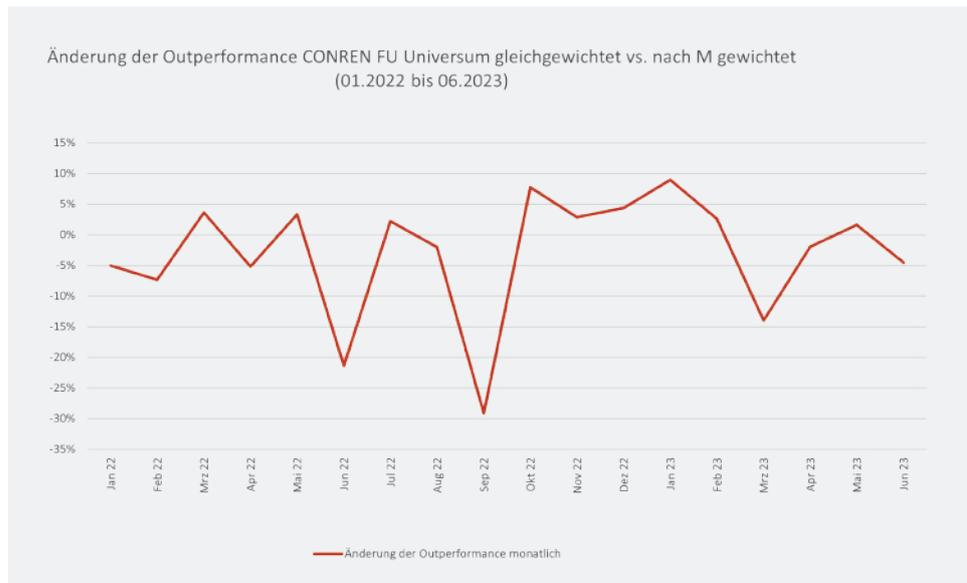


## 10. Perfekter Sturm für europäische Aktien (Januar 2022 bis September 2022)... und anschließende Erholung (Oktober 2022 bis Juni 2023)

Die folgenden beiden Grafiken zeigen die Outperformance von niedriger marktkapitalisierten Aktien gegenüber Aktien mit höheren Marktkapitalisierungen in den Monaten vor COVID-19, in der COVID-19-Panik und im darauffolgenden Aktien-Bullenmarkt:



## 10. Perfekter Sturm für europäische Aktien (Januar 2022 bis September 2022)... und anschließende Erholung (Oktober 2022 bis Juni 2023)



## 10. Perfekter Sturm für europäische Aktien (Januar 2022 bis September 2022)... und anschließende Erholung (Oktober 2022 bis Juni 2023)

Es gibt im Betrachtungszeitraum der Studie (1.1.2007 bis 30.6.2023) insgesamt 3 Krisenabschnitte, in denen Aktien mit einer höheren Marktkapitalisierung eine bessere Performance gebracht haben, als Aktien mit einer niedrigeren Marktkapitalisierung.

1. Jan 2018 – Dez 2018: Die Große Finanzkrise
2. Jan 2020 – Mär 2020: COVID-19-Panik
3. Dez 2021 – Okt 22: Zinsschock, Ukraine, Energiekrise

In Krisenzeiten performen Large-Caps in der Regel besser. Nach der Krise aber ist in der Regel eine Outperformance von Small/Mid-Cap zu beobachten. Für Small/Mid-Caps muss man also mehr Geduld haben, bis Wirtschaft und Märkte sich wieder normalisiert hat.

## 11. Der Durchbruch bei KI bringt viele Chancen und hohe Risiken für Investoren - Warum ausgewählte europäische Familienunternehmen recht sicher zu den Gewinnern zählen werden

Wir erleben gerade einen echten Hype um Künstliche Intelligenz. Zurecht! Wir stehen vor einem Effizienz-Sprung in die Zukunft. Künstliche Intelligenz ist nur ein Teil der „neuen“ Hilfsmittel, die uns diese neue Zukunft ermöglichen. Man muss KI im Zusammenhang mit anderen Bausteinen sehen: Big Data (die Digitalisierung von Informationen, neue Sensoren etc.), die weitere Automatisierung, The Internet of Things, Cloud Computing, neue Computer bis hin zu Quantencomputern, Fortschritte in der Robotik und Nano- sowie Biotechnologie, Selbstfahrende-Autos, Blockchain, Augmented und Virtual Reality... Der Knoten des Fortschritts ist nun klar am Platzen. Man kann nur begeistert sein. Gerade da es kein Zauberwerk und keine plötzliche Entwicklung ist – wir haben die Grundlagen für diese nächsten logischen Schritte in die Zukunft in den letzten Jahren und Jahrzehnten gelegt.

Wie immer: Einiges wird schneller kommen und einiges wesentlich länger dauern als viele aktuell denken. Die Geschwindigkeit, mit der sich unser Wissen zur sogenannten Künstlichen Intelligenz und anderen Bereichen gerade weiterentwickelt ist aber enorm. Die nächsten Jahre und Jahrzehnte werden wohl einen der schnellsten Wandel der Menschheitsgeschichte mit sich bringen. Wir kennen die nachhaltigen großen Gewinner und die echten großen Verlierer unter den Aktien heute aber noch nicht.

Eine oft gestellte Frage ist in diesem Zusammenhang, ob Europa überhaupt mit den USA und China auf diesem Gebiet mithalten kann. Die Antwort ist, wie so oft, ja und nein. Nein, wir werden was das Coding von Sprachmodellen geht wohl nicht ganz vorne mitspielen. Das klare Ja gilt aber dafür, dass wir als Anwender dieser Technologien bestens geeignet sind und hieraus ein massiver Produktivitätsschub für viele unsere Unternehmen entsteht. Gerade vor dem Hintergrund des Fachkräftemangels ist das natürlich Balsam für unsere Ohren und Seele. Allerdings müssen wir auf europäischer und deutscher Ebene noch an den Rahmendaten und auch an der Stimmung für unsere Unternehmen arbeiten.

Was bedeutet das für uns langfristige Investoren? Was für Chancen und Risiken gibt es vor diesem Hintergrund für den Vermögensaufbau und die Vermögenssicherung?

Gut geführte Familienunternehmen werden mit der Hilfe von Künstlicher Intelligenz ihre Prozesse in vielen Bereichen revolutionieren können – und damit nicht nur Kosten sparen, sondern ihre Kunden noch wesentlich besser und wesentlich schneller bedienen können. Dazu eine weiter beschleunigte Forschung und Entwicklung, extreme Effizienzsteigerung in der Compliance oder in der generellen Administration sowie im Controlling oder die schnellere, effizientere und noch mehr auf den Bedarf ausgerichtete Produktion.

Wir können viele Parallelen aus neuen Technologien in den letzten Jahrhunderten ziehen. Wie war das bei Dampfmaschine, Eisenbahn, Elektrizität oder dem Telefon. Der am naheliegendste Vergleich ist aber natürlich der Internetboom vor nunmehr ca. dreißig Jahren und die darauffolgende Dotcom-Krise.

Kommerzielle Internetdiensteanbieter (ISPs – internet service providers), wie AOL oder CompuServe, entstanden zum Ende der 1980iger Jahre. Dazu kam Mitte der 1990er Jahre das Verlegen von Glasfaser-Kabeln. Das Internet hatte, nach Wikipedia und natürlich

## 11. Der Durchbruch bei KI bringt viele Chancen und hohe Risiken für Investoren - Warum ausgewählte europäische Familienunternehmen recht sicher zu den Gewinnern zählen werden

auch nach unserer eigenen (vielleicht etwas verschwommenen) Erinnerung, einen revolutionären Einfluss auf Kultur, Handel und Technologie: E-Mail, Instant Messaging, VoIP-Telefonanrufen, Video-Chat und World Wide Web mit seinen Diskussionsforen, Blogs, sozialen Netzwerkdiensten und Online-Shopping-Sites. Sinngemäß nach Wikipedia erfolgte die Übernahme der globalen Kommunikationslandschaft durch das Internet historisch gesehen sehr schnell: Im Jahr 1993 machte es nur 1% der telekommunizierten Informationen aus, im Jahr 2000 waren es 51% und im Jahr 2000 mehr als 97%.

Was hat diese technische Revolution aber für uns Investoren bedeutet? Wiederum sinngemäß Wikipedia zur Dotcom-Blase: Zwischen 1995 und seinem Höchststand im März 2000 stiegen die Aktien im NASDAQ um 800%, fielen dann aber im Oktober 2002 um 740% von ihrem Höchststand und gaben alle Gewinne wieder ab. Während des Dotcom-Crashes scheiterten viele Online-Shopping-Unternehmen sowie mehrere Kommunikationsunternehmen und wurden geschlossen. Andere überlebten, wurden aber übernommen. Unternehmen, wie Amazon und Cisco Systems, verloren große Teile ihrer Marktkapitalisierung.

Vor diesem wirtschaftsgeschichtlichen Hintergrund kann man Unternehmen wiederum, stark vereinfacht, wie folgt einteilen:

- **Direkte/Frühe Gewinner**
  - Heute: zum Beispiel OpenAI, die Macher von ChatGPT, aber auch andere Anbieter von Sprachmodellen wie zum Beispiel Alphabet oder Facebook
  - Damals: zum Beispiel AOL
- **Infrastruktur-Provider**
  - Heute: zum Beispiel Hochleistungs-Halbleiter Hersteller wie Nvidia oder Halbleiter-Maschinenersteller wie ASML sowie Cloud-Anbieter wie Alphabet oder Microsoft. Dazukommennunmehrindustrie-undunternehmensspezifische (mit Unternehmensdaten, relevanten Quellen und spezifischen Aufgaben und Kontrollmechanismen gefütterte) Lösungen den Markt. Die Entwicklung in diesem Bereich wird nicht linear, sondern exponentiell sein.
  - Damals: zum Beispiel Cisco Systems, Deutsche Telekom oder Oracle
- **Anwender**

zwei Kategorien:

  - Disruptoren
    - Heute: wissen wir noch nicht
    - Damals: zum Beispiel Amazon

## 11. Der Durchbruch bei KI bringt viele Chancen und hohe Risiken für Investoren - Warum ausgewählte europäische Familienunternehmen recht sicher zu den Gewinnern zählen werden

- Unternehmen verschiedener Branchen, die diese neuen Technologien nutzen, um näher an ihren Kunden zu sein, neue Kanäle zu ihren Kunden zu nutzen, bessere, maßgeschneiderte Produkte und Dienstleistungen zu liefern, schneller zu sein, effizienter zu sein. Das ist der Bereich, der für diese Studie besondere Relevanz hat: Neue Technologien treffen auf Qualitätsaktien von Traditionsunternehmen.
- **Verlierer**  
Unternehmen, die sich nicht anpassen. Hierzu bleibt das Buch „Innovator’s Dilemma“ von Harvard Professor Clayton Christensen sehr aktuell. „Der Kern des Innovationsdilemmas besteht darin, dass große etablierte Unternehmen aufstrebende Märkte/Technologien oft übersehen, weil sie sich auf die Erhaltung ihrer bestehenden Kunden und Umsatzströme konzentrieren.“

Als Investoren müssen wir nicht unbedingt die großen Gewinner finden, aber wir müssen die großen Verlierer vermeiden. Dabei musste man im Internet-Hype und der Dotcom-Krise mehrere Jahre gegen den Strom schwimmen. Die älteren Deutschen Leser werden sich an den Hype um den Neuen Markt mit den, für eine gewisse Zeit, entsprechenden Titelblatt verwöhnten Investment-Stars erinnern - bis sich alles quasi über Nacht in Luft auflöste.

