

Börsennotierte Hidden Champions

Lena Benz ¹, Jörn Block ^{*1,2,3}, Matthias Johann ¹

* Kontaktautor: block@uni-trier.de; +49 651 201 3032.

¹ Universität Trier, Professur für Unternehmensführung, Universitätsring 15, 54296 Trier, Deutschland.

² Wittener Institut für Familienunternehmen, Alfred-Herrhausen-Straße 50, 58455 Witten, Deutschland.

³ Erasmus Universität Rotterdam, Erasmus School of Economics, Burgemeester Oudlaan 50, 3062 PA Rotterdam, the Netherlands.

Börsennotierte Hidden Champions

Gliederung

- 1) Hidden Champions und ihre (Erfolgs)strategie
- 2) Hidden Champion Strategie und die Spielregeln der Kapitalmärkte
- 3) Datensatz an börsennotierten Hidden Champions
- 4) Börsennotierte Hidden Champions im Vergleich zu DAX 30 Unternehmen
- 5) Textkasten: Impulse für die Praxis
- 6) Textkasten: Studiendesign
- 7) Textkasten: Zusammenfassung/Abstract
- 8) Tabelle 1: Überblick börsennotierte Hidden Champions
- 9) Tabelle 2: Vergleich börsennotierte Hidden Champions und DAX 30 Unternehmen
- 10) Quellenverzeichnis

Vorwort

Die Hidden Champions verzeichnen in vielen Branchen beachtliche Erfolge und werden regelmäßig als das *Rückgrat der deutschen Wirtschaft* beschrieben. Einige von ihnen sind an der Börse notiert. Doch inwiefern verträgt sich die Strategie der Hidden Champions mit den Gesetzmäßigkeiten der Kapitalmärkte? Der Vergleich ausgewählter Kennzahlen börsennotierter Hidden Champions und DAX 30 Unternehmen zeigt, dass die Hidden Champions sich erfolgreich an der Börse zu behaupten wissen.

Hidden Champions und ihre (Erfolgs)strategie

Sie produzieren Spezialklebstoffe, Vakuumpumpensysteme oder Tunnelbohrmaschinen¹ für den Weltmarkt und sind der breiten Öffentlichkeit dennoch unbekannt – Deutschlands „heimliche“ Weltmarktführer, die *Hidden Champions*. Sie sind eine der Ursachen für den wirtschaftlichen Erfolg hierzulande. Hermann Simon, der das Phänomen der Hidden Champions erstmals in den 1990er Jahren aufgriff, definiert diese anhand von drei Kriterien. Ein Hidden Champion zählt demnach zu den Top 3-Unternehmen auf dem Weltmarkt oder ist die Nummer 1 auf seinem Kontinent, erwirtschaftet einen Umsatz von weniger als fünf Milliarden Euro und weist eine geringe Bekanntheit in der Öffentlichkeit auf.²

Die Definition eines Hidden Champions verdeutlicht gleichzeitig deren ambitionöse Ziele – eine umfassende Marktführerschaft sowie fortwährendes Wachstum. Die Hidden Champions streben danach, ihren Markt sowohl in quantitativer als auch qualitativer Hinsicht zu führen. Ihr Anspruch auf Führung geht über die Maxime des Marktanteils hinaus. Sie gestalten ihre jeweiligen Märkte aktiv, indem sie langfristige Geschäftsbeziehungen pflegen, Innovationen erfolgreich einführen und Standards etablieren. Die Hidden Champions begreifen sich als Technologie- und Qualitätsführer und wachsen kontinuierlich.

Um ihre hochgesteckten Ziele zu erreichen, folgen die Hidden Champions einer klaren Strategie. Ihr Erfolgsgeheimnis liegt in der konsequenten Verknüpfung zweier zunächst gegensätzlich erscheinender Paradigmen – strikte Fokussierung und umfangreiche Internationalisierung. Einerseits konzentrieren sich die Hidden Champions auf ausgewählte Nischenmärkte, in denen sie einzigartige Produkte für erlesene Kunden herstellen. Andererseits bearbeiten sie ihre eng definierten Märkte auf internationaler Ebene. Indem sie mehrere Stufen in der Wertschöpfungskette abdecken und somit ein tiefes Leistungsangebot vorweisen, gelingt es den Hidden Champions profitabel in globalen Marktnischen zu agieren. In der Folge profitieren sie von bleibenden Wettbewerbsvorteilen und realisieren wertvolle Skaleneffekte.

Trotz ihrer hohen Internationalität zeichnen sich die Hidden Champions durch eine starke Langzeitorientierung und ein tief verankertes Streben nach Unabhängigkeit aus. Die Erschließung eines neuen Marktes erfolgt daher mit langfristigen Absichten und aus eigener Kraft. So treten die Hidden Champions früh in ausländische Märkte ein, errichten eigene

¹ Das Unternehmen Delo Industrieklebstoffe aus dem oberbayerischen Windach, Pfeiffer Vacuum Technology aus Aßlar in Hessen und Herrenknecht aus dem baden-württembergischen Schwanau.

² Simon (2012). Im Folgenden nicht erneut aufgeführt.

Tochtergesellschaften und bauen enge und nachhaltige Beziehungen zu ihren Kunden auf. Eigenständige Forschung und Entwicklung, der profunde Schutz geistigen Eigentums und der überwiegende Verzicht auf strategische Allianzen runden den durchaus eigenwilligen, jedoch erfolgreichen Weg der Hidden Champions ab. Doch nicht nur hinsichtlich der Wertschöpfung, sondern auch hinsichtlich der Finanzierung vertrauen die Hidden Champions auf größtmögliche Kontinuität und Autonomie. Sie verfügen über hohe Eigenkapitalquoten und finanzieren sich somit weitgehend selbst. Börsennotierte Hidden Champions besitzen außerdem meist einen Hauptaktionär, der den Großteil der Unternehmensanteile hält.

