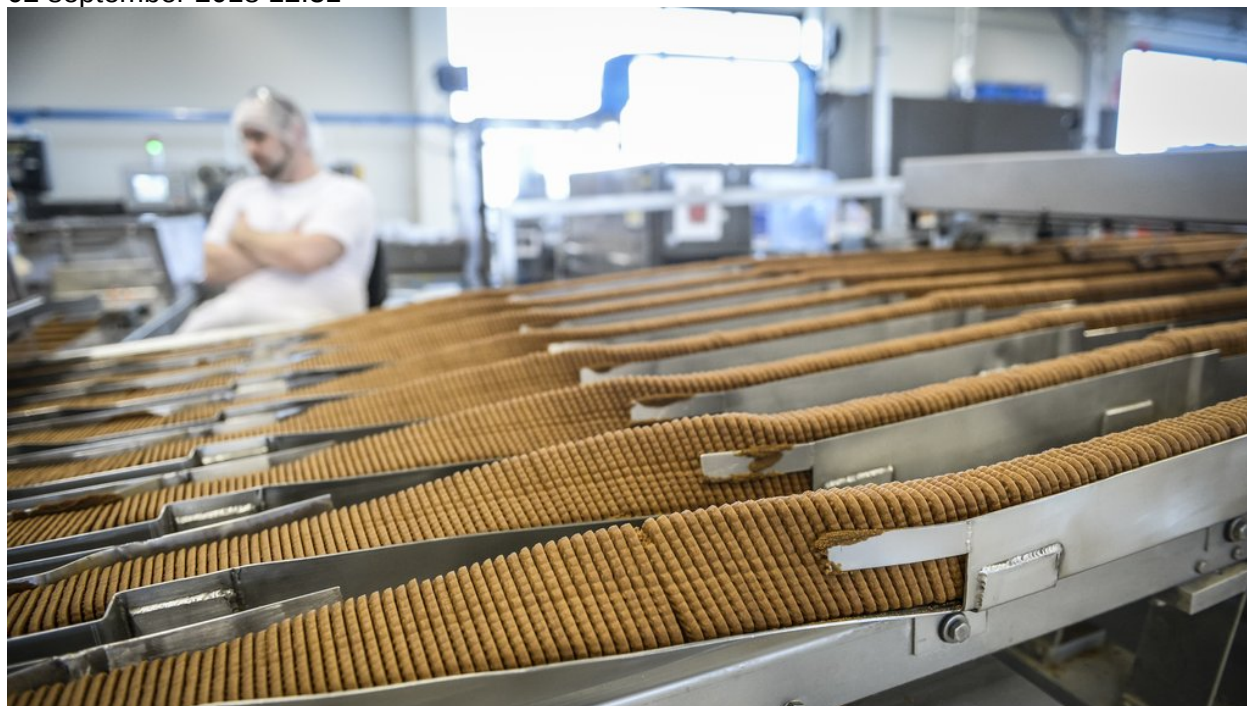


Familiebedrijven kloppen de beurs

02 september 2018 12:31



Koekjes van Lotus Bakeries in de fabriek in Lembeke. ©BELGA

Het gemiddelde familiebedrijf doet het op de Brusselse beurs veel beter dan genoteerde bedrijven zonder familiale stempel. Het extra jaarrendement loopt op tot bijna 7 procentpunten, toont een uitgebreid onderzoek van Deminor.

Over familiebedrijven doen veel clichés de ronde, soms tegenstrijdige. Zo zouden bedrijven met een sterke familiale aanwezigheid conservatiever zijn en daardoor beter presteren. Volgens een andere lezing handelen ze door de emotionele betrokkenheid van de familie soms irrationeler en doen ze het dus slechter. Hun defensieve houding zou zich dan weer vertalen in minder schulden, terwijl ze wel meer dividenden zouden uitkeren om de familie van inkomen te voorzien.

Deminor, dat aandeelhouders bijstaat en advies verleent aan familiebedrijven, besliste de proef op de som te nemen en te kijken naar wat de harde cijfers voor België zeggen. Het wou vooral nagaan of een opmerkelijke conclusie van een wereldwijd onderzoek van Credit Suisse ook voor ons land opgaat. De Zwitserse bank stelde vorig jaar vast dat een wereldwijde selectie van 1.000 genoteerde familiebedrijven op jaarbasis 4 procentpunten beter deden dan de MSCI-wereldaandelenindex. Een onderzoek van Credit Suisse concludeerde dat familiebedrijven wereldwijd 4 procentpunten beter deden dan het beursgemiddelde.

