

FAMILIEBEDRIJVEN HEBBEN OP DE BEURS EEN STREEPJE VOOR



Frans Jurgens en Lennart Smits, directeuren en oprichters van Juno Investment Partners.

Een familiebedrijf steekt anders in elkaar dan andere ondernemingen. Besluiten worden meestal genomen vanuit het perspectief van de lange termijn. Er moet immers niet alleen gelet worden op de belangen van de huidige eigenaren, maar ook op die van toekomstige generaties. De beslissingen die mede daaruit voortvloeien blijken vaak tot sterkere financiële structuren en ratios te leiden. Behalve in de dagelijkse gang van zaken bij de onderneming, is het verschil met andere bedrijven ook zichtbaar op de beurs, waar beleggers een duidelijk hoger redement behaalden met investeringen in beursgenoteerde familiebedrijven dan het marktgemiddelde.

Familiebedrijven spelen een zeer grote rol in de economie. Deze ondernemingen dragen wereldwijd 60 tot 90 procent bij aan het gedeelte van het bruto binnenlands product dat niet aan de overheid kan worden toegeschreven. Familiebedrijven creëren naar schatting 50 tot 80 procent van alle banen in het bedrijfsleven. Maar liefst 70 tot 95 procent van alle ondernemingen is in zekere zin een familiebedrijf. Hierbij wordt mogelijk gedacht aan kleinere bedrijfjes met een handjevol werknemers, maar familiebedrijven zijn ook te vinden tussen de grootste concerns ter wereld. Op de aandelenmarkt vormen familiebedrijven een interessant segment. Uit verschillende onderzoeken is gebleken dat de winstgevendheid van deze groep ondernemingen beduidend hoger ligt dan het beursgemiddelde.

De basis voor deze studies werd in 1999 gelegd door Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes en Andrei Shleifer die grote concerns classificeerden aan de hand van het belangrijkste type aandeelhouder.¹ Naast familiebedrijven onderscheidden de onderzoekers ondernemingen met de overheid als belangrijke aandeelhouder, financiële instellingen met een

gediversifieerde groep aandeelhouders, normale bedrijven met een gediversifieerde groep aandeelhouders en overige ondernemingen. In navolging van deze inventarisatie hebben meerdere onderzoekers vervolgens gekeken of deze verschillende types ondernemingen ook financieel en uit het oogpunt van de investeerder aantoonbaar verschillend presteerden.

Zo concludeerden Ronald C. Anderson en David M. Reeb in 2003 dat de winstgevendheid van familiebedrijven beter was dan die van andere bedrijven op basis van zowel boekhoudkundige (return on assets) als marktgelateerde (Tobin's Q) metrieken van verschillende typen ondernemingen binnen de Standard & Poor's 500 Index tussen 1992 en 1999.²

Ook Maury³ onderzocht in 2006 de prestaties van familiebedrijven. Zo onderzocht hij 1672 West Europese bedrijven en kwam tot de conclusie dat bedrijven waar de familie actieve controle uitoefent, dat wil zeggen dat de familie bij het dagelijks bestuur van het bedrijf betrokken is, beter presteren qua winstgevendheid dan bedrijven waar geen familie aandeelhouder is of deze enkel passief aandeelhouder is.

LASTIG TE DEFINIEREN

Voordat in kaart gebracht wordt welke factoren het succes verklaren, is het van belang om te beoordelen wat een onderneming eigenlijk tot een familiebedrijf maakt. In de literatuur die over het onderwerp verschenen is, worden minstens 28 verschillende definities⁴ gebruikt voor het beschrijven van een familiebedrijf.