Hidden Champions und die Spielregeln der Kapitalmärkte

Wie verträgt sich die Hidden Champion Eigenschaften und die Hidden Champion Strategie mit den Spielregeln der Kapitalmärkte? Die Antwort ist vielschichtig. Kapitalmärkte und Hidden Champions haben gemeinsam, dass sie beide eine fokussierte Strategie schätzen. Empirische Kapitalmarktforschung zeigt, dass breit diversifizierte gegenüber fokussierten Unternehmen an der Börse mit einem *diversification* oder auch *conglomerate discount* rechnen müssen.³ Hedgefonds und aktivistische Aktionäre üben regelmäßig Druck auf das Management von breit diversifizierten Unternehmen aus, ihr Unternehmen zu fokussieren und sich von unpassenden Unternehmenseinheiten zu trennen bzw. das Unternehmen aufzuteilen. Ein Beispiel aus der jüngeren Vergangenheit hierfür ist der ThyssenKrupp Konzern, welcher sich dem Druck mehrerer Hedgefonds und institutioneller Investoren ausgesetzt sah und am Ende die (profitable) Aufzugssparte verkaufen musste. Weitere Gemeinsamkeiten von Kapitalmärkten und Hidden Champions sind die ambitiösen Ziele und der Drang nach weltweiter Marktführerschaft in quantitativer und qualitativer Hinsicht. Nicht anders ist es zu erklären, dass ein (aktuell noch wenig profitables) Start-up Unternehmen wie Tesla an der Börse mehr wert ist als viele (hochprofitable) etablierte Automobilkonzerne. Die Börse schätzt Ambition, Innovation und eine starke Zukunftsfokussierung.⁴ Hier stimmen die Spielregeln der Kapitalmärkte mit der Hidden Champion Strategie überein; anders als im Bereich Kapitalmarktkommunikation. Kapitalmärkte verlangen nach quartalsmäßiger Berichterstattung und Ad-hoc-Mitteilungen bei für die Anleger wichtigen Nachrichten. Hidden Champions mit ihren starken Gründerpersönlichkeiten und Eigentümerfamilien agieren lieber im Verborgenen und halten sich mit Informationen über ihr Unternehmen gern zurück. Die Führungsstrukturen und Führungsstile sind oft patriarchalisch. Ihre Denkweise und ihr Handeln sind langfristig orientiert und nicht an kurzfristigen Quartalsergebnissen ausgerichtet. Das Erhalten der Unabhängigkeit ist ein Hauptziel. In Bezug auf Langfristigkeit und Bewahrung der Unabhängigkeit kann es zu Konflikten mit den Kapitalmärkten kommen, was zum letzten Punkt überleitet. Hidden Champions sind typischerweise durch mächtige Großaktionäre wie Gründer und Eigentümerfamilien gekennzeichnet. Die Kapitalmärkte haben ein ambivalentes Verhältnis zu solchen Großaktionären.⁵ Einerseits schätzen sie die Führungsstärke, effektive Managementkontrolle und hohe Umsetzungsgeschwindigkeit, die sich aus den klaren Eigentumsverhältnissen ergeben. Andererseits befürchten sie eine

³ Laeven & Levine (2007).

⁴ Sandner & Block (2011).

⁵ Claessens et al. (2002).

Unternehmenspolitik zu Lasten von Kleinaktionären. Konflikte können sich ergeben beispielsweise in Bezug auf Dividendenpolitik, (teure) Unternehmensakquisitionen und dem Streben nach Unabhängigkeit. In den folgenden beiden Kapiteln untersuchen wir empirisch die Eigenschaften und Performance von börsennotierten Hidden Champions. Zur Einordnung der Zahlen ziehen wir einen Vergleich zu den DAX 30 Unternehmen, wohl wissend das dieser Vergleich durch viele Industrie- und Größeneffekte überlagert wird.

Datensatz an börsennotierten Hidden Champions

Einige Hidden Champions sind trotz ihrer langfristigen, auf Selbstfinanzierung und größtmöglicher Autonomie basierten strategischen Ausrichtung an der Börse gelistet. Ein Beispiel ist das im Jahre 1931 gegründete Mannheimer Unternehmen Fuchs Petrolub als weltweit größter Anbieter von Schmierstoffen, welches bereits seit 1986 an der Börse notiert ist. Auch Gerresheimer aus Düsseldorf, führender Hersteller pharmazeutischer Verpackungssysteme, wagte 2007 den Gang an die Börse – um nur ein weiteres von vielen Beispielen zu nennen. Nach Anwendung der Kriterien (siehe Studiendesign) können aktuell insgesamt 99 der im CDAX gelisteten Unternehmen als Hidden Champions klassifiziert werden. Dieser Datensatz börsennotierter Hidden Champions soll im Folgenden anhand verschiedener Merkmale beschrieben werden (vgl. Tabelle 1 & 2):