Wenn wir uns die Aktienentwicklung von der Deutschen Telekom und anderen Stars des Internet-Hypes ansehen, dann sehen wir einen astronomischen Anstieg vieler Aktienkurse, ohne dass Umsätze oder Gewinne parallel maßgeblich gestiegen waren. Der Aktienmarkt hatte die Hoffnung auf gigantische Gewinne nach dem Prinzip Hoffnung eingepreist. Wir erinnern uns auch, dass auch Amazon uns lange auf Gewinne und dann höhere Gewinne warten ließ – hier hat sich das Warten aber irgendwann ausbezahlt. Wenn wir uns aktuell die Aktien von Nvidia oder ASML anschauen, sehen wir wiederum steil steigende Aktienkurse, aber bisher sind parallel auch die Umsätze und Gewinne steil gestiegen. Auch volatil aber wesentlich stabiler dagegen die Aktien von Qualitätsaktien von Familienunternehmen, die die neuen Technologien zum Ausbau ihrer eh schon sehr guten Marktstellung verwendet haben. Beispiele hierfür sind bekannte Retail-Schergewichte wie L’Oreal oder Inditex.

Als Investoren dürfen wir Bewertungen nie außer Acht lassen. Es kann ja sein, dass ein Unternehmen sehr von einer neuen Technologie profitieren kann und daher in der Zukunft sehr erfolgreich sein wird. Wobei Erfolg am Ende immer höherer Gewinn bzw. höherer Cashflow bedeuten muss. Die Frage muss aber immer sein: Was ist davon schon im Preis bereits enthalten? Es ist immer ein Abgleich zwischen dem was ich dem Unternehmen zutraue gegen was der Markt bereits eskomptiert.

Schauen wir auf aktuelle Bewertungen zum Ende Juni 2023, dann stehen wir beim Kurs-Gewinn-Verhältnis bezogen auf die nächsten 12 Monate in Deutschland grob bei 11,5

## 11. Der Durchbruch bei KI bringt viele Chancen und hohe Risiken für Investoren - Warum ausgewählte europäische Familienunternehmen recht sicher zu den Gewinnern zählen werden

(langfristiger historischer Wert: 14,7) und bei US-Aktien, vor allem aufgrund der US-Technologiewerte, bei grob 18,5 (langfristiger historischer Wert: 16,2). Oben genannte Unternehmen Nvidia und ASML stehen ca. bei 40 und 30. Zum Vergleich: Die Autobauer-Riesen Stellantis und VW stehen bei ca. 3 und 3,5.

Wenn wir über KI und Big Data reden, dann wird recht klar, dass sich aller Voraussicht nach auch die Dynamik an den Aktienmärkten weiter verändern wird. Das ist für uns Investoren wichtig zu beachten. Der Markt hat sich den letzten Jahren schon maßgeblich verändert und ist in Teilen wesentlich schwerer kurzfristig zu verstehen und damit vorhersagbar geworden. Das wird durch den verstärkten Einsatz von KI wahrscheinlich noch weiter forciert werden. Das hat mit professionellen Marktteilnehmern zu tun – immer mehr Computer-Trading-Modelle, immer mehr volatilitätsgetriebene Risikomodelle, Trendfolgemodelle etc. Aber auch Privatanleger, die ETFs, Meme-Stocks oder vielleicht 50 Aktien weltweit per Klick auf dem Smartphone in Sekundenbruchteilen kaufen oder verkaufen, tragen Verantwortung. Das erinnert oft eher an Sportwetten als an langfristigen Vermögensaufbau.

Wenn ich spekuliere, kann ich zum Beispiel vor allem Marktstimmungen, Investmentflows, Preisdynamiken, Trending Investmentthemen oder Korrelationen versuchen schnellstmöglich aufzufassen, zu verarbeiten und entsprechende Käufe und Verkäufe abzuleiten sowie schnell bestmöglichst umzusetzen. Fundamental muss ich hier in der Regel nicht viel von dem Unternehmen hinter der Aktie verstehen. Hier macht KI bereits einen Riesenunterschied. Der Mensch ist hier gar nicht mehr so sehr notwendig, wie es vielleicht mal der Fall war. Hier kann er oft im Weg stehen: zu langsam, nicht fähig out-of-the-box Zusammenhänge von riesigen Datenmengen zu sehen, zu emotional.

Das ist für uns als langfristige Investoren manchmal ärgerlich: Teures kann noch viel länger immer teurer werden und Billiges noch viel länger immer billiger. Teilweise dauert es noch länger, bis Qualität sich durchsetzt und Qualität bedeutet am Ende immer tatsächlicher Cashflow. Doch es ist auch eine große Chance, wenn man genügend Geduld mitbringt. Bei einer Immobilie schaue ich ja auch nicht alle 3 Minuten, wo der mögliche Verkaufspreis steht. Hier zeigt sich der Unterschied zwischen Spekulieren und Investieren...und groteskerweise könnte traditionelles langfristiges Investieren in Qualitätsaktien, gerade wegen KI, eine goldene Zeit vor sich haben. Manchmal muss man eben für den Erfolg (oder auch die Vermögenssicherung) gegen den Strom schwimmen.

Wenn man zu den Familienunternehmen kommt, kann man sagen, dass diese aufgrund ihrer Stärken und Charakteristika von dem auf uns zukommenden Wandel sehr sicher überdurchschnittlich profitieren werden. Wir versuchen in unseren Portfolien vor allem in Aktien von Familienunternehmen zu investieren, die wirklich Qualitätsunternehmen sind. Das heißt konkret unter anderem, dass sie Geschäftsmodelle und Produkte besitzen, die stark zukunftsfähig sind, dass sie Marktposition und Preise bzw. Margen haben, die sehr gut zu verteidigen sind und, dass sie eben sehr gut geführt werden. Wenn diese Unternehmen künstliche Intelligenz on top nutzen, stellt das einen enormen Hebel auf diese Stärken und Qualitäten dar, und damit einen immensen Effizienz- und Margen-Boost.

## 11. Der Durchbruch bei KI bringt viele Chancen und hohe Risiken für Investoren - Warum ausgewählte europäische Familienunternehmen recht sicher zu den Gewinnern zählen werden

Einige dieser Charakteristika sind, denke ich, ein offensichtlicher Vorteil im Wandel: Sei es eine langfristig ausgerichtete Strategie (nicht auf Quartalsergebnisse fokussiert), Innovationsstärke, schnelle und unbürokratische Entscheidungsfindungsprozesse, die ausgiebige Krisenerfahrung oder, dass es um das eigene Geld, den eigenen Namen die eigene Reputation, den Lebensinhalt, die Hinterlassenschaft für die nächsten Generationen geht.

Dazu kommt das Ökosystem „Familienunternehmen“. Dieses profitiert von starken, haltgebenden Wurzeln: Dazu gehören langfristige Beziehungen mit Investoren, Mitarbeitern, Kunden und Lieferanten sowie eine starke Unternehmenskultur und Identifikation mit dem Unternehmen. Gerade in diesen modernen und bewegten Zeiten machen ja wir Menschen den entscheidenden Unterschied. Das wird in der Zukunft zu und nicht abnehmen. Nicht Künstliche Intelligenz oder der Computer machen den Unterschied – das sind nur Instrumente, die wir, und alle anderen nutzen, um unsere Aufgaben besser und schneller auszuführen. Den Unterschied machen aber weiter wir Menschen.

In Unternehmen werden sich alle bisherigen Prozesse maßgeblich ändern. Alles wird viel datengetriebener, integrierter und holistischer. Die Daten werden in den Unternehmen zentral zusammenlaufen und in Echtzeit ausgewertet. Dadurch entstehen wesentlich maßgeschneiderte und bessere Produkte, wesentlich effizientere Prozesse, niedrigere Kosten und eine bessere Kundenerfahrung. Mehr und bessere Daten inkl. Simulationen führen zu besseren unternehmerischen Entscheidungen (und weniger Fehlern).

Im Folgenden finden Sie ein paar wenige und einfache Beispiele dafür, wie sehr KI Unternehmen in den nächsten Jahren verändern kann:

- In den Bereichen Administration, Controlling oder Compliance werden viele sich wiederholende Aufgaben weitgehend automatisiert.
- Werbung, Marketing, der Vertrieb werden noch automatisierter, zielgerichteter und individueller auf den Kunden ausgerichtet (nach einer McKinsey-Studie können schon heute 30% der Vertriebsaufgaben automatisiert werden)
- Produkte und Dienstleistungen werden noch maßgeschneiderte: Netflix, Amazon oder personalisierte Schokolade sind erst der Anfang. Wir werden von vom Kunden mit Hilfe von KI entwickelnden T-Shirt-Designs bis zur DNA-abgestimmten Medizin ohne Nebenwirkungen sowie viele heute noch ungeahnte Lösungen kennen- und schätzen lernen.
- Der auswertbare Datenpool wird noch größer. KI kann strukturierte und unstrukturierte Information analysieren: Texte jeglicher Sprache, Bilder, Notizen, Straßenkamera-Aufnahmen mit Gesichtserkennung etc. Kameras und Sensoren werden dabei immer billiger und immer leistungsfähiger.
- Übersetzungen und Schreibdienste werden noch besser automatisiert. Lehrer, Journalisten, oder die Compliance kann sich von KI schon heute Zusammenfassungen oder Überblicke aus hunderten Seiten Text, handschriftlichen Notizen, Fotos,

## 11. Der Durchbruch bei KI bringt viele Chancen und hohe Risiken für Investoren - Warum ausgewählte europäische Familienunternehmen recht sicher zu den Gewinnern zählen werden

technischen Daten etc. zusammenfassen oder Formulare damit ausfüllen lassen – das alles in jeglicher Sprache, im Dialekt, in jeglichem Schreibstil, für alte oder junge Leser, in sehr technischer oder sehr einfacher Sprache.