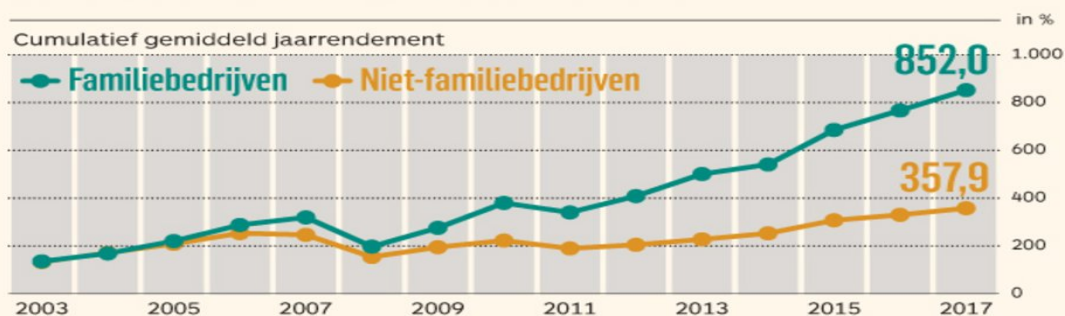
Deminor onderzocht de prestatie van 169 bedrijven die op Euronext Brussel noteerden in de voorbije 15 jaar (van 2003 tot en met 2017). Het maakte een opdeling tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Bij de eerste categorie heeft de familie - of hebben de families - een aanzienlijk belang in het aandelenkapitaal en minstens één afgevaardigde in de raad van bestuur. Vaak telt het management ook een familielid. Kortom: de familie weegt op het beleid.

Hoger rendement

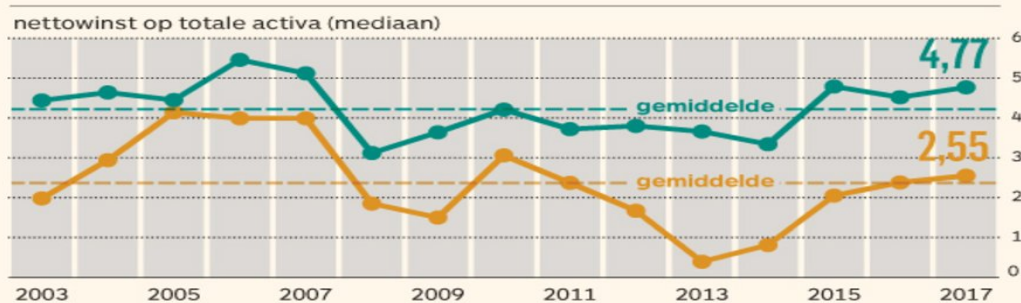
Om die reden beschouwt Deminor de bierreus AB InBev ook als een familiebedrijf. 'De families (*Van Damme, de Spoelberch, de Mévius, red.*) dagen het AB InBev-management uit', stelt Deminor-consultant Guillaume Dasnoy, die meewerkte aan het onderzoek. De onderzoekers kwamen uit op 50 familiebedrijven tegenover 119 niet-familiebedrijven. In de eerste groep zijn andere bekende namen Solvay, Bekaert, Kinopolis, Lotus Bakeries, Ter Beke en Sioen.

Vervolgens berekenden ze het gemiddelde jaarrendement van beide groepen inclusief dividenden, met de veronderstelling dat op het einde van elk jaar alles verkocht en opnieuw herbelegd werd volgens dezelfde gelijke gewichten per aandeel. Wat blijkt? Familiebedrijven realiseerden een gemiddeld jaarrendement van 17,4 procent, tegenover 10,6 procent voor niet-familiebedrijven. Familiebedrijven doen elk jaar dus 6,8 procentpunten beter, wat na 15 jaar oploopt tot een extra performantie van bijna 500 procentpunten tegenover niet-familiebedrijven. (*zie eerste grafiek*) Ook volgens de mediaan - de middelste waarneming van elke groep - doen familiebedrijven het beter.