- *Familienunternehmen*: 25 der Hidden Champions können als Familienunternehmen kategorisiert werden, d.h. in diesen Unternehmen hält die Familie des Gründers mindestens 25% der Aktien⁶ oder mindestens eines der Familienmitglieder ist im Management des Unternehmens aktiv oder sitzt dem Aufsichtsrat vor.⁷
- *Gründer*: Die Kategorie Gründerunternehmen befasst sich mit dem Gründer/ den Gründern selbst, nicht dessen Familie(n). In 19 Unternehmen hält (einer) der Gründer mindestens 25% der Aktien, ist im Management des Unternehmens aktiv oder sitzt dem Aufsichtsrat (stellvertretend) vor.
- *Standort*: Ein Blick auf die Verteilung der börsennotierten Hidden Champions auf Bundeslandebene zeigt, dass Bayern mit 24 Unternehmen die meisten Hidden Champions beherbergt, gefolgt von 18 in Baden-Württemberg, 14 in Nordrhein-Westfalen und jeweils 8 in Hessen und Niedersachsen.
- *Branche*: 20 Hidden Champions stammen aus der Branche der Herstellung von Datenverarbeitungsgeräten, elektronischen und optischen Erzeugnissen, was somit die Branche mit den meisten börsennotierten Hidden Champions darstellt. Darauf folgen die Branchen Maschinenbau mit 15 Unternehmen und die drei Branchen Herstellung von Chemischen Erzeugnissen, Herstellung von elektrischen Ausrüstungen und Erbringung von Dienstleistungen der Informationstechnologie mit jeweils fünf Champions. Fast alle börsennotierten Hidden Champions sind aktiv in B2B Sektoren.
- *Alter*: Die börsennotierten Hidden Champions sind im Durchschnitt 78 Jahre alt, wobei das jüngste Unternehmen seit neun Jahren (Westwing Group) und das älteste Unternehmen seit 272 Jahren (Villeroy & Boch) existiert.

⁶ Angelehnt an Seibold et al. (2019).

⁷ Bei mehreren Gründern gilt eines dieser Kriterien für mindestens eine Gründerfamilie.

- *Börsengang*: Im Durchschnitt sind die Unternehmen seit 20 Jahren an der Börse notiert. Der jüngste Börsengang fand vergangenes Jahre statt (Teamviewer), der Älteste vor 36 Jahren (Krones AG).
- *Mitarbeiter*: Der durchschnittliche börsennotierte Hidden Champion beschäftigte im Jahr 2018 4.536 Mitarbeiter. Die Extrema bilden Mevis Medical Solutions mit 104 Mitarbeitern und die Osram Licht AG, welche 2018 rund 27.400 Mitarbeiter beschäftigte.
- *Umsatz*: Im Jahr 2018 wurde durchschnittlich ein Umsatz von einer Milliarde € erwirtschaftet, mit einem Minimum von 8 Millionen € (Medigene) und einem Maximum von 5 Milliarden € (United Internet).

Doch inwiefern vertragen sich die Strategie der Hidden Champions mit einem Börsengang, der mit kurzfristigen Gewinnzielen und vielen Verpflichtungen gegenüber Aktionären einhergeht? Dass die als anpassungsfähig und krisenfest geltenden Unternehmen auch diesen Balanceakt erfolgreich meistern können, zeigen die Erfolgsgeschichten der ehemaligen Hidden Champions und heutigen DAX 30 Unternehmen SAP und Fresenius Medical Care. Eine genaue Betrachtung der Eigenschaften und Unternehmensperformance börsennotierter Hidden Champions, etwa im Vergleich zu DAX 30 Unternehmen, liefert hierzu wertvolle Erkenntnisse.

Börsennotierte Hidden Champions im Vergleich zu DAX 30 Unternehmen

In diesem Kapitel untersuchen wir die börsennotierten Hidden Champions anhand verschiedener Kennzahlen. Die DAX 30 Unternehmen werden an dieser Stelle als Vergleichsgruppe hinzugezogen, um eine Einordnung der Hidden Champions Kennzahlen zu ermöglichen. Bei dem Vergleich geht es darum, die Kennzahlen der börsennotierten Hidden Champions in einen Kontext zu setzen, welcher dem Leser bekannt ist (DAX 30 Unternehmen). Uns ist bewusst, dass sich die beiden Gruppen aufgrund von Größen- und Industrieunterschieden nur schwer vergleichen lassen. Tabelle 2 liefert eine Übersicht der Kennzahlen für die Gruppe der börsennotierten Hidden Champions und der Referenzgruppe DAX 30 Unternehmen. Die Kennzahlen können in fünf Kategorien zusammengefasst werden:

- *Größe und Alter*: Wenig überraschend gibt es deutliche Größenunterschiede zwischen den beiden Gruppen. Die Gruppe der börsennotierten Hidden Champions weist signifikant kleinere Mittelwerte in den Bereichen Mitarbeiteranzahl, Jahresumsatz, Bilanzsumme, Börsenwert und Anzahl der Tochtergesellschaften auf. Auch das Unternehmensalter und die Dauer der Börsennotierung sind deutlich geringer als bei den DAX 30 Unternehmen ($p < 0,01$). Nicht signifikant verschieden sind dagegen der Anteil an Familien- und Gründerunternehmen. Das vermehrte Auftreten von Gründerunternehmen in der Hidden Champion Gruppe lässt sich auch mit dem niedrigeren Unternehmensalter vergleichen zur der DAX 30 Referenzgruppe erklären.
- *Wachstum*: Das durchschnittliche Wachstum der Hidden Champions über zehn Jahre, welches sich einerseits durch das Umsatzwachstum und andererseits durch die Wachstumsraten der Bilanzsumme und des Börsenwertes zeigt, weist ähnliche Ausprägungen auf wie bei den DAX 30 Unternehmen. In Bezug auf Wachstum kann kein signifikanter Unterschied zwischen den beiden Gruppen festgestellt werden.