- Live- und Fern-Monitoring und Wartung von Produkten, ob es das riesige Passagierflugzeug, Ihr Auto oder Fahrstuhl, alle Maschinen in Ihrer Produktion oder ihr Kühlschrank zu Hause ist.
- Forschung und Entwicklung wird maßgeblich erweitert und beschleunigt, die KI kann auch unwahrscheinliche Zusammenhänge erkennen und fast endlos viele Kombinationen simulieren, also testen – damit werden Quantensprünge in der Forschung in vielen Bereichen wahrscheinlicher.
- Die Zulassungen von Produkten oder Medikamenten wird maßgeblich beschleunigt und vereinfacht: KI kann die entsprechenden Unterlagen schnell und günstig zusammenstellen
- Neue(s) Interface / Schnittstelle: Um Zugang zu diesen neuen System zu erlangen, müssen sie weder Code-Schreiben noch generell schreiben können. Anwender können Sprachbefehle in jeglicher Sprache geben.
- Es werden durch entsprechende Systeme und Kontrollen wesentlich weniger „menschliche Fehler“ passieren.
- Es wird von allen größeren Maschinen, von Flugzeugen, von Produktionsanlagen sowie auch von uns Menschen eine digitale Kopie, einen „Identical Twin“ geben, mit dem Wartungen vorausgesagt, Belastungen oder Verbesserungen simuliert werden können.
- Die Produktionssteuerung wird die Nachfrage besser vorhersagen, Lager besser verwalten, Lieferzeiten kürzen
- Kundendienst-Bots werden online und telefonische noch besser werden. Schon heute ist es oft schwer zu unterscheiden, ob Sie mit einer KI oder mit einem Menschen online schreiben. Interessant ist, dass viele Menschen lieber mit Maschinen reden. Service-Personal wird spezialisierte KI als Unterstützung sowie zum Training heranziehen.
- Das Training von Personal oder auch unserem Nachwuchs wird viel individualisierter sein und oft mit VR oder AR kombiniert werden; jeder wird nach seinem Wissenstand und seiner Lerngeschwindigkeit einen Lernplan bekommen – wiederum in jeglicher Sprache

## 11. Der Durchbruch bei KI bringt viele Chancen und hohe Risiken für Investoren - Warum ausgewählte europäische Familienunternehmen recht sicher zu den Gewinnern zählen werden

Um die KI gibt es einen ganzen Strauß vom Zukunftsthemen und Megatrends, die ausgewählten Unternehmen operativ lange Rückenwind geben können. Sensoren und Halbleiter (die Augen, Ohren und Gehirnleistung der Digitalisierung und Automatisierung bis hin zur Künstlichen Intelligenz und Big Data), die weitere Automatisierung und Digitalisierung, die Volkswirtschaft4.0 (in Bezug auf Industrie, Logistik und Konsument) sowie die medizinische Diagnose oder Cyber Security sind nur einige Beispiele.

Unser Universum von europäischen Familienunternehmen in Europa mit einer Marktkapitalisierung von über € 200 Mio. zählt in etwa 800 Unternehmen. Hier ein paar Beispiele zum Thema: Es gibt in unserem Universum eine ganze Anzahl von Hidden Champions im Bereich Halbleiter und Sensoren. Bei Digitalisierung fallen durch KI analysierbare Blutbilder oder Virtual-Twin-Lösungen ein, die Unternehmen aus dem CONREN Universum von Familienunternehmen-Aktien in Europa anbieten. Dazu Pharmaunternehmen, die auf Grundlage ihres Know-Hows und ihrer Datenbanken sicher von den besagten Vorteilen der KI bei Forschung und Entwicklung profitieren werden. Auch Zulassung und Compliance wird KI für sie einfacher, schneller und billiger machen. Das gilt auch für die Diagnose-Anbieter im CONREN Universum von Familienunternehmen in Europa. Andere Familienunternehmen in diesem Bereich medizinische Diagnose. Dazu werden die großen globalen Luxus-Marken aus Frankreich und Italien von KI nachhaltig profitieren. Weitere Familienunternehmen in traditionellere Sektoren, wie Basiskonsumgüter und Nicht-Basiskonsumgüter, werden zusätzlich zu den Gewinnern gehören. Aber natürlich auch viele der Maschinenbauer und andere Unternehmen in der Industrie. Sie werden ihre Marktstellungen mit KI noch besser nutzen und ihre Gewinne weiter ausbauen können. Dazu werden viele Hidden Champions von KI profitieren. Sie werden ihren technischen Vorsprung in der Nische und das Talent ihrer Teams noch besser und noch globaler einsetzen können.

Der technische Wandel kommt. Das wird unser Leben in vielen Aspekten bereichern. Für uns als Investoren bringt es viele Veränderungen, viele Chancen und Risiken. Diese Neuerungen werden für unsere Unternehmen und Volkswirtschaft einen extremen Effizienz- und Produktivitäts-Boost mit sich bringen. Wir wissen noch nicht, wer die ganz großen Gewinner und die ganz großen Verlierer sein werden. Wir wissen aber dass es in der Vergangenheit in Zeiten des Wandels immer gut war mit Familienunternehmern und Familienunternehmerinnen von Qualitätsunternehmen in einem Boot zu sitzen. Langfristiges Investieren in Qualität und Unternehmertum hat in diesen neuen, immer schnelleren, immer automatisierten Zeiten eine goldene Periode vor sich. Spekulieren Sie also nicht auf eine mögliche Zukunft, sondern investieren Sie in Qualität, bewiesene Unternehmen und erprobtes Unternehmertum. KI wird an vielen Stellen die Starken noch stärker und die Schnellen noch schneller machen.

## 12. Aktienperformance in Phasen steigender Zinsen

Die folgende Aufteilung zeigt, dass ein Zinsanstieg im Betrachtungszeitraum meist keinen negativen Einfluß auf die Performance von Aktien generell und speziell auf Aktien im CONREN Universum von Familienunternehmen in Europa hat:

Indikator	Zeitraum von Zinsanstieg	CONREN FU Universum gleichgewichtet	CONREN FU Universum nach M gewichtet	STOXX Europe 600	FTSE Developed Europe All Cap Index	FU besser?
Germany Government Bond 2 Year	Feb 08 - Jun 08	-3,2%	-1,1%	-8,1%	-7,1%	✓✓✓
Germany Government Bond 2 Year	Mai 10 - Apr 11	15,1%	11,3%	9,8%	10,6%	✓✓✓
Germany Government Bond 10 Year	Sep 10 - Mär 11	23,0%	17,6%	10,8%	11,9%	✓✓✓
Germany Government Bond 10 Year	Apr 13 - Dez 13	27,4%	14,0%	14,3%	14,7%	✓✓✓
Germany Government Bond 10 Year	Mär 15 - Jul 15	8,5%	3,7%	2,8%	3,3%	✓✓✓
US Government Bond 10 Year	Jul 16 - Dez 19	63,9%	48,8%	38,1%	40,1%	✓✓✓
Germany Government Bond 10 Year	Aug 19 - Dez 19	8,1%	7,2%	8,6%	8,7%	-

## 13. Aktien von Familienunternehmen und Börsenkrisen

### a. Wie mit Aktien von Familienunternehmen in der Börsenkrise profitieren?

Unsere Studie hat gezeigt, dass sich Aktien von Familienunternehmen langfristig, also über den Zyklus hinaus, mitunter deutlich besser entwickeln. Allerdings zeigt sich die Krisenfestigkeit dieser Aktien eben nicht unbedingt anhand einer geringeren Fallhöhe während oder kurz nach einer Börsenkrise, sondern bei der langfristigen Betrachtung. Qualität setzt sich auch an der Börse langfristig durch.

Wir haben in der originalen Studie acht Marktphasen herausgestellt: sechs „downmarkets“ (dauern in der Regel kürzer) und zwei „up-markets“ (dauern in der Regel länger). In fünf der sechs „downmarkets“ sehen wir eine Outperformance des Universums – allerdings nur in einem eine deutliche Outperformance. Das ist in den beiden Bullenmärkten anders: Hier sehen wir in beiden eine deutliche Outperformance. Die Krisenfestigkeit von Familienunternehmen zeigt sich also nicht unbedingt anhand einer geringeren Fallhöhe ihrer Aktienkurse in einer Börsenkrise. Das müssen wir als Investoren wissen und in unserem Anlageprozess berücksichtigen. Vor allem mit einer Konzentration auf mittelgroße und/oder kleine Unternehmen kann ein Portfolio von Familienunternehmen in Marktkrisen auch mehr als der Gesamtmarkt verlieren.

Im Perfekten Sturm für Europa (Zinswende, Ukraine-Krieg, Energiekrise) in 2022 haben sich die Aktien von Familienunternehmen bisher ein ganzes Stück schlechter als der STOXX Europe 600 entwickelt: Sie haben im Hoch der Krise mehr verloren und konnten das in der bisherigen Erholung noch nicht wieder wettmachen. Die Underperformance von Small- und Mid-Cap-Aktien in dieser Zeit haben dazu maßgeblich beigetragen. Weder das CONREN Universum von Familienunternehmen in Europa noch der STOXX Europe 600 haben aber bisher ihre Höchststände von 2022 wieder erreicht.

Die Krisenfestigkeit des CONREN Universums zeigt sich im Betrachtungszeitraum der Studie langfristiger: nämlich anhand einer schnelleren Erholung nach Marktkrisen und eben anhand der Outperformance über den gesamten Investmentzyklus. Langfristige Ausrichtung und Umsetzungsdisziplin ist daher zwingende Voraussetzung für den Anlageerfolg mit einem Portfolio von Familienunternehmen. Wir müssen zuerst die langfristige Ausrichtung von Familienunternehmen übernehmen und auf Aktionismus verzichten. Wir müssen den Familienunternehmen die benötigte Zeit geben, Chancen zu nutzen und Probleme zu lösen. Wir brauchen also einen Dreiklang der Langfristigkeit bei Fondsinvestoren, Fondsmanagern und Familienunternehmerinnen und -unternehmern.