Hierbij zijn twee hoofdstromingen te onderscheiden. Een deel legt de nadruk op het percentage van de stemgerechtigde aandelen dat in handen van de familie is. In de gebruikte definities loopt dit belang uiteen van 5 tot 50,1 procent. Een ander deel van de definities zoomt voornamelijk in op de rol die familieleden innemen bij het dagelijks bestuur van het bedrijf. Hierbij kan het een rol spelen of de topman afkomstig is uit de familiekring of hoeveel familieleden zitting hebben in de raad van commissarissen. Daarnaast kan er nog onderscheid gemaakt worden tussen definities waarbij wel of niet de voorwaarde wordt gesteld dat de familie het bedrijf ook moet hebben opgericht.

De ervaring leert dat het onderscheid tussen familiebedrijven en andere ondernemingen nog het beste zichtbaar wordt bij een bezoek aan het concern zelf. Aan de reacties van werknemers op het moment dat de grootaandeelhouder op de werkvloer komt, kan de betrokkenheid van het personeel – een van de belangrijkste kenmerken van een familiebedrijf – goed worden afgelezen. Een dergelijk indicator laat zich echter lastig objectief meten. Gesprekken met andere aandeelhouders kunnen ook verhelderend werken. Hieruit kan bijvoorbeeld blijken, zoals bij het Belgische familiebedrijf Van de Velde, dat er twee grote aandeelhouders zijn (56%, gelijk verdeeld tussen beiden) die zich geheel verschillend opstellen; de Van de Velde familieleden als actieve medewerkers binnen het bedrijf en de De Laureys familieleden, als commissarissen die zich richten op verantwoorde maximalisatie van de rendementen op kapitaal en dividend pay-out aan alle aandeelhouders.

Generaliserend kan worden opgemerkt dat onderzoekers proberen de prestaties van familiebedrijven voornamelijk te verklaren aan de hand van principaal- agenttheorie. De principaal (aandeelhouder) en agent (het management van een bedrijf) hebben niet altijd dezelfde belangen waardoor bedrijven vanuit aandeelhouder's perspectief, niet optimaal worden geleid.⁵ Doordat bij familiebedrijven de principaal en de agent in veel gevallen dezelfde zijn, worden de zogenoemde agentkosten sterk verminderd.

GEVAREN VAN FAMILIEBEDRIJVEN

De verschillen met andere ondernemingen vallen niet altijd in het voordeel van familiebedrijven uit. Er zijn in potentie verschillende gevaren waar beleggers in andere concerns minder op hoeven te letten. Voorbeelden zijn nepotisme en het nastreven van belangen die botsen met de belangen van externe aandeelhouders. Graafwerk in de jaarverslagen uit het verleden geven gelukkig meestal al een duidelijk beeld over de frequentie en de hoogte van transacties met gelieerde partijen. Om het risico te verkleinen van conflicterende be-

langen kan in kaart gebracht worden of er voldoende kritische mensen van buiten de familie zitting hebben in de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen. Daarnaast is het ook een voordeel als een familiebedrijf een klein aantal grote en professionele externe aandeelhouders heeft. Die kunnen tegenwicht bieden als het bedrijf een koers dreigt te kiezen die niet in het belang van alle aandeelhouders is. De resultaten van de reeds genoemde studie van Maury (2006) laten zien dat de relatie tussen goede bedrijfsprestaties en familieaandeel niet lineair is. Actief betrokken familiebedrijven met een minderheidsaandeel presteren beter dan actieve familiebedrijven met een meerderheidsaandeel.

SUCCESFACTOR: LANGERE TIJDSHORIZON

Bij familiebedrijven worden bijvoorbeeld de volgende agentkosten gemitigeerd: de beperkte horizon van ingehuurd managers. Omdat het gemiddelde dienstverband van managers nu eenmaal korter is dan de levensduur van een bedrijf, wegen voor deze managers vaak korte termijn resultaten te zwaar. Een onderneming waarvan het management de indruk heeft dat het sterk verantwoording moet afleggen aan de aandeelhouders en beursverwachtingen continu moet waarmaken, zal minder snel geneigd zijn om aanzienlijk te investeren in een project waarvan de resultaten pas na enkele jaren zichtbaar worden in de financiële cijfers. Een concern dat zich minder laat leiden door het behalen van de marktverwachtingen van de komende kwartaalcijfers en meer door de kansen op de lange termijn heeft daar veel minder problemen mee.