- *Profitabilität:* In Bezug auf Profitabilität ist das Bild uneinheitlich. Während sich die 10-Jahres-Durchschnitte für Return on Assets und Return on Equity für die beiden Gruppen nicht signifikant voneinander unterscheiden, weist die Brutto-Umsatzrendite der börsennotierten Hidden Champions einen deutlich geringeren Wert auf als die Gruppe der DAX 30 Unternehmen ($p=0,02$).
- *Liquidität und Kapitalstruktur:* Mit einem Wert von durchschnittlich 2,28 haben börsennotierte Hidden Champions eine signifikant höhere Liquidität als die DAX 30 Unternehmen ($p<0,1$). Bezüglich der Kapitalstruktur zeigt sich ein ähnliches Bild. Die Eigenkapitalquote ist signifikant höher ($p<0,01$). Die hohe Eigenkapitalquote der Hidden Champions mit durchschnittlich 47,85% lässt sich durch den hohen Anteil an Familien- und Gründerunternehmen innerhalb dieser Gruppe erklären. Eine hohe Eigenkapitalquote bei Familienunternehmen wurde in bisheriger Forschung festgestellt.⁸
- *Börsenkennzahlen:* Die abschließende Rubrik beinhaltet eine Reihe von Börsenkennzahlen. Die Dividendenrendite, das Kurs-Gewinn-Verhältnis und die Aktienkursentwicklung weisen dabei keine signifikanten Unterschiede zwischen den beiden Unternehmensgruppen auf. Anders sieht das beim Risiko gemessen durch Beta aus, welches für die börsennotierten Hidden Champions mit 0,64 unter dem Wert der DAX 30 Unternehmen liegt ($p<0,1$).

Impulse für die Praxis

- Die Strategie der Hidden Champions passt in Bezug auf Fokus, Ambition, Zukunftsorientierung, Innovation und Internationalisierung gut zur Börse.
- In Bezug auf Transparenz und Reporting, langfristiger Ausrichtung und dem Streben nach Unabhängigkeit gibt es jedoch Unterschiede.
- Wir identifizieren 99 deutsche Hidden Champions, die an der Börse notiert und im CDAX enthalten sind.
- Diese weisen im Vergleich zu den DAX 30 einige Besonderheiten auf, u.a. eine höhere Eigenkapitalquote, eine höhere Liquidität und ein geringeres Risiko.
- Die börsennotierten Hidden Champions haben ähnlich hohe Wachstumsraten und eine ähnlich gute Unternehmensperformance wie die Gruppe der DAX 30 Unternehmen.

⁸ Z.B. Ampenberger et al. (2013).

Studiendesign

Kernbestandteil der Studie ist ein Datensatz von börsennotierten Hidden Champions. Zu seiner Konzeption wurden die am 24.4.2020 im CDAX notierten Unternehmen⁹ auf drei Kriterien überprüft. Das erste Kriterium ist die Marktführerschaft des Unternehmens. Marktführer sind solche Unternehmen, die in ihrem Markt bzw. Marktsegment die Nummer eins in Europa oder die Nummer drei weltweit sind. Kriterium zwei und drei stellen eine Größenbeschränkung dar: zum einen gilt eine Umsatzobergrenze von 5 Mrd. € und zum anderen sollten die Unternehmen nicht im DAX 30 notiert sein. Daraus resultiert ein Datensatz von 99 börsennotierten Hidden Champions (vgl. Tabelle 1), welche mit den DAX 30 Unternehmen¹⁰ verglichen werden (vgl. Tabelle 2).

Der Vergleich erfolgt im Hinblick auf diverse Größenmaße und Kennzahlen. Datenbasis für den Vergleich bildet die Bureau van Dijk Datenbank Orbis, wobei einige Kennzahlen direkt aus der Datenbank übernommen und Andere selbst berechnet werden. Die Werte zur Berechnung der Liquiditätskennzahl stammen von der Website der Deutschen Börse. Zur Auswertung der Daten dient die Statistiksoftware STATA, mithilfe derer ein Mittelwertvergleich, d.h. ein Test auf Gleichheit der arithmetischen Mittel durchgeführt wird. Tabelle 2 gibt einen Überblick über die verschiedenen Größen- und Altersmaße sowie die verschiedenen Wachstums-, Profitabilitäts-, Liquiditäts-, Kapitalstruktur- und Börsenkennzahlen, anhand derer die Gruppe der börsennotierten Hidden Champions mit der Gruppe der DAX 30 Unternehmen verglichen wird.

⁹ Deutsche Börse AG (2020).

¹⁰ Adidas, Allianz, BASF, Bayer, Bayerische Motoren Werke, Beiersdorf, Continental, Covestro, Daimler, Deutsche Bank, Deutsche Boerse, Deutsche Lufthansa, Deutsche Post, Deutsche Telekom, E.On, Fresenius Medical Care, Fresenius, Heidelbergcement, Henkel, Infineon Technologies, Linde, Merck, MTU Aero Engines, Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft, RWE, SAP, Siemens, Volkswagen, Vonovia und Wirecard.

Zusammenfassung

Die Hidden Champions verfolgen ehrgeizige Marktführerschafts- und Wachstumsziele, die sie durch eine Kombination von hoher Fokussierung und extremer Internationalisierung erreichen. Obwohl Kontinuität und Unabhängigkeit für viele Hidden Champions hohe Priorität haben, sind einige von ihnen an der Börse notiert. Inwiefern sich die Strategie der Hidden Champions mit den Spielregeln der Kapitalmärkte verträgt, zeigt ein Vergleich ausgewählter Kennzahlen von börsennotierten Hidden Champions und DAX 30 Unternehmen. Zwar sind die Hidden Champions, was beispielsweise die Mitarbeiterzahl oder den Umsatz betrifft, wenig überraschend kleiner als die DAX 30 Unternehmen. Jedoch weisen sie über einen Zeitraum von zehn Jahren ähnliche Wachstumsraten bei Umsatz, Bilanzsumme und Börsenwert auf. Die operative Unternehmensperformance gemessen an Return on Equity und Return on Assets ist ebenfalls vergleichbar. Hidden Champions haben jedoch eine höhere Liquidität und eine höhere Eigenkapitalquote als DAX 30 Unternehmen. In Bezug auf Kurs-Gewinn-Verhältnis und Dividendenquote gibt es keine Unterschiede. Das Risiko gemessen am Beta ist geringer als bei DAX 30 Unternehmen. Insgesamt zeigt die Studie, dass Hidden Champions den Vergleich mit börsennotierten Großkonzernen nicht zu scheuen brauchen.