Die COVID-19-Krise ist ein gutes Beispiel. Sie stellt Unternehmen vor Herausforderungen, die in diesem Ausmaß wohl von niemandem erwartet wurden. In dieser Krise suchen Investoren nach Investments, die kurz- und mittelfristig den Sturm, auch wenn die Windstärke noch einmal zunehmen sollte, überstehen und langfristig die Chancen aus der Krise überproportional nutzen können. Das Vertrauen in die Unternehmensführung und das Geschäftsmodell ist in diesen Zeiten, nicht zuletzt aufgrund mangelnder Planungssicherheit und wenig verlässlichen Zahlenmaterials, besonders wichtig. Dazu hilft es, wenn Unternehmen die nächste Krise antizipieren und, zum Beispiel mit einer starken Finanzierungsposition, vorgebaut haben.

Erlauben Sie uns an dieser Stelle das Zitat des Kerninvestoren des CONREN – Generations Family Business Equity Fonds, Freiherr Johannes von Salmuth, zu wiederholen: „Als Familienunternehmer denken wir in Generationen. Beim Investieren in andere Familienunternehmen wissen wir, dass diese, wie wir, die langfristige „Enkelfähigkeit“ als oberste Maxime haben. Damit ist es einfacher, auch schwierige Marktphasen durchzuhalten! Das hat sich in der COVID-19-Krise voll bestätigt und sehr bezahlt gemacht!“

## 13. Aktien von Familienunternehmen und Börsenkrisen

### b. Was können wir von Familienunternehmen und ihren Aktien in der Krise erwarten?

Für Investoren ist eine realistische Erwartungshaltung von unschätzbarem Wert: Wie viel (Über)Rendite können wir in welchem Szenario erwarten? Woher wird diese genau kommen (mehr Umsatz, weniger Kosten, Multiple-Expansion, Einzeltitelwahl...)? Wie sollte sich mein Investment in welcher Marktphase verhalten? Welche Risiken sind zu berücksichtigen?

Eine Börsenkrise kann man vereinfacht zum Beispiel in fünf Phasen einteilen: vom Build-up über die Verdrängungsphase, die Panik und den technischen Rebound bis hin zu einer Normalisierung.



In der langfristigen Betrachtung sind die Qualität des Unternehmens und dessen langfristigen Erfolgsaussichten entscheidend. Märkte beschäftigen sich jedoch insbesondere in der Krise häufig mit sich selbst, sodass der Qualitätsfaktor häufig lange übersehen wird.

Die Corona-Krise entwickelte sich zum Beispiel in Rekordzeit. Es handelt sich um einen exogenen Schock. Die erste Phase hat in der COVID-19-Krise damit nur bedingt stattgefunden. Der Markt befand sich vor der Eskalation von COVID-19-Krise zwar in einer Zyklus-Spätphase (u. a. höhere Bewertungen, hohes Leverage, stimmungsgetriebene Märkte, abnehmender Marktatem), aber nicht in einer typischen Euphoriephase kurz vor Börsenkrisen.

Familienunternehmen sind krisenfest, weil sie zäh, krisenbewusst und kampferfahren sind. Wir sehen in dieser Krise wie groß der Vorteil ist, wenn Unternehmenslenker ihre Unternehmen bereits erfolgreich durch andere Krisen gesteuert haben. Sie wissen viel schneller, was zu tun ist. Familienunternehmer konzentrieren sich auf das Wesentliche und leben für das Unternehmen. Gerade während einer Krise geht es um das eigene Geld und die eigene Reputation. Das Ziel vieler Familienunternehmer lässt sich mit der „Enkelfähigkeit“ des eigenen Handelns umschreiben. Familienunternehmen treffen langfristige und nachhaltige Entscheidungen. Investitionen sind darauf ausgerichtet, das Unternehmen stärker an die nächste Generation weiterzugeben als es von der vorherigen übernommen wurde. Familienunternehmer wissen also, dass sie oder ihre Kinder und nicht der nächste Manager Krisen selbst auslöfen müssen. Darum gehen sie in aller Regel mit stärkeren Bilanzen und ausreichend Liquidität in die Krise. So können sie sich, auch in der Krise, unaufgeregter auf das Operative konzentrieren.

Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG (September 2023)

## 13. Aktien von Familienunternehmen und Börsenkrisen

Was unterscheidet ein familiengeführtes Unternehmen von anderen? Geht man von den Attributen aus, die eine Familie ausmachen können, sind es diese Werte, die den Unterschied machen. Ein Familienunternehmer, eine Familienunternehmerin achtet darauf, dass neben den unternehmerischen Zielen auch weiche Faktoren berücksichtigt werden. Das langjährig gepflegte „Ökosystem Familienunternehmen“ profitiert von starken, halt gebenden Wurzeln: Dazu gehören langfristige Beziehungen mit Investoren, Mitarbeitern, Kunden und Lieferanten. In der Krise ist es ein großer Unterschied, wenn man sich seit Jahren kennt und aufeinander verlassen kann. Dazu altgediente und pragmatische Mitarbeiter mit genug Erfahrung und Spielraum, um in dieser Krise zu agieren. Ein passendes Zitat hierzu wird Peter Drucker zugerechnet: „Culture eats strategy for breakfast.“ (sinngemäß auf Deutsch: „Unternehmenskultur isst Strategie zum Frühstück.“) Genau für all das stehen Familienunternehmen.

In der zweiten Phase waren die ersten Fälle in Europa zu verorten. Niemand wollte die Gefahr, das erste Bröckeln des Bullenmarktes, zu diesem Zeitpunkt ernst nehmen. Die dritte Phase beherrschte die Märkte zeitweise im März: Panik mit entsprechender Kettenreaktion und dem Einfrieren von Märkten. Man sollte Börsenkurse in dieser Phase nicht immer zu ernst nehmen. Die Zukunftserwartungen von Marktteilnehmern werden nicht mehr adäquat wiedergespiegelt. In dieser Phase verlieren sogar Anker die Sicherheit, wie Gold oder Familienunternehmen. Vor allem mit einer Konzentration auf mittelgroße Unternehmen kann ein Portfolio von Familienunternehmen in Marktkrisen durchaus auch mehr als der Gesamtmarkt verlieren.

Auf die Panik folgte ein teils technischer, teils von der Hoffnung, dass das Virus bald besiegt würde, getragener Rebound. Im November kam dann die Gewissheit, dass die in aller Eile entwickelten Impfstoffe funktionieren. Es folgte eine Rallye, die mit einer kleineren Unterbrechung im Januar und Februar 2021 (getrieben vor allem von der Angst vor höherer Inflation und höheren Zinsen) bis zum Ende Dezember 2021 anhielt.

Unsere Studie demonstriert anhand der Daten nach der Großen Finanzkrise 2008/2009, dass sich die Krisenfestigkeit von Familienunternehmen vor allem zeigt, wenn die Börse zur Normalität zurückkehrt – also in Phase fünf. Dann zeichnet sich ab, dass sich Qualität schließlich durchsetzt und eine gewisse Planungssicherheit eintritt. Die Spreu trennt sich vom Weizen: Zunächst wird der Ausblick besser und dann nach und nach auch die tatsächlichen Zahlen und Börsenkurse. Vor allem die Delta-Variante hat zu einer Verlängerung des Ausnahmezustands für Unternehmen und Konsumenten geführt. Die Phase der Hoffnung hat sich damit für die Börsenteilnehmer immer wieder verlängert. Den Übergang zu einer Marktphase des eingeschwungenen Wachstums haben wir daher noch nicht geschafft: Direkt auf die COVID-19-Krise folgte der Perfekte Sturm für Europa.

Die COVID-19-Krise war ein schneller, tiefer und historischer Einschnitt. Gleichzeitig war der Schock exogen und in vielen Aspekten zeitlich begrenzt. Nun hieß es, sich auf Innovationskraft, Schnelligkeit und Flexibilität zu fokussieren und sich nicht blind an vergangenen Krisen und deren Maßnahmen – wie zum Beispiel Liquidität bunkern, alle Investitionen absagen, die Produktion herunterfahren, die Lager abbauen, Mitarbeiter entlassen, Lieferanten auf Zahlungen warten lassen, Kunden vertrösten – zu orientieren. Eine langfristige Ausrichtung ist in dieser Krise ein essenzieller Vorteil. Die Fähigkeit, schnelle Entscheidungen treffen zu können, ist unschlagbar. Eine starke Bilanz, hohe Liquidität und treue, vertraute (Kern-) Investoren sind nun Gold wert. Sie helfen Unternehmenskern, sich auf das Wesentliche und damit nicht zuletzt auf das Operative konzentrieren zu können.

## 13. Aktien von Familienunternehmen und Börsenkrisen

Wir haben mitunter fantastisches Krisenmanagement in den Unternehmen. So wurden beispielsweise Lieferketten sehr schnell gesichert und Schichtenpläne und Abläufe an Corona angepasst. Die Liefer- und Servicefähigkeit sowie Erreichbarkeit für Kunden und Partner wurde zügig sichergestellt. Nicht unmittelbar notwendige Kosten wurden gestrichen. Im Zentrum stehen Kunden und Mitarbeiter. Außerdem werden Produkte und Dienstleistungen angeboten, die sich an der neuen Wirklichkeit orientieren.

### c. Wie ist die COVID-19-Krise für europäische Aktien mit anderen Börsenkrisen zu vergleichen?

In unserem Betrachtungszeitraum haben wir sieben Krisen, auf der Basis von Monatsrenditen, an den Aktienmärkten definiert:

CONREN Familienunternehmen Universum Europa ("FU") vs STOXX Europe 600 ("STOXX")

Jahr	Zeitraum	Beschreibung	Dauer	Verlusthöhe			Monate bis Break-Even		
				FU	STOXX	FU besser?	FU	STOXX	FU besser?
2008/2009	Nov'07 - Feb'09	Große Finanzkrise	17 Monate	-55%	-54%	X	53	57	V V V
2008/2009	Jun'08 - Feb'09	Große Finanzkrise	9 Monate	-49%	-45%	XXX	45	47	V
2010	Apr'10 - Jun'10	Euro-Krise	3 Monate	-6%	-6%	-	3	3	-
2011	Mar'11 - Sept'11	2011 Sell-Off	5 Monate	-20%	-19%	X	14	13	X
2015/2016	Jun'15 - Feb'16	China-Krise	9 Monate	-8%	-16%	V V V	10	14	V V V
2015	Jun'15 - Sep'15	China-Krise	4 Monate	-9%	-13%	V V	15	19	V V V
2015/2016	Dec'15 - Feb'16	China-Krise	3 Monate	-10%	-16%	V V V	13	16	V V
2018	Aug'18 - Dec'18	Crypto-Crash	5 Monate	-14%	-13%	X	4	4	-
2020	Jan'20 - Mar'20	COVID-19 Pandemie	3 Monate	-20%	-23%	V V	8	12	V V V
2022	Dez'21 - Sep'22	Zinserhöhung, Ukraine & Energiekrise	10 Monate	-24%	-14%	XXX	-	-	-

In fünf von sieben Krisen hat das CONREN Universum Familienunternehmen Europa kapitalgewichtet genauso viel oder mehr verloren als der Vergleichsindex. Lediglich in der China-Krise 2015/2016 und der Marktpanik infolge der COVID-19-Pandemie hat das Universum besser abgeschnitten. Bei der Aufholung dieser Verluste haben sich die Aktien im CONREN -Universum Familienunternehmen Europa nur in einem Fall, dem 2011 Sell-Off, langsamer wieder erholt.