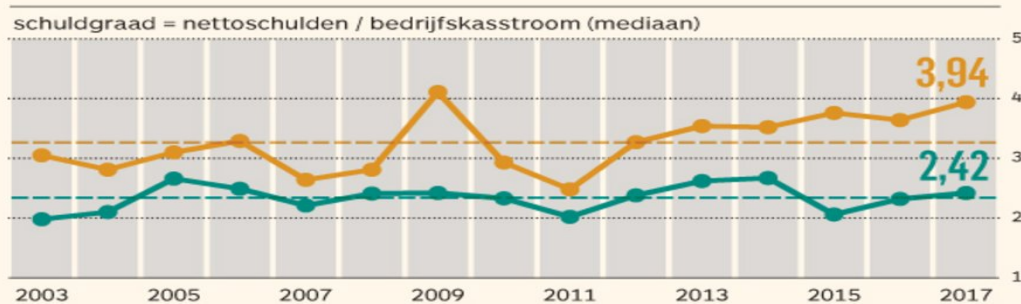
FAMILIEBEDRIJVEN OVERKLASSEN NIET-FAMILIEBEDRIJVEN OP DE BRUSSELSE BEURS



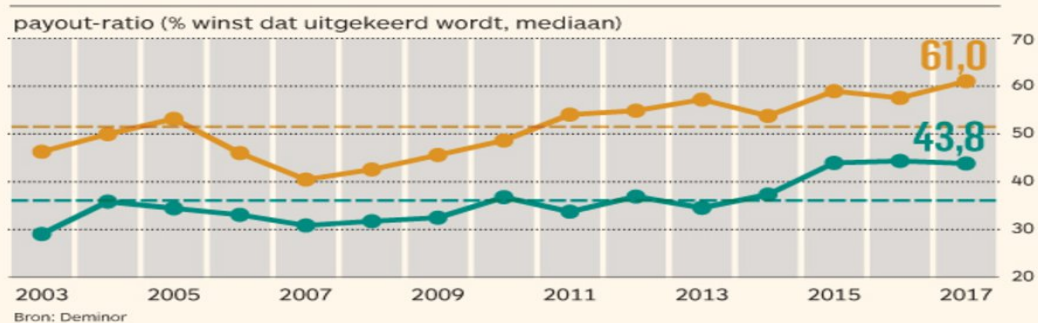
OOK OPERATIONEEL PRESTEREN FAMILIEBEDRIJVEN BETER



...TERWIJL ZE MINDER SCHULDEN TORSSEN



...EN MINDER DIVIDENDEN UITKEREN



Bron: Deminor

Als de aandelen 15 jaar lang in portefeuille worden gehouden zonder tussentijdse jaarlijkse herbalancerings, boeken familiebedrijven een gemiddeld samengesteld jaarrendement van 8,9 procent tegenover 0,4 procent. België bevestigt dus de internationale trend en doet zelfs iets beter: familiebedrijven kloppen hier de brede Belgische aandelenindex met 4,5 procentpunten, tegenover de 4 procentpunten van Credit Suisse voor de hele wereld.

De hamvraag is hoe dat komt. Zijn familiebedrijven inherent rendabeler dankzij een beter beleid of spelen andere factoren? Deminor keek eerst naar de operationele performantie door de nettowinst af te zetten tegenover het balanstotaal, een typische maatstaf voor de economische prestatie van een bedrijf. Ook daar troeven familiebedrijven de rest af: hun gemiddelde 'rendement op activa' ligt bijna 2 procentpunten boven dat van niet-familiebedrijven. (zie grafiek boven)

Misschien is dat extra rendement een vergoeding voor het grotere risico dat beleggers met familiebedrijven nemen? Dat is niet geval, concludeert Deminor door naar meerdere parameters te kijken. Zo is volgens de theorie een groot bedrijf minder risicovol dan een kleiner bedrijf, dat gevoeliger is voor schommelingen. Maar de aandelen in beide categorieën zijn in dit onderzoek gemiddeld ongeveer even groot, dus dat effect speelt niet.

Volgens Deminor is de superieure beursprestatie van familiebedrijven te danken aan een superieur operationeel beleid.

Ook een hoge schuldgraad komt met een risico, naast de mogelijkheid om een hefboom onder het rendement te zetten. Is dat het geheim van familiebedrijven? Integendeel, familiebedrijven hebben net een kleinere schuldgraad. Hun verhouding van nettoschulden tot de bedrijfskasstroom ligt met 2,3 onder de 3,3 van niet-familiebedrijven. (zie grafiek)

Emotioneel betrokken

'2,5 lijkt een schuldplafond waar familiebedrijven niet boven gaan. Zodra het management hoger dreigt te gaan, grijpen families meestal in, want hun persoonlijk vermogen staat op het spel', zegt Louis Vanheurck, die meewerkte aan de studie. Dat aandelen van familiebedrijven vaak minder vlot verhandelbaar zijn en daarom een risicopremie wettigen, kan volgens Deminor misschien een klein stukje van het extra rendement verklaren, maar het effect is klein.

De aanname dat familiebedrijven meer dividenden uitkeren, zet Deminor in één moeite bij het huisvuil. De payoutratio, het percentage van de winst dat uitgekeerd wordt, ligt lager dan bij niet-familiebedrijven, al is de trend stijgend. (zie grafiek)

Deminor besluit dat de superieure beursprestatie van familiebedrijven grotendeels te danken is aan een superieur operationeel beleid. Het gelooft dat een mix van verklaringen een rol speelt, al moet een opvolgonderzoek uitsluitsel brengen. Zo vallen bij familiebedrijven de belangen van aandeelhouders en het management traditioneel beter samen, waardoor het risico verkleint dat opportunistische managers in de jacht op een maximale bonus het bedrijf ten gronde richten. Er wordt kritischer naar bonussen gekeken en de emotionele betrokkenheid van de familie vermindert de kans op roekeloze bedrijfsavonturen.

Kris Van Hamme
Redacteur Beleggen
De Tijd