Abstract

The hidden champions pursue ambitious goals and strive for market leadership in both a quantitative and a qualitative sense. They achieve their goals through a focus strategy combined with a high level of internationalization. Some hidden champions are listed on the stock exchange. This seems at first sight surprising as continuity and independence have a high priority for hidden champions. To what degree does the hidden champion strategy fit with the rules of the capital market? Our comparison of selected key figures of listed hidden champions and DAX 30 companies shows that hidden champions do fairly well. Not surprisingly, they are smaller in terms of sales and number of employees. Yet, they show similar growth rates in terms of sales, balance sheet total and market capitalization. Moreover, they achieve similar operating and stock market performance with a lower market risk. Finally, they are in a better position regarding financial liquidity and equity ratios as compared to DAX 30 companies. To summarize, listed hidden champions do fairly well on the stock market and are able to compete with larger listed companies.

Keywords: Hidden champions, stock market, Mittelstand, listed firms, firm performance

Tabelle 1. Überblick börsennotierte Hidden Champions.

Name	Gründung	Börsen-gang	Hauptsitz	Familien- unter- nehmen ¹	Gründer- unter- nehmen ²	Mitarbeiter 2018	Umsatz 2018 ³	Branche bzw. Produkt
A.S. Création Tapeten	1974	1998	Gummersbach-Derschlag	Nein	Ja	755	135	Tapeten und Bordüren
ADVA Optical Networking	1994	1999	Martinsried/München	Nein	Nein	1.886	511	Glasfaserbasierte Übertragungstechnik ⁵
Aixtron	1983	1997	Herzogenrath	Nein	Nein	628	274	Depositionsanlagen für die Halbleiterindustrie ⁵
Basler	1988	1999	Ahrensburg	Nein	Ja	642	151	Industrielle Digitalkameras ⁵
Bauer	1790	2006	Schrobenhausen	Ja	Nein	11.643	1.605	Bauunternehmen und Spezialtiefbaugeräte ⁵
Bechtle	1983	2000	Neckarsulm	Nein	Nein	10.005	4.338	Dienstleister für zukunftsfähige IT-Architekturen
Berentzen-Gruppe	1758	1994	Haselünne	Nein	Nein	487	167	Getränkeherstellung
Bertrandt	1974	1997	Ehningen	Nein	Nein	13.229	1.027	Entwicklungslösungen für Automobil-, Luftfahrt- und Elektroindustrie, Maschinen- und Anlagenbau, Energie und Medizintechnik
BHS Tabletop	1814	1998	Selb	Nein	Nein	1.165	120	Porzellan für Gastronomie ⁵
Bijou Brigitte Modische Accessoires	1963	1998	Hamburg	Nein	Ja	4.546	325	Modeschmuck und modischen Accessoires
Biotest	1946	1987	Dreieich	Nein	Nein	1.170	568	Plasmaproteine ⁵
Carl Zeiss Meditec	2002	2000	Jena	Nein	Nein	3.048	1.281	Medizintechnik, Ophthalmologie und Mikrochirurgie
Centrotec Sustainable	1981	1998	Brilon	Nein	Ja	3.081	622	Energieeffiziente Gebäudetechnik
CEWE	1961	1998	Oldenburg	Ja	Nein	3.893	679	Foto- und Online-Druckservice für personalisierte Druckprodukte
CompuGroup Medical	1987	2000	Koblenz	Ja	Ja	4.623	744	Softwareprodukte zur Unterstützung aller ärztlichen und organisatorischen Tätigkeiten im Gesundheitswesen
CTS Eventim	1996	2000	Bremen	Nein	Ja	3.141	1.267	Ticketing und Live-Entertainment
Deutz	1864	1997	Köln-Porz	Nein	Nein	4.645	1.793	Komplettanbieter für Diesel-, Gas- und elektrifizierte Antriebssysteme
Drägerwerk	1889	1998	Lübeck	Ja	Nein	14.079	2.599	Gasmesssysteme und Alkoholmessung ⁵
Dürr	1895	1990	Bietigheim-Bissingen	Ja	Nein	16.312	3.880	Lackier-, Auswucht-, Befüll- und Reinigungstechnik und Holzverarbeitungsmaschinen ⁵

Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik	1997	1999	Berlin	Nein	Ja	788	172	Isotopentechnische Komponenten für Medizin, Industrie und Wissenschaft ⁵
Elmos Semiconductor	1984	1999	Dortmund	Nein	Nein	1.283	281	Mixed-Signal-Halbleiter ⁵
ElringKlinger	1879	1998	Dettingen/Erms	Ja	Nein	10.429	1.744	Metallische Zylinderkopfdichtungen ⁵
Fielmann	1972	1994	Hamburg	Ja	Nein	19.379	1.447	Augenoptik
First Sensor	1991	1999	Berlin	Nein	Nein	863	157	Sensorikprodukte für die Märkte Industrial, Medical und Mobility
Francotyp-Postalia	1923	2006	Birkenwerder	Nein	Nein	1.054	206	Produkte und Dienstleistungen für die physische und elektronische Briefkommunikation
Friwo	1967	1998	Ostbevern	Nein	Nein	433	121	Stromversorgungs- und Antriebslösungen
Fuchs Petrolub	1931	1986	Mannheim	Ja	Nein	5.446	2.583	Hochwertige Schmierstoffe und verwandte Spezialitäten ⁵
GEA Group	1881	1997	Düsseldorf	Nein	Nein	18.642	4.882	Systemlösungen für die Verarbeitung von Lebensmitteln ⁵
Geratherm Medical	1900	2000	Geschwenda	Nein	Nein	207	22	Medizintechnik mit Fokus auf Messgeräte
Gerresheimer	1864	2007	Düsseldorf	Nein	Nein	9.890	1.397	Pharmazeutische Verpackungen und Produkte zur Verabreichung von Medikamenten
GK Software	1990	2008	Schöneck	Nein	Ja	1.205	109	Ganzheitliche Software-Lösungen und Dienstleistungen für Filialen
Grammer	1954	1996	Amberg	Nein	Nein	13.439	1.883	Entwicklung und Herstellung von Komponenten und Systemen für Pkw-Innenausstattung sowie von Fahrer- und Passagiersitzen
Hawesko	1964	1998	Tornesch	Nein	Nein	1.027	546	Handel von Wein und Champagner
Heidelberger Druckmaschinen	1850	1997	Heidelberg	Nein	Nein	11.851	2.528	Bogenoffset-Druckmaschinen ⁵
Hugo Boss	1924	1985	Metzingen	Nein	Nein	14.685	2.797	Premium Bekleidung
INIT Innovation in Traffic Systems	1983	2001	Karlsruhe	Nein	Ja	796	138	IT-Lösungen im öffentlichen Personenverkehr
Isra Vision	1985	2000	Darmstadt	Nein	Ja	765	153	Machine-Vision-Systeme ⁵
Jenoptik	1991	1998	Jena	Nein	Nein	3.714	856	Verkehrsüberwachung (Lasertechnik) sowie präzisionsoptische Systeme ⁵
Jungheinrich	1953	1990	Hamburg	Nein	Nein	16.867	3.802	Lösungsanbieter für Intralogistik
K+S	1889	1998	Kassel	Nein	Nein	14.931	4.130	Komplettanbieter von Rohstoffexploration bis Produktanwendung
Koenig & Bauer	1817	1999	Würzburg	Nein	Nein	5.729	1.238	Druckmaschinenherstellung
Krones	1951	1984	Neutraubling	Ja	Nein	16.545	3.918	Abfüll- und Verpackungstechnik, Prozesstechnik, Intralogistik und IT-Lösungen für die Nahrungsmittel- und Getränkeindustrie ⁵
KSB	1871	1997	Frankenthal	Nein	Nein	15.713	2.268	Kraftwerkspumpen ⁵
KWS Saat	1856	2005	Einbeck	Ja	Nein	5.147	1.100	Zuckerrüben- und Roggensaatzgut ⁵

LPKF Laser & Electronics	1976	1998	Garbsen	Nein	Nein	655	122	Lasertechnologie in der Mikromaterialbearbeitung ⁵
Manz	1987	2006	Reutlingen	Nein	Ja	1.537	300	Anlagen für die Produktion von Displays, Touchpanels, Lithium-Ionen-Batterien und Dünnschicht-Solarmodule ⁵
Maschinenfabrik Berthold Hermle	1938	1998	Gosheim	Ja	Nein	1.225	458	Fräsmaschinen und Bearbeitungszentren ⁵
Masterflex Group	1987	2000	Gelsenkirchen	Nein	Nein	669	78	Verbindungs- und Schlauchsysteme für verschiedene Industrien ⁵
Medigene	1994	2000	Martinsried	Nein	Ja	118	8	Biotechnologie mit Fokus auf Krebsbehandlung
Mevis Medical Solutions	1997	2007	Bremen	Nein	Nein	104	20	Computerunterstützung für die bildbasierte medizinische Diagnostik und Therapie
MorphoSys	1992	1999	Martinsried/ Planegg	Nein	Nein	327	78	Therapeutische Antikörper ⁵
Nemetschek	1963	1999	München	Nein	Ja	2.587	464	Software für Open BIM und 5-D ⁵
Neschen Coating	1889	1999	Bückeburg	Nein	Nein	150	40	Selbstklebeprodukte und beschichtete Medien
Norma Group	1949	2011	Maintal	Nein	Nein	8.865	1.091	Verbindungstechnik: Befestigungsschellen, Verbindungs- und Fluidsysteme ⁵
OHB	1958	2001	Bremen	Ja	Nein	2.056	984	Hochtechnologie und Bündelung von Raumfahrt- und Telematik-Kompetenzen
Osram Licht	1918	2013	München	Nein	Nein	27.400	4.149	Automobilbeleuchtung, Lichtmanagementsysteme und optische Halbleiter ⁵
Paragon	1988	2000	Delbrück	Nein	Ja	1.139	192	Automobilelektronik
Pfeiffer Vacuum	1890	1996	Aßlar	Ja	Nein	695	145	Vakuumpumpensysteme, insbesondere Turbomolekularpumpen ⁵
PSI Software	1969	1998	Berlin	Nein	Nein	1.787	202	Software für Energieversorger, Industrieunternehmen und Infrastrukturbetreiber
R Stahl	1876	1997	Waldenburg	Ja	Nein	1.690	284	Produkte, Systeme und Dienstleistungen für den Explosionsschutz ⁵
Rational	1973	2000	Landsberg am Lech	Ja	Nein	2.113	783	Thermische Speisenzubereitung in Profiküchen ⁵
RIB Software	1961	2011	Stuttgart	Nein	Nein	1.038	143	Digitale Technologien in den Bereichen Cloud, Supply Chain Management & KI für Bauunternehmen
Ringmetall	1997	2007	München	Nein	Nein	591	111	Fassspannringe (Verpackungsindustrie)
Sartorius	1870	1998	Göttingen	Ja	Nein	8.125	1.614	Einwegsysteme für die Produktion von Biopharmazeutika ⁵
Schaltbau	1929	1998	München	Nein	Nein	3.157	529	Tür- und Zustiegssysteme für Busse, Bahnen und Nutzfahrzeuge ⁵
Schloss Wachenheim	1888	1998	Trier	Ja	Nein	1.393	331	Sektherstellung
Schumag	1830	1998	Aachen	Nein	Nein	564	50	Präzisions- und Normteile aus Metall
Scout24	1998	2015	München	Nein	Nein	1.519	533	Online-Marktplätze in mehreren Branchen z.B. Immobilienvermarktung und -suche