In der COVID-19-Pandemie haben sich die Aktien von Familienunternehmen in Europa besonders gut geschlagen: Sie haben weniger verloren (-20% statt -23%) und konnten diese Verluste schneller wieder wettmachen (in acht anstelle von zwölf Monaten).

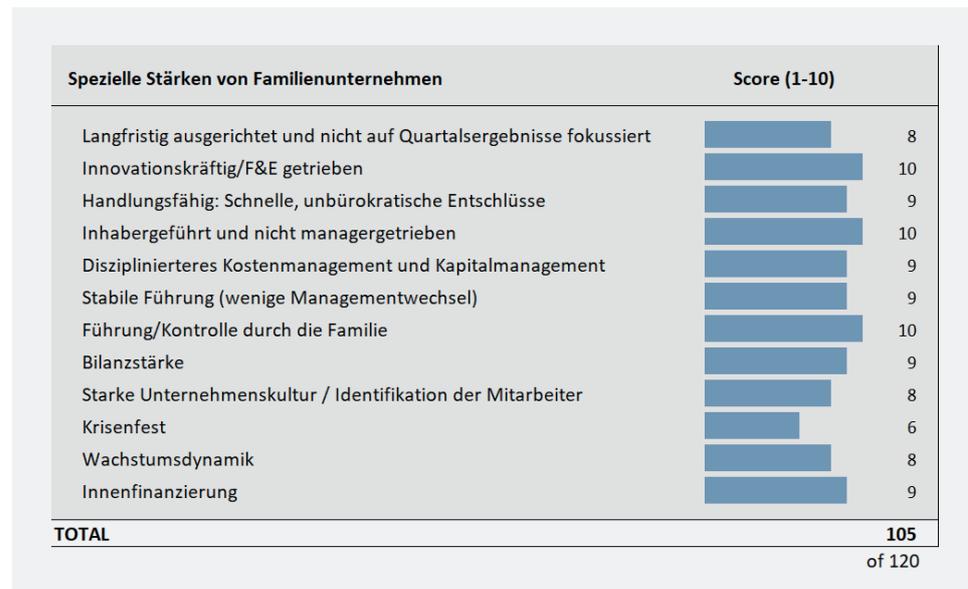
In der aktuell noch anhaltenden Krise oder Kombination von Krisen hat das the CONREN Universums börsengelisterter Familienunternehmen im Vergleich zum STOXX Europe 600 underperformed. Hierzu hat vor allem die schlechte Performance von Small- und Mid-Cap-Aktien beigetragen. Es ist nicht ungewöhnlich, dass diese in einer Krise schlechter abschneiden, als die „sicherer“ geltenden Large-Caps. Ob sich das CONREN Universum von FU, wie in vielen der anderen Krisen im Betrachtungszeitraum, wiederum schneller und nachhaltiger erholt wird in den nächsten Monaten und Jahren zu beobachten sein.

## 14. Lernkurve: Welche Lehren können wir für das Investieren in Familienunternehmen ziehen?

Zuvorderst müssen wir die langfristige Ausrichtung von Familienunternehmen übernehmen, auf Aktionismus verzichten und mit Besonnenheit agieren. Wir müssen den Familienunternehmen die benötigte Zeit geben, Chancen zu realisieren und Probleme zu lösen. Als Unternehmer wissen wir, dass gut Ding oft mal Weile haben will. Voraussetzung für den Erfolg bleibt einmal mehr, und in diesem Portfolio im Besonderen, die Umsetzungsdisziplin.

Gleichzeitig müssen wir den Fokus auf die Stärken von Familienunternehmen in unserem Auswahl- und Portfoliostrukturierungsprozess richten. Unser Risikomanagement muss zusätzlich auf die spezifischen Schwächen und Risiken von Familienunternehmen eingehen. Wir fassen die Stärken in unserem internen, qualitativen CONREN Family Business Stärke Score und die Risiken in unserem CONREN Family Business Risiko Score zusammen.

### a. Konzentration auf die spezifischen Stärken von Familienunternehmen



## 14. Lernkurve: Welche Lehren können wir für das Investieren in Familienunternehmen ziehen?

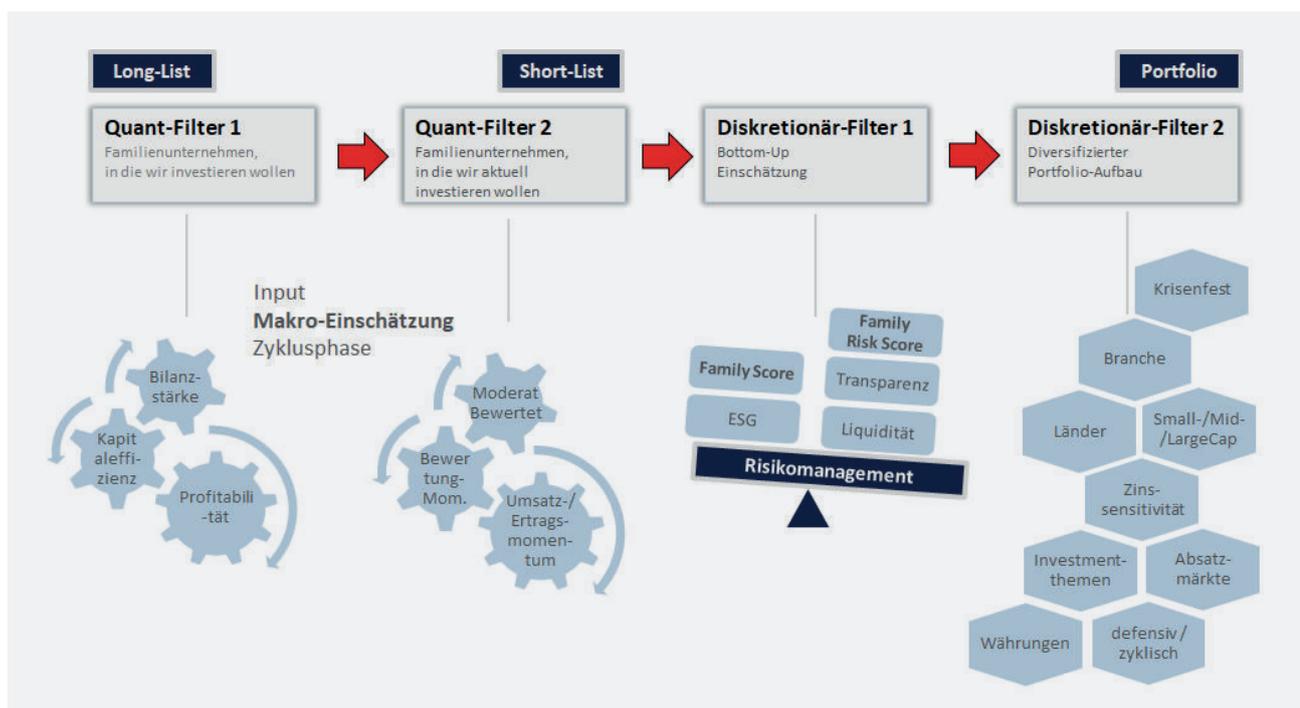
### b. Konzentration auf die spezifischen Risiken von Familienunternehmen

Spezielle Risiken von Familienunternehmen	Score (1-10)
Zukunftsfähigkeit des Geschäftsmodells (auf 5 – 10J)	
- Land	6
- Branche	8
- Strategie	10
- Produkte	10
- Unternehmensgröße	8
Managementstruktur für Wachstum ausreichend	10
Bewertung relativ zur Branche/Größe (Überbewertung ausschliessen)	9
Nachfolgeplanung in der Familie intakt?	10
Kein größerer Familienkonflikt (Ausschlusskriterium)	9
Ausreichend Transparenz:	
- Analystenabdeckung	5
- Informationspolitik	6
<b>TOTAL</b>	<b>91</b>

of 110

Ein aus den Erkenntnissen dieser Studie abgeleiteter Anlageprozess würde zum Beispiel wie folgt aussehen:

### c. Von der Long-List von investierbaren Familienunternehmen zum Portfolio



Quelle: CONREN Research GmbH, Altrafin AG, Bloomberg (August 2021)

## 15. Was können wir als Investoren von Familienunternehmern lernen?

Die langfristige Denke, die über den Konjunkturzyklus, aktuelle Moden und kurzfristige Zahlen hinausgeht, ist etwas, das wir auch als Investoren von Familienunternehmen lernen sollten. Ständig das Neue suchen, das hektische Hin und Her, die Fixierung auf die aktuelle Performance oder die Rendite der letzten Monate: All diese Verhaltensweisen sind auch für Privatinvestoren wahre Rendite-Killer.

Wir brauchen Mut und Unabhängigkeit, um Prozesse langfristig zu denken. Das klingt vielleicht banal, ist jedoch keineswegs einfach. Manchmal muss man für den langfristigen Erfolg erhebliche Umsetzungsdisziplin zeigen, abwarten und mitunter eine ganze Weile gegen den Strom schwimmen können. Erst diese Ruhe, die einem Grundprinzipien, Marktkenntnis und die langfristige Ausrichtung geben, eröffnet die Möglichkeit, auch sich kurzfristig ergebende Chancen wahrzunehmen.

Wirklich aktives Investieren ohne Stichtags- oder Benchmark-Betrachtung passt sehr gut zu Unternehmerfamilien. Kein Unternehmer und keine Unternehmerin würde sich durch derartige künstliche Linien oder Vorgaben einschränken lassen. Unternehmerfamilien schauen auf die langfristige Chance und den langfristigen Kaufkraftzuwachs. Das kurzfristige Marktrauschen irritiert sie dabei nicht so sehr, und Volatilitätskennzahlen haben bei langfristig ausgerichteten Investmentstrategien ohnehin keine große Bedeutung.

Aktives Risikomanagement – kombiniert mit Kapitalerhalt und Krisentauglichkeit – spielt eine tragende Rolle. Man kann all das treffend mit dem Wort „Enkelfähigkeit“ umschreiben. Die meisten Familienunternehmerinnen und Familienunternehmer denken in Generationen und verstehen daher die von ihnen gelenkten Unternehmen und das Familienvermögen in erster Linie als Leihgabe, die es für Nachkommen zu wahren und zu mehren gilt.

