

BÖRSENNOTIERUNG DES FAMILIENUNTERNEHMENS

EIN ANSATZ ZUR ÜBERBRÜCKUNG VON PARADOXIEN UND SEINE ERFOLGSAUSSICHTEN

VON PROF. DR. HERMUT KORMANN UND PROF. DR. ARIST VON SCHLIPPE

ABSTRACT

In diesem Beitrag soll den Fragen nachgegangen werden, welche Paradoxien durch den Börsengang eines FUs überwunden werden sollen – und welche sich zugleich durch diesen Schritt neu auftun. Wir werden die Widrigkeiten ansprechen, die der Börsengang eines FUs mit sich bringt, und analysieren, welche empirische Evidenz zum Erfolg börsennotierter FUs vorliegt.

I. DIE BEDEUTUNG VON PARADOXIEN IM FAMILIENUNTERNEHMEN

Die besonderen Verhaltensweisen und Entscheidungslogiken der Eigentümer von Familienunternehmen (FUs) wurden von der Forschung als Bemühen charakterisiert, Gegensätze miteinander zu vereinen: also die Paradoxien zu bewältigen, die sich aus der Unvereinbarkeit der Logiken von Familie und Unter-

nehmen ergeben.¹ In Familien und Unternehmen als sozialen Systemen ganz unterschiedlichen Typs gelten sehr verschiedene Spielregeln.² Eine sog. *pragmatische Paradoxie*³ entsteht, wenn ein Akteur sich gleichzeitig zwei Verhaltenserwartungen ausgesetzt sieht, die einander ausschließen (die klassische Form ist etwa: „Sag mir doch einmal von dir aus und freiwillig, dass du mich liebst!“). Da die Logiken von