SFC Energy	2000	2006	Brunnthal	Nein	Nein	279	62	Direktmethanol- und Wasserstoff-Brennstoffzellen für stationäre und mobile Hybrid-Stromversorgungslösungen
SGL Carbon	1992	1997	Wiesbaden	Nein	Nein	5.031	1.090	Carbonfasern und Kohlenstoffprodukte ⁵
Siltronic	1968	2015	München	Nein	Nein	3.914	1.463	Siliziumwafer als Grundlage für hoch komplexe Halbleiterbauelemente
Simona	1857	1998	Kirn	Nein	Nein	1.413	419	Thermoplastische Kunststoffprodukte
Singulus Technologies	1995	1997	Kahl	Nein	Nein	343	129	Maschinen und Anlagen für die Bereiche Solar, Halbleiter, Medizintechnik, Konsumgüter und Datenspeicher
Sixt	1912	1998	Pullach	Ja	Nein	7.540	3.004	Premium-Anbieter für Mobilitätsdienstleistungen
SLM Solutions Group	2006	2014	Lübeck	Nein	Nein	422	72	Laserschmelzmaschinen (3D-Metalldrucker)
SMA Solar Technology	1981	2008	Niestetal	Ja	Nein	3.810	797	Solar-Wechselrichter ⁵
SMT Scharf	1941	2007	Hamm	Nein	Nein	397	59 ⁴	Entgleisungssichere Monorails und Schienenflurbahnen für den Untertagebau
SNP Schneider-Neureither & Partner	1994	2000	Heidelberg	Nein	Ja	1.286	135	Softwareanbieter und IT-Beratungsunternehmen zur Integration von Technologie in Geschäftsmodelle
Software	1969	1994	Darmstadt	Nein	Nein	4.938	870	Enterprise Software: Digital-Business-Plattform ⁵
STO	1955	1992	Stühlingen	Ja	Nein	5.333	1.344	Produkte und Systeme in den Bereichen Fassade, Innenraum, Lacke/Lasuren, Betoninstandsetzung, Bodenbeschichtung, Werkzeuge und Maschinen
Stratec	1979	2001	Birkenfeld	Ja	Nein	1.161	193	Analysensystemen im Bereich der In-vitro-Diagnostik
Surteco Group	1999	1999	Buttenwiesen-Pfaffenhofen	Ja	Nein	3.304	704	Kantenbänder sowie dekorative Oberflächenbeschichtung für Möbel, Fußböden und Innenausbau ⁵
Süss Microtec	1949	1999	Garching / München	Nein	Nein	880	205	Anlagen und Prozesslösungen für die Mikrostrukturierung ⁵
Symrise	1874	2006	Holzminden	Nein	Nein	9.647	3.205	Duft- und Geschmacksstoffe, insbesondere L-Menthol, Mintaromen, UV-Sonnenschutzfilter ⁵
TAKKT	1945	1999	Stuttgart	Nein	Nein	2.382 ⁴	1.193	B2B-Distanzhandel für Geschäftsausstattung
Teamviewer	2005	2019	Göppingen	Nein	Nein	463	166	Cloud-basierte Technologien für Internetsupport und Onlinemeetings ⁵
Technotrans	1970	1998	Sassenberg	Nein	Nein	1.402	219	Kühlung und Temperierung, Filtration und Separation sowie Pumpen und Sprühen von Flüssigkeiten
United Internet	2000	1998	Montabaur	Nein	Ja	9.093	5.202	Internetdienstleistung
Uzin Utz	1911	1997	Ulm	Ja	Nein	1.318	348	Bodenverlegesysteme
Va-Q-Tec	2001	2016	Würzburg	Nein	Ja	444	61	Dämmösungen und thermische Verpackungssysteme
Villeroy & Boch	1748	1990	Mettlach	Ja	Nein	8.018	867	Keramikherstellung

Viscom	1984	2006	Hannover	Nein	Nein	480	95	Optische und röntgentechnische Serienprüfsysteme ⁵
Vita 34	1997	2007	Leipzig	Nein	Nein	125	21	Nabelschnurblutbank
Vivanco Gruppe	1920	1999	Ahrensburg	Nein	Nein	584	79	Geräte und Verbindungszubehör für Unterhaltungselektronik, IT und Telekommunikation
Vossloh	1888	1997	Werdohl	Nein	Nein	3.937	884	Eisenbahnweichen inkl. Steuerungs-, Kontroll- und Signalsystemen sowie Schienenbefestigungssysteme ⁵
Wacker Neuson	1848	2007	München	Ja	Nein	5.370	1.717	Herstellung von Baugeräten und Kompaktmaschinen für Bauwirtschaft, Garten- und Landschaftsbau, Landwirtschaft und Recyclingindustrie
WashTec	1885	1997	Augsburg	Nein	Nein	1.870	438	Lösungsanbieter für Fahrzeugwäsche
Westwing Group	2011	2018	Berlin	Nein	Ja	1.108	255	E-Commerce im Home- und Living-Bereich ⁵
Zooplus	1999	2008	Unterföhring	Nein	Ja	635	1.347	Internet-Handelsplattform für Heimtierbedarf

¹ Die Familie des Gründers hält mindestens 25% der Aktien (Anlehnung an Seibold et al., 2019), ist im Management des Unternehmens aktiv oder einer der Familienmitglieder sitzt dem Aufsichtsrat vor. Bei mehreren Gründern gilt eines der Kriterien für mindestens eine Familie.