Das Management von Zyklen, Zeitwenden und Brüchen spielt bei über Generationen denkenden Familienunternehmern eine maßgebliche Rolle. Generell Vorsicht walten zu lassen, aber im richtigen Moment nicht ängstlich zu sein: Das bietet die besten Chancen, um im Wandel nicht nur zu bestehen, sondern ihn zu meistern. Ein passives mit dem Markt schwimmen und blindes Vertrauen in Altbewährtes kann hingegen gefährlich werden und Existenzen sogar vernichten.

## 15. Was können wir als Investoren von Familienunternehmen lernen?

Kerninvestor der CONREN Fonds ist eine Unternehmerfamilie, die nunmehr in der fünften Generation unternehmerisch erfolgreich ist. Viele unternehmerische Leitgedanken und Grundsätze der Familie sind in die Grundkonzeption der CONREN Fonds eingeflossen:

- Mut zu einer langfristigen Ausrichtung
- Klare Entscheidungs- und Kontrollwege
- Bestmögliches Team gewinnen & handwerklicher Fleiß in Analyse und Umsetzung
- Konzentration auf das Wesentliche
- Kontrolliertes Risiko zur langfristigen Sicherung und dem Aufbau von Vermögen
- Unabhängigkeit & Flexibilität im Denken und Handeln  
...eigenes Weltbild zu Ökonomien und Märkten, eigene Prozesse, klare Marktmeinung



*Wir haben viele unternehmerische Grundsätze unserer Familie in die Grundkonzeption der CONREN Fonds einfließen lassen.*

**Johannes Freiherr von Salmuth - CONREN Kerninvestor**

Vorsitzender Aufsichtsgremien Röchling Gruppe und der Aluminiumwerke Wuttöschingen

## 16. Was können wir als professionelle Investoren mit Familienunternehmer-Hintergrund privaten Investoren vorgeben?

Wir werden das oft gefragt. Es ist aber nicht immer einfach, das über Jahrzehnte Gelernte in wenigen Sätzen zu erklären. Wir haben dennoch nachfolgend sieben Prinzipien zusammengestellt, die wir jedem Investor auf den Weg mitgeben möchten:

1. Langfristig ausrichten statt kurzfristig mitzittern
2. Lösungen für das gesamte liquide Vermögen finden statt Bruchteile für sich arbeiten zu lassen
3. Realistische Ziele festlegen statt illusorische Erwartungen pflegen
4. Diversifizieren statt zocken
5. Ruhige Hand mit Demut vor dem Markt statt Hektik mit Übermut
6. Prozesse festlegen statt aus der Hüfte zu schießen
7. Eigene Lösung und eigenes Team finden...für Ruhe, Konstanz und langfristigen Erfolg

## 17. Hintergrund CONREN

- CONREN wurde 2005 vom Family Investment Office der deutschen Unternehmerfamilie von Salmuth – nunmehr seit fünf Generationen in verschiedenen Industrien tätig – konzipiert.
- Die unternehmerischen Investmentprinzipien der Familien werden analog für Unternehmensbeteiligungen und die CONREN Fonds angewendet: eine langfristige Ausrichtung, klare Entscheidungs- und Kontrollwege, bestmögliches Team, Konzentration auf das Wesentliche, kontrolliert Risiken eingehen, Unabhängigkeit und Flexibilität im Denken und Handeln.



*CONREN verbindet die «Erntetugenden» des CONSUS - dem römischen Gott der erfolgreich eingebrachten Ernte und des guten Rates - mit den Dienstleistungsqualitäten der LAREN - den guten Hausgeistern römischer Familien, von denen sie über Generationen hinweg begleitet wurden.*

**Andreas Lesniewicz - Geschäftsführer CONREN Fondsinitiator**

## 18. ANHANG

### Vorwort zum Studien-Update September 2021 «Familienunternehmen haben die Erwartungen in der bisherigen COVID-19 Krise weit übertroffen.»

Unsere Studie vom Januar 2020 über börsennotierte Familienunternehmen in Europa, mit dem Betrachtungszeitraum Januar 2007 bis Ende November 2019, war nicht nur die Basis für den CONREN - Generations Family Business Equity Fonds. Sie hat auch zu viel sehr geschätztem Austausch mit Familienunternehmerinnen und Familienunternehmen sowie mit anderen Investoren zum Thema Investments in Aktien von Familienunternehmen geführt. Was macht Familienunternehmen anders? Was können Investoren von ihnen lernen? Wie kann man als Investor von ihrer Überlegenheit profitieren?

Der Sommer 2021 war der richtige Zeitpunkt, uns an die Aktualisierung der Studie zu setzen. Die COVID-19-Krise dauert nunmehr etwas mehr als ein Jahr. Sie führte im letzten Februar/März zu einer Marktpanik, die den Zyklus nach der großen Finanzkrise 2008/09 endgültig beendete. Nach dieser Marktpanik kam ein Rebound und dann, nach der Bestätigung, dass die eilig entwickelten COVID-19-Impfstoffe eine hohe Wirkung haben, ab November 2020, eine Fortführung des frühen Bullenmarkts – eine Marktphase, die wir „Hoffnung“ nennen: Die Börsenkurse fangen an sich weit vor den Unternehmensgewinnen zu erholen. Basierend auf der Hoffnung, dass es auch wieder bessere Zeiten und damit höhere Gewinne geben wird, steigen Aktienkurse und mit ihnen überproportional Bewertungen (da Gewinne vielerorts noch fallen).

Das ist für nur 19 Monate eine Menge interessantes Material für ein Studien-Update. Zwei zentrale Fragen sind: „Waren Aktien von Familienunternehmen auch über diesen längeren Zeitraum die besseren Investments?“ (siehe Kapitel 8.a.) und hat sich unsere in den letzten Monaten propagierte Annahme: „Europäische Familienunternehmen sind gestärkt aus der Finanzkrise 2008/2009 hervorgegangen. Es spricht vieles dafür, dass dies nun wiederum der Fall sein wird“ (siehe Kapitel 9.b.) bestätigt? Die Antworten lauten zwei mal sehr deutlich „Ja!“ **Aktien von europäischen Familienunternehmen konnten den Abstand zu den Vergleichsindizes noch weiter ausbauen. Sie haben sich in der bisherigen COVID-19-Krise besser geschlagen: Sie haben im Hoch der Panik weniger verloren, waren besser im unmittelbaren Rebound und auch besser in der Nach-Impfstoff-Rallye. Dazu ist, unserer Meinung nach, auch ihr Ausblick oft positiver.**

Weitere Fragen sind:

- Wie haben sich Aktien von Familienunternehmen im letzten bzw. im gesamten Zyklus nach der Großen Finanzkrise (März 2009 – März 2020) geschlagen? (siehe Kapitel 9.a.)
- Wie haben sich Aktien von Familienunternehmen im aktuellen, d.h. im COVID-19 Zyklus bisher geschlagen (April 2020 – Juni 2021)? (siehe Kapitel 9.b.)

Die COVID-19-Krise stellt uns alle und natürlich auch Familienunternehmen in Europa vor eine große Herausforderung. Mit Blick auf Zukunftsthemen ist sie ein echter Beschleuniger. Viele Megatrends der vergangenen Jahre haben Fahrt aufgenommen. So haben wir zum Beispiel Videokonferenzen hier und da genutzt, aber erst die Lockdowns haben uns gelehrt, sie umfangreich einzusetzen. Unsere Lebens- und Arbeitsweise wandeln sich noch schneller als zuvor. Die COVID-19-Krise wird viele Trends beschleunigen, ein Katalysator für den Wandel sein – und im Wandel und der stetigen Verbesserung sind Familienunternehmen besonders gut. Nur so schafft man es, ein Unternehmen über Generationen erfolgreich zu erhalten. Zentrale aktuelle Herausforderungen für Familienunternehmen sind die

Rechtlicher Hinweis: Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

## 18. ANHANG

### Vorwort zum Studien-Update September 2021 «Familienunternehmen haben die Erwartungen in der bisherigen COVID-19 Krise weit übertroffen.»

Digitalisierung, der Fachkräftemangel und das Personalmanagement allgemein. Dazu kommen Lieferkettenprobleme, ein teilweise extremer Wandel in der Nachfragestruktur, zunehmende Regulierung und staatliche Eingriffe sowie das Thema Nachhaltigkeit.

Familienunternehmen sind krisenfest, weil sie zäh, krisenbewusst und kampferfahren sind. Wir sehen in dieser Krise wie groß der Vorteil ist, wenn Unternehmenslenker ihre Unternehmen bereits erfolgreich durch andere Krisen gesteuert haben. Sie wissen viel schneller was zu tun ist. Familienunternehmer konzentrieren sich auf das Wesentliche und leben für das Unternehmen. Gerade während einer Krise geht es um die eigene Reputation und das eigene Geld. Dazu kommt **das langjährig gepflegte „Ökosystem Familienunternehmen“**. Familienunternehmen profitieren in dieser Krise einmal mehr von starken, Halt gebenden Wurzeln: Dazu gehören langfristige Beziehungen mit Investoren, Mitarbeitern, Kunden und Lieferanten. In der Krise ist es ein großer Unterschied, wenn man sich seit Jahren kennt und aufeinander verlassen kann. **Ein Anker der Sicherheit in Zeiten des Wandels. Das ultimative, langfristige, nachhaltige Real-Asset: Aktien von Familienunternehmen.**

Die Krisenfestigkeit der Aktien im CONREN-Universums von Familienunternehmen in Europa zeigt sich im Betrachtungszeitraum der Studie vor allem langfristiger – besonders anhand einer stärkeren Erholung nach Marktkrisen und der Outperformance über den gesamten Investmentzyklus. **Unserer Studie zufolge macht sich die Krisenfestigkeit von Familienunternehmen vor allem bemerkbar, wenn die Börsen zur Normalität, zu einem eingeschwungenen Wachstumspfad, zurückfinden. Dann sieht man, wer die Krise genutzt hat. Dann setzt sich nach und nach Qualität durch. Nach der großen Finanzkrise 2008/2009 kam der Großteil der Outperformance erst in einer späteren Zyklusphase – nicht in der Marktphase „Hoffnung“, sondern in den Marktphasen „Wachstum im eingeschwungenen Zustand“ und „Euphorie“**. Das würde uns im aktuellen Börsenzyklus noch bevorstehen. Es gilt also: **Enkelfähigkeit gut in der Krise, noch besser im Aufschwung nach der Krise“**.