Een goed voorbeeld hiervan is het Britse Abcam. Het is een E-commerce bedrijf waar universiteiten, ziekenhuizen en andere onderzoeksinstellingen online antilichamen kunnen bestellen voor onderzoek en proeven. De antilichamen waren vroeger allemaal polyclonaal, maar Abcam heeft de afgelopen jaren geïnvesteerd in een nieuwe technologie voor de productie van monoclonale antilichamen. Het voordeel hiervan is dat proeven met deze antilichamen veel zuiverdere resultaten opleveren. De hoge prijs voor de acquisitie van deze technologie en voor de verdere ontwikkeling ervan, alsook de extra marketingkosten, hebben de financiële resultaten en de beurskoers gedrukt, maar dat is een prijs die Abcam bereid is te betalen om de dominante positie binnen haar niche voor de lange termijn veilig te stellen.

SUCCESFACTOR: AVERSIE TEGEN VREEMD VERMOGEN, HOOG RENDEMENT OP KAPITAAL

Een andere eigenschap die familiebedrijven op de beurs onderscheidt van andere ondernemingen is de aversie die ze hebben tegen vreemd vermogen. Uit onderzoek van Orit Vaknin⁶ blijkt dat een familiebedrijf gemiddeld een schuldpositie heeft van 48,0 procent van het concernkapitaal. Dat is beduidend minder dan het gemiddelde van 58,3 procent voor andere ondernemingen. Het verschil wordt verklaard doordat familiebedrijven veel waarde eraan hechten om altijd het financiële lot in eigen handen te houden, slagkracht te hebben als anderen overgeleverd zijn aan beslissingen van

een kredietcommissie van hun bank. Hoewel de kosten van vreemd vermogen onder normale omstandigheden lager liggen dan die van het eigen vermogen, kleven er evidente nadelen aan het opbouwen van een relatief grote schuldenlast. Als de resultaten om welke reden dan ook tegenvallen, ontstaat het gevaar dat een bedrijf onvoldoende aan de verplichtingen kan voldoen. In dit geval kunnen de schuldeisers voorwaarden stellen die niet in het belang zijn van de aandeelhouders.

Op de Nederlandse beurs zijn de afgelopen jaren verschillende claimemissies uitgevoerd. Hierbij geeft een onderneming onder druk van banken of andere leningverstrekkers nieuwe aandelen uit, waardoor het belang van zittende aandeelhouders verwatert. Onder meer KPN, Imtech, Heijmans, Wavin en Ordina moesten recent een claimemissie doorvoeren.

Familiebedrijven hebben vaak ook een rendement op kapitaal dat hoger ligt dan het marktgemiddelde. Dat is voor een groot deel te danken aan de zorgvuldige afwegingen die gemaakt worden bij allerlei investeringen. Een familiebedrijf lijkt in dit opzicht meer op een marathonloper die zuinig omgaat met de energie om een lange race tot een goed einde te brengen dan op een sprinter waarbij elk kwartaal alles in het teken staat van het inlossen van de winstverwachtingen. Als de beurskoers inzakt omdat andere beleggers niet het geduld hebben om af te wachten totdat de investeringen zich uitbetalen, komt het met grote regelmaat voor dat de familie haar belang in de onderneming uitbreidt.

FAMILIEBEDRIJVEN: LEVERT HET BELEGERS OOK IETS OP?