² Der Gründer hält mindestens 25% der Aktien, ist im Management des Unternehmens aktiv oder sitzt dem Aufsichtsrat (stellvertretend) vor. Bei mehreren Gründern gilt eines der Kriterien für mindestens einen Gründer.

³ In Mio. €. ⁴ Wert 2017. ⁵ Bezeichnung übernommen aus Wirtschaftswoche (2018).

Tabelle 2. Vergleich börsennotierte Hidden Champions und DAX 30 Unternehmen.

Variable	Hidden Champions Arithmetisches Mittel (Median)	DAX 30 Unternehmen Arithmetisches Mittel (Median)	Vergleich (p-Wert) Test auf Gleichheit der arithmetischen Mittel
Unternehmensgröße und -alter			
Mitarbeiter (2018)	4.536 (1.870)	142.528 (94.118)	< 0,01
Unternehmensalter (Jahre)	79 (57)	120 (115)	< 0,01
Dauer der Börsennotierung (Jahre)	20 (21)	28 (23)	< 0,01
Umsatz (Mio. Euro in 2018)	1.008 (511)	46.617 (28.228)	< 0,01
Bilanzsumme (Mio. Euro in 2018)	1.217 (536)	166.164 (50.981)	< 0,01
Börsenwert (Mio. Euro in 2018)	1.158 (381)	33.134 (22.982)	< 0,01
Anteil Familienunternehmen (%)	25,25	26,67	0,88
Anteil Gründerunternehmen (%)	19,19	6,67	0,11
Anzahl Tochtergesellschaften	45 (24)	744 (462)	< 0,01
Wachstum im Durchschnitt über die Jahre 2010-2019 ¹			
Umsatz (%)	6,88 (4,94)	5,78 (3,65)	0,71
Bilanzsumme (%)	6,96 (6,54)	6,10 (5,73)	0,56
Börsenwert (%)	6,14 (5,14)	8,21 (5,97)	0,45
Profitabilität im Durchschnitt über die Jahre 2010-2019			
Return on Assets (%) ²	6,12 (6,17)	6,01 (6,35)	0,97
Return on Equity (%)	13,44 (14,66)	16,78 (18,95)	0,39
Brutto-Umsatzrendite (%) ³	5,23 (5,72)	14,06 (9,58)	0,02
Liquidität & Kapitalstruktur im Durchschnitt über den angegebenen Zeitraum			
Liquidität 3. Grades (2015-2019)* ⁴	2,28 (1,94)	1,29 (1,21)	< 0,01
Eigenkapitalquote (%) (2010-2019)	47,85 (48,35)	32,99 (34,03)	< 0,01
Börsenkennzahlen im Durchschnitt über 10 (bzw. 5) Jahre (2010-2019)			
Dividendenrendite (%)	3,24 (2,46)	2,98 (2,57)	0,72
Kurs-Gewinn-Verhältnis ⁵	16,94 (17,57)	15,03 (15,30)	0,83
Beta (2015-2019)	0,64 (0,62)	0,92 (0,92)	< 0,01
Aktienkursentwicklung (%) ¹	4,67 (5,02)	6,76 (7,07)	0,42

¹ Jährliche Wachstumsrate = $\left(\left(\frac{\text{Wert 2019}}{\text{Wert 2010}} \right)^{\frac{1}{10}} \right) - 1$	² Gesamtkapitalrentabilität (Return on Assets) = $\frac{\text{Gewinn/Verlust vor Steuern Zeitpunkt } t}{\text{Bilanzsumme Zeitpunkt } t}$
³ Brutto-Umsatzrendite = $\frac{\text{Gewinn/Verlust vor Steuern Zeitpunkt } t}{\text{Umsatz Zeitpunkt } t}$	⁴ Liquidität 3. Grades = $\frac{\text{Umlaufvermögen zum Zeitpunkt } t}{\text{Kurzfristige Verbindlichkeiten zum Zeitpunkt } t}$
⁵ Kurs-Gewinn-Verhältnis = $\frac{\text{Kurswert zum Jahresende } t}{\text{Gewinn pro Aktie im Jahr } t}$	

Quellenverzeichnis

Ampenberger, Markus, Schmid, Thomas, Achleitner, Ann-Christin, & Kaserer, Christopher (2013). Capital structure decisions in family firms: empirical evidence from a bank-based economy. *Review of Managerial Science*, 7(3), 247–275.

Claessens, Stijn, Djankov, Simeon, Fan, Joseph P. H., & Lang, Larry H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The journal of finance*, 57(6), 2741–2771.

Deutsche Börse AG (2020). CDAX (Performance). <https://www.boerse-frankfurt.de/index/cdax-performance>, Zugriff: 24.04.2020.

Laeven, Luc, & Levine, Ross (2007). Is there a diversification discount in financial conglomerates?. *Journal of financial economics*, 85(2), 331–367.

Sandner, Phillip, & Block, Jörn (2011). The market value of R&D, patents and trademarks. *Research Policy*, 40(7), 969–985.

Seibold, Laura K. C., Lantelme, Maximilian, & Kormann, Helmut (2019). German Family Enterprises – A Sourcebook of Structure, Diversity, Growth and Downfall. Springer Nature Switzerland AG, Cham.

Simon, Hermann (2012). Hidden Champions: Aufbruch nach Globalia – Die Erfolgsstrategien unbekannter Weltmarktführer. Campus, Frankfurt am Main.

Wirtschaftswoche (2018). Deutschlands Weltmarktführer: Diese Unternehmen sind Nummer eins der Branche. <https://www.wiwo.de/unternehmen/mittelstand/rangliste-das-sind-die-deutschen-weltmarktfuehrer/23638750.html>, Zugriff: 20.04.2020.