Was lehrt uns die COVID-19-Krise in Bezug auf Investments in Aktien von Familienunternehmen? Zuerst müssen wir ihre langfristige Ausrichtung übernehmen und auf Aktionismus verzichten. **Wir müssen den Familienunternehmern die benötigte Zeit geben, Chancen zu nutzen und Probleme zu lösen. Wir brauchen also einen Dreiklang der Langfristigkeit zwischen Fondsinvestoren, Fondsmanagern und Familienunternehmerinnen und -unternehmern. Umsetzungsdisziplin und Geduld sind Grundvoraussetzung für den Anlageerfolg.**

## Autoren der Studie

Unser herzlicher Dank gilt Jingyuan Yao, der als Werksstudent maßgeblich am Update der Studie mitgewirkt hat.

Vielen Dank!



**Andreas Lesniewicz** (Altrafin AG)

Fondsmanager CONREN - Generations Family Business Equity

Andreas Lesniewicz hat als Geschäftsführer des Salmuth'schen Family Investment Office CONREN in 2004 mit aufgesetzt. Er stammt aus einer Unternehmerfamilie. Seit über 15 Jahren betreut Andreas Lesniewicz Unternehmerfamilien sowohl bei Investments als auch in operativen Belangen.

Er hat Betriebswirtschaftslehre mit Wirtschaftsrecht an der Otto-Friedrich-Universität Bamberg studiert; kombiniert mit Gastaufenthalten an der Harvard University, Cambridge, und der Columbia University, New York. Seine Studienspezialisierungen lagen auf Finanzwirtschaft und Wirtschaftsprüfung. Nach seinem Studienabschluss arbeitete er als Unternehmensberater im Bereich Corporate Finance in Frankfurt am Main.



**Laura Prina Cerai, CFA**

Fondsmanager CONREN - Generations Family Business Equity, Head of Equity Research

Laura Prina Cerai ist seit 2015 als Aktienanalytikerin und Co-Portfolio Managerin für Altrafin tätig. Sie verfügt über 15 Jahre Erfahrung in der Investmentbranche und hat zuvor als Senior Investment Advisor & Portfolio Manager für die Rothschild Bank in Zürich sowie als Aktienanalytikerin bei Financier de L'Echiquier Asset Management in Paris und Salt Lake City (Utah, USA) gearbeitet. Sie hat einen Master in International Business von der Rotterdam School of Management (2006) und einen Bachelor-Abschluss in Wirtschaft & Finanzen von der Bocconi Universität in Mailand (2004). Laura Prina Cerai ist CFA Charterholder.



**Patrick Picenoni** (Altrafin AG)

Founder Altrafin

Patrick Picenoni ist Gründungspartner & Vorstand der Altrafin Gruppe. Er stammt aus einer Unternehmerfamilie. Als Portfoliomanager liquider Vermögen arbeitet er im Mandatsverhältnis seit nunmehr fast 20 Jahren ausschließlich für Unternehmer/-innen, Berater von Unternehmensfamilien sowie Family Offices und von Unternehmern aufgesetzten Stiftungen.

Patrick Picenoni hat einen Master in Business Administration der Universität St. Gallen (lic. oec. HSG). Nach seinem Studium arbeitete er als Investmentberater und Portfolio Manager bei der Bank Morgan Stanley in New York, London und Zürich. Vor der Gründung von Altrafin im Jahr 2001 war Herr Picenoni Senior Investment Manager im Family Investment Office der Beisheim Holding GmbH in Baar.



**Oliver von Aesch, CFA**

Quant-Modell & Trading

Oliver von Aesch ist seit August 2014 für Altrafin als Investment Analyst & Portfolio Manager tätig. Sein Fokus liegt im Investment Research von Aktien & Anleihen aus einer Top Down Makro-Perspektive. Er verfügt über mehr als 10 Jahre Erfahrung in der Finanzindustrie. Während seiner vorherigen Tätigkeit bei UBS AG hat er sich vorwiegend um komplexe Reportinglösungen für vermögende Privatkunden sowie institutionelle Kunden gekümmert. Oliver von Aesch hat seinen Bachelor-Abschluss in Betriebswirtschaft mit Vertiefung in Banking und Finance an der Hochschule für Wirtschaft in Zürich erworben. Er ist CFA Charterholder.

## Begriffserklärungen, Abkürzungen

### Aktionärsquote

Die Aktionärsquote gibt den Anteil von Aktionären (Aktien- und Aktienfondsbesitzer ab einem Alter von 14 Jahren) an der Gesamtbevölkerung an.

### Beta

In der Finanzwirtschaft und dort insbesondere in der Kapitalmarkttheorie stellt der Betafaktor-Faktor eine auf dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) aufbauende Kennzahl für das – mit einer Investition oder Finanzierung übernommene – systematische Risiko (auch Marktrisiko genannt) dar. Einfach ausgedrückt, ist der Betafaktor ein Gradmesser, der angibt, wie stark die Aktie im Vergleich zum Markt schwankt. Bei einem Wert von 1 schwankt die Aktie so stark wie der Durchschnitt. Liegt der Wert unter 1, dann deutet dies auf eine geringere Schwankung hin. Bei einem Wert von über 1 schwankt die Aktie stärker als der Durchschnitt.

### Bruttoinlandsprodukt („BIP“)

Das Bruttoinlandsprodukt gibt den Gesamtwert aller Güter, d. h. Waren und Dienstleistungen an, die während eines Jahres innerhalb der Landesgrenzen einer Volkswirtschaft als Endprodukte hergestellt wurden, nach Abzug aller Vorleistungen.

### Cash Ratio

Die Cash Ratio ist eine Liquiditätskennzahl, die das Verhältnis der gesamten Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente eines Unternehmens zu seinen kurzfristigen Verbindlichkeiten wiedergibt. Die Metrik berechnet die Fähigkeit eines Unternehmens, seine kurzfristigen Schulden mit Bargeld und leicht marktfähigen Wertpapieren zurückzuzahlen.

### CEO („Chief Executive Officer“)

Chief Executive Officer bezeichnet in vielen anglophonen Staaten das geschäftsführende Vorstandsmitglied (vgl. Geschäftsführer) oder den Vorstandsvorsitzenden oder Generaldirektor (vgl. Vorsitzender oder Präsident der Geschäftsleitung) eines Unternehmens oder allgemein dessen allein zeichnungsberechtigten Geschäftsführer. Der Begriff CEO wird unabhängig von Größe und Rechtsform des Unternehmens gebraucht.

### CONREN Universum der gelisteten europäischen Familienunternehmen

Das CONREN Universum der gelisteten europäischen Familienunternehmen ist im Rahmen dieser Studie entstanden. Es besteht aus den börsennotierten Unternehmen in der Region West- und Osteuropa mit mindestens 200 Millionen Euro Marktkapitalisierung und einem maximalen Free Float von 80 Prozent, die wir, nach unserer hauseigenen Definition, als Familienunternehmen klassifizieren.

### Corporate Governance

Corporate Governance (deutsch: Grundsätze der Unternehmensführung) ist der rechtliche und faktische Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung von Unternehmen zum Wohlwollen aller relevanten Anspruchsgruppen (= Stakeholder). Das unternehmensspezifische Corporate-Governance-System besteht aus der Gesamtheit relevanter Gesetze, Richtlinien, Kodizes, Absichtserklärungen, Unternehmensleitbild, und Gewohnheit der Unternehmensleitung und -überwachung.

## Begriffserklärungen, Abkürzungen

(Fortsetzung)

### **Current Ratio**

Die Current Ratio ist eine Liquiditätskennzahl, die misst, ob ein Unternehmen über genügend Ressourcen verfügt, um seine kurzfristigen Verpflichtungen zu erfüllen. Sie vergleicht das Umlaufvermögen eines Unternehmens mit seinen kurzfristigen Verbindlichkeiten.

### **Dividend Yield („Dividendenrendite“)**

Die Dividendenrendite ist eine der klassischen Kennzahlen zur Bewertung einer Aktie. Sie beschreibt das Verhältnis der Dividende zum gegenwärtigen Kurs.

### **ESG-Systeme**

ESG steht für nachhaltige Unternehmensführung in den Bereichen „Environment“, „Social“ und „Governance“. ESG-Systeme messen damit die drei zentralen Faktoren bei der Messung der Nachhaltigkeit und der gesellschaftlichen Auswirkungen eines Unternehmens.

### **Familienunternehmen**

Familienunternehmen sind im Rahmen dieser Studie wie folgt definiert: börsennotierte Unternehmen, welche seit langem und auch zukünftig noch lange von der (den) Besitzerfamilie(n) maßgeblich beeinflusst werden.

### **F&E („Forschung und Entwicklung“)**

Bei Forschung und Entwicklung kann es sich um anwendungsorientierte Forschung und/oder um Grundlagenforschung beziehungsweise ingenieurtechnische Entwicklung handeln.

### **Free Float**

Unter Streubesitz (englisch: public float oder free float) versteht man bei Aktiengesellschaften die Summe der Aktien, die dem Börsenhandel zur Verfügung stehen.

### **Fremdkapitalquote**

Die Fremdkapitalquote ist eine betriebswirtschaftliche Kennzahl, die das prozentuale Verhältnis zwischen Fremdkapital und Bilanzsumme eines Unternehmens angibt.

### **FTSE Developed Europe All Cap Index**

Der FTSE Developed Europe All Cap Index ist ein nach Marktkapitalisierung gewichteter Index, der die Performance von Large-, Mid- und Small Cap-Unternehmen in entwickelten europäischen Märkten, einschließlich Großbritannien, darstellt.

### **Goldenen Aktien**

Inhaber von Goldenen Aktien verfügen in einem Unternehmen über Rechte, die über die der übrigen Aktionäre weit hinausreichen. Im Normalfall stehen jene Befugnisse – die zumeist bei der Privatisierung großer Staatsunternehmen geschaffen wurden – der öffentlichen Hand zu. In Anbetracht der unterschiedlichen Typen Goldener Aktien handelt es sich bei der Bezeichnung weniger um einen Rechtsbegriff als um ein Schlagwort.

### **Gross Margin („Bruttomarge“)**

Die Bruttomarge ist die Differenz zwischen Umsatz und Kosten der verkauften Waren geteilt durch den Umsatz. Die Bruttomarge wird als Prozentsatz ausgedrückt.

Quelle: [www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com), CONREN Research GmbH

# Begriffserklärungen, Abkürzungen

(Fortsetzung)

## Marktkapitalisierung

Die Marktkapitalisierung ist das Produkt aus dem Börsenkurs und der Anzahl der im Umlauf befindlichen Anteile des Unternehmens. Die selbst im Bestand gehaltenen Anteile (Eigenbestand) bleiben bei der Berechnung der Marktkapitalisierung unberücksichtigt.

## Mitglied des Boards (of Directors)

Ein „Board of Directors“ ist eine Gruppe von Personen, die gemeinsam die Aktivitäten einer Organisation überwachen. Dies kann entweder ein gewinnorientiertes Unternehmen, eine gemeinnützige Organisation oder eine Regierungsbehörde sein.

## Net Margin („Gewinnmarge“)

Die Gewinnmarge, die Nettomarge, die Nettogewinnmarge oder die Nettogewinnquote ist ein Maß für die Rentabilität. Sie wird berechnet, indem der Nettogewinn als Prozentsatz des Umsatzes ermittelt wird.

## Price/Book („Kursbuchverhältnis“)

Das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV; engl. P/BV) ist eine substanzorientierte Kennzahl zur Beurteilung der Börsenbewertung einer Aktiengesellschaft. Hierbei wird der Kurs der Aktie in Relation zu ihrem anteiligen Buchwertgestellt.

## Quick Ratio

Die Quick Ratio ist eine Liquiditätskennzahl. Sie bezieht sich auf die die Fähigkeit eines Unternehmens, seine kurzfristigen und schnell veräußerbaren Vermögenswerte zur Begleichung seiner kurzfristigen Verbindlichkeiten zu verwenden. Sie ist definiert als das Verhältnis zwischen schnell verfügbaren und liquiden Mitteln mit den kurzfristigen Verbindlichkeiten.

## Reales BIP-Wachstum

Das reale BIP-Wachstum beschreibt das BIP-Wachstum nach Inflation.

## Return on Assets („ROA“, „Kapitalrendite“)

Diese Kapitalrendite ist eine Kennzahl für die Rentabilität von Unternehmen im Verhältnis zu den Vermögenswerten eines Unternehmens. Sie zeigt an, wie effektiv ein Unternehmen seine Vermögenswerten in Gewinne umwandelt. Das Verhältnis wird berechnet, indem das Betriebsergebnis nach Steuern durch die durchschnittlichen Vermögenswerte dividiert wird.

## Return on Capital („ROC“, „Kapitalrendite“)

Diese Kapitalrendite ist eine Kennzahl für die Rentabilität von Unternehmen im Verhältnis zum Kapital. Sie zeigt an, wie effektiv ein Unternehmen Kapital in Gewinne umwandelt.

Das Verhältnis wird berechnet, indem das Betriebsergebnis nach Steuern durch den durchschnittlichen Buchwert des investierten Kapitals dividiert wird.

## Return on Equity („ROE“, „Eigenkapitalrendite“)

Die Eigenkapitalrendite ist eine Kennzahl für die Rentabilität von Unternehmen im Verhältnis zum Eigenkapital. Sie zeigt an, wie effektiv ein Unternehmen Eigenkapital in Gewinne umwandelt.

Das Verhältnis wird berechnet, indem das Betriebsergebnis nach Steuern durch das durchschnittliche Eigenkapital dividiert wird.

Quelle: [www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com), CONREN Research GmbH

## Begriffserklärungen, Abkürzungen

(Fortsetzung)

### Stammsitz

Der Sitz einer juristischen Person liegt nach deutschem Recht in der Gemeinde, die durch Gesetz, Satzung oder andere Rechtsnorm bestimmt ist oder an welchem die Verwaltung geführt wird.

### STOXX Europe 600

Der STOXX Europe 600 oder STOXX 600 ist ein Aktienindex der 600 größten europäischen Unternehmen. Er wird von der STOXX Limited, einer schweizerischen Tochter der Deutsche Börse AG, herausgegeben.

### Total Return Performance („Gesamtrendite“)

Die Gesamtrendite eines Anlageportfolios berücksichtigt nicht nur den Kapitalzuwachs des Portfolios, sondern auch die mit dem Portfolio erzielten Erträge. Die Erträge bestehen in der Regel aus Zins-, Dividenden- und Wertpapierleihgebühren. Dies steht im Gegensatz zur Preisrendite, bei der nur der Kapitalgewinn aus einer Investition berücksichtigt wird.

### Verschuldungsgrad

Der Verschuldungsgrad eines Schuldners ist eine betriebswirtschaftliche Kennzahl, die das Verhältnis zwischen dem bilanziellen Fremdkapital und Eigenkapital angibt. Sie gibt Auskunft über die Finanzierungsstruktur eines Schuldners. Mit steigendem Verschuldungsgrad geht eine Erhöhung des Kreditrisikos für Gläubiger einher.

### Zinsdeckungsgrad

Bei Unternehmen ist der Zinsdeckungsgrad eine Kennzahl, die das Verhältnis der Zinsaufwendungen eines Schuldners zu dessen Cashflow oder Jahresüberschuss wiedergibt.

### 5YAVG P/E („five year average price earnings“ = „Fünfjahres-Durchschnitt Kursgewinnverhältnis“)

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) (englisch price/earnings ratio (P/E ratio) ist eine häufig gebrauchte Kennzahl zur Beurteilung der Börsenbewertung einer Aktiengesellschaft. Hierbei wird der Kurs der Aktie ins Verhältnis zu dem für einen Vergleichszeitraum bestimmten oder erwarteten Gewinn je Aktie gesetzt.

## Rechtlicher Hinweis

Ausführlichere Informationen über die Anlagepolitik der Fonds und Teilfonds sind in den jeweiligen KIIDs zu finden.

Dies ist kein Verkaufsprospekt im Sinne des Gesetzes, sondern eine werbliche Darstellung, die der individuellen Information dient. Anlagen dürfen nur auf der Grundlage des aktuellen Verkaufsprospektes, der wesentlichen Anlegerinformationen, des Verwaltungsreglements bzw. der Satzung sowie den jeweiligen Jahres- und Halbjahresberichte des jeweiligen Fonds getätigt werden, in dem Anlageziele, Gebühren, Chancen, Risiken und andere wichtige Fondsbelange ausführlich beschrieben sind. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt, die wesentlichen Anlegerinformationen, das Verwaltungsreglement bzw. die Satzung und den jeweiligen Jahres- und Halbjahresberichten sorgfältig durch und konsultieren Sie Ihren rechtlichen und/oder steuerlichen Berater, bevor Sie eine Anlage tätigen. Mit der Investition sind Risiken verbunden, die zu einem Verlust, bis hin zu einem Totalverlust des investierten Kapitals, führen können. Hinweise zu Chancen und Risiken sind dem Verkaufsprospekt zu entnehmen.

Investmentfonds unterliegen dem Risiko sinkender Anteilspreise, da sich Kursrückgänge bei den im Fonds enthaltenen Wertpapieren bzw. der zugrunde liegenden Währung im Anteilspreis widerspiegeln. Die in diesem Dokument beschriebenen Fondslösungen, definieren sich grundsätzlich als langfristiges Anlageinstrument. Anleger sollten langjährige Wertpapiererfahrung haben und über einen langfristigen Anlagehorizont verfügen. Sollten Sie nicht über umfangreiche Kenntnisse und Erfahrungen im Bereich von Aktienanlagen, Anleihen, Fremdwährungen und Investmentfonds verfügen, raten wir dringend dazu, die Informationen in diesem Dokument und die Informationen aus dem Verkaufsprospekt unter Hinzuziehung fachlich kompetenter Beratung zu verwenden.

Die Informationen in dieser Publikation wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; wir übernehmen jedoch weder Haftung noch eine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Die Publikation darf nicht als Verkaufsangebot oder als Aufforderung zu Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren verstanden werden. Die in der Publikation gemachten Aussagen können ohne Vorankündigung geändert werden. Die ggf. enthaltenen Aussagen zur Marktlage stellen unsere eigene Ansicht der geschilderten Umstände dar. Hiermit ist weder eine Allgemeingültigkeit noch eine Empfehlung beziehungsweise Anlageberatung verbunden.

Die Ausführungen gehen zudem von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Die steuerliche Behandlung hängt von den persönlichen Verhältnissen ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein. Alle Angaben in diesem Dokument erfolgen ohne Gewähr.

In verschiedenen Ländern dürfen Fonds nur angeboten werden, wenn eine Genehmigung der örtlichen Aufsichtsbehörde erlangt wurde. Insbesondere richtet sich diese Unterlage weder an US-Bürger noch an Personen mit ständigem Wohnsitz in den USA. Bitte setzen Sie sich gegebenenfalls mit einer örtlichen Vertriebsstelle in Verbindung.

Dieses Dokument ist keine Aufforderung zur Zeichnung von Fondsanteilen und dient lediglich Informationszwecken. Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb des Fonds getroffen hat, gemäß Artikel 93a der Richtlinie 2009/65/EG, aufzuheben. Weitere Informationen zu Anlegerrechten sind in deutscher Sprache auf der Homepage der Verwaltungsgesellschaft (<https://www.ipconcept.com/ipc/de/anlegerinformation.html>) einsehbar. Die Informationen dürfen weder reproduziert noch an andere Personen verteilt werden. Der Verkaufsprospekt, Verwaltungsreglement/Satzung, Halbjahres- und Jahresbericht, die Wesentlichen

## Rechtlicher Hinweis

(Fortsetzung)

Anlegerinformationen erhalten Sie kostenlos in deutscher Sprache bei IPConcept (Luxemburg) S.A., 4, rue Thomas Edison, L-1445 Strassen, Luxembourg, Telefon +352 260248-1, Fax +352 260248-3602, E-Mail [info.lu@ipconcept.com](mailto:info.lu@ipconcept.com) und unter <https://www.ipconcept.com/ipc/de/fondsueberblick.html>.

### © Copyright

Diese Publikation ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine komplette oder auszugsweise Vervielfältigung dieser Publikation ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen zulässig. Zuwiderhandlungen können zivil- und strafrechtliche Folgen nach sich ziehen.

### Herausgeber Deutschland

CONREN (Deutschland) GmbH  
Ziegelhäuser Landstraße 23  
69120 Heidelberg

### Herausgeber Schweiz

CONREN Research GmbH  
Tödistrasse 5  
8002 Zürich

[www.conrenfonds.com](http://www.conrenfonds.com)

Generations Family Business Equity | CONREN FONDS  
[conrenfonds.com/ueberblick-conren-fonds/  
conren-generations-family-business-equity/](http://conrenfonds.com/ueberblick-conren-fonds/conren-generations-family-business-equity/)

### Koordinaten:

**Für die Schweiz (nur für qualifizierte Anleger nach Art. 10 Abs. 3ter KAG):**  
[info@conrenfonds.com](mailto:info@conrenfonds.com)

**Für Deutschland:**  
[info@conren.de](mailto:info@conren.de)