Alle academische studies ten spijt, zijn er slechts een tweetal die zich afvragen of deze hogere winstgevendheid, de sterkere balans en de focus op cashflows en lange termijn, zich ook vertaalt in bovengemiddelde rendementen voor beleggers in deze familiebedrijven op de beurs. Twee onafhankelijke studies kwamen inderdaad tot de conclusie dat over de afgelopen decennia in Zwitserland⁷ en Duitsland⁸ beursgenoteerde familiebedrijven het qua aandelenrendementen duidelijk beter hebben gedaan dan niet-familiebedrijven.

In 2013 werd dit nogmaals bevestigd in een studie⁹ die Juno liet uitvoeren onder 227 Europese familiebedrijven met een beurswaarde tot € 4 miljard. Hieruit bleek dat tussen 1988 en 2012 het gemiddelde totale rendement voor een belegger in familiebedrijven gemiddeld duidelijk hoger lag dan dat van overige ondernemingen in zowel Duitsland (17,9 procent tegenover 9,3 procent) als Frankrijk (11,9 procent tegenover 11,1 procent). Hoewel ervaren met het Capital Asset Pricing Model zouden impliceren dat dergelijk hoger rendement ook met een hogere volatiliteit gepaard gaat, bleek het tegendeel het geval te zijn. Daaraan ligt die aversie tegen vreemd vermogen en de aanhoudende focus op cashflow uiteraard ten grondslag.

HET BELEGGINGSPROCES VAN JUNO INVESTMENT PARTNERS

De bovengemiddelde rendementen van familiebedrijven vormen een belangrijke verklaring voor het succes van het Juno Selection Fund. Het fonds heeft sinds oprichting op 11 januari 2008 tot eind juni 2014 een rendement geboekt van +118%, tegenover 31% voor de Euromoney Smaller Europe Index en 6% voor de AEX (herbelegd). Het risico ligt onder het marktgemiddelde, met een volatiliteit die duidelijk lager ligt dan de genoemde indices. In het slechte beursjaar 2008 daalde het Juno Selection Fund met 32,8 procent tegenover een verlies van bijna 50 procent voor de AEX.

De grote nadruk die Juno Investment Partners legt op familiebedrijven is een gevolg van het beleggingsproces; niet van een inherente voorkeur voor familiebedrijven. Juno investeert in middelgrote (beurswaarde tot €4 mrd) Europese beursgenoteerde bedrijven, die op een relatief voorspelbare wijze elk jaar de winst kunnen opschroeven. Op termijn volgen de beurskoersen de winstontwikkelingen van de deelnemingen. Efficiënt gebruik van kapitaal, positieve kasstromen en een focus op de lange termijn zijn onmisbare ingrediënten van de investeringsstijl. De onderliggende winsten van de familiebedrijven in de portefeuille zijn de afgelopen zes jaren met gemiddeld 15% per jaar gestegen.

Om ervan verzekerd te zijn dat ondernemingen daadwerkelijk in staat zijn om op voorspelbare wijze hun winst te laten groeien, worden potentiële beleggingen beoordeeld aan de hand van zeven factoren.

- Een duurzame, bovengemiddelde groei
- Een verdedigbare marktpositie, bij voorkeur binnen een sterke niche
- Een sterk management
- Een lage gevoeligheid voor economische cycli
- Een lage schuldenlast en een hoge vrije kasstroom
- Een hoog rendement op kapitaal
- Een zeer winstgevend, cashgenererend bedrijfsmodel

Aan de hand van de strenge criteria wordt het beleggingsuniversum van honderden ondernemingen teruggebracht tot een selectie van 35 aandelen. Op basis van waardering worden hiervan tien tot vijftien aandelen in portefeuille genomen. Hierbij wordt een zeer lange horizon gehanteerd. Sommige bedrijven zitten bijvoorbeeld al sinds de lancering van het fonds in de portefeuille. Als de waardering van een aandeel te ver oploopt of als de winstvooruitzichten verslechteren, kan dat aanleiding zijn om een belang af te bouwen. Door de voorselectie van 35 aandelen is er altijd de mogelijkheid om snel positie te kiezen in een andere onderneming. Het is mogelijk om in het Juno Selection Fund te participeren met een initiële investering van ten minste €150.000.

Omvangrijke familiebedrijven

De omvang van familiebedrijven varieert enorm. Sommige ondernemingen behoren tot de grootste concerns ter wereld en de Boston Consulting Group heeft becijferd dat minstens 30 procent van de bedrijven met een omzet van 1 miljard dollar of meer een familieonderneming is. In onderstaand overzicht worden de grootste familiebedrijven in Europa en de Verenigde Staten weergegeven.

Bron: Campden FD / cijfers over 2010

Europa					
Rang	Bedrijf	Familie	Sector	Omzet 2010	Aandeel familie
1	Volkswagen	Piëch/Porsche	Automobiel	€126,9 mrd	32%
2	Metro Group	Haniel/Schmidt-Ruthenbeck	Winkelketen	€67,3 mrd	50%
3	BMW	Quandt	Automobiel	€60,5 mrd	47%
4	Schwarz Group	Schwarz	Winkelketen	€60,0 mrd	100%
5	ArcelorMittal	Mittal	Staal	€59,7 mrd	41%
6	Fiat / Fiat Industrial	Agnelli	Automobiel	€57,2 mrd	30%
7	Louis Dreyfus	Dreyfus	Handel	€56,8 mrd	100%
8	PSA Peugeot Citroën	Peugeot	Automobiel	€56,1 mrd	25%
9	Aldi	Albrecht	Winkelketen	€54,0 mrd	100%
10	Robert Bosch	Bosch	Consumentengoederen	€47,3 mrd	92% (Robert Bosch Stiftung) / 7% (Bosch familie)
Verenigde Staten					
Rang	Bedrijf	Familie	Sector	Omzet 2010	Aandeel familie
1	Walmart	Walton	Winkelketen	\$419,0 mrd	45%
2	Ford	Ford	Automobiel	\$129,0 mrd	40%
3	Cargill	Cargill/MacMillan	Landbouw	\$107,9 mrd	90%
4	Koch Industries	Koch	Olie/landbouw	\$106,0 mrd	84%
5	Comcast	Roberts	Media	\$37,9 mrd	33%
6	News Corp	Murdoch	Media	\$32,8 mrd	40%
7	George Weston	Weston	Voeding	\$32,0 mrd	63%
8	Mars	Mars	Voeding	\$30,0 mrd	100%
9	Tyson Foods	Tyson	Voeding	\$28,4 mrd	70%
10	Bechter Group	Bechtel	Constructie	\$27,9 mrd	100%

1 La Porta, R., Lopez de Silanes, F. and Shleifer, A. (1999) Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance* 54 (2), p. 471 – 517

2 Anderson, R.C. and Reeb, M.R. (2003) Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P500. *The Journal of Finance* 58 (3) p. 1301 – 1328

3 Maury, B. (2006) Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance* 12 (2) p. 321-341.

4 Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R.H. and Cannella, A.A. Jr. (2007) Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance* 13, p. 289 – 858.

5 Jensen, M. and Meckling, W. (1976) Theory of the Firm: Managerial Beha-

vioral, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3. 305-360.

6 Vaknin, O. (2010) *The Family Business Risk Profile*. Leonard N. Stern School of Business, Glucksman Institute for Research in Securities Markets

7 Zellweger, T. and Fueglistaller, U. (2004) *Schweizer Familienunternehmen an der Börse*. Zurich and St. Gallen: Ernst & Young and Swiss Research Institute of Small Business and Entrepreneurship at the University of St. Gallen

8 Achleitner, A.K., Kaserer, C., Kauf, T. and Volk, S. (2010) DAXplus Family – Ein Aktienindex zur Darstellung der Performance von Familienunternehmen. *CEFS Working Paper Series* 5, p1-22

9 Putman S.J.E. (2013) *Performance of listed family firms and the risk that comes with investing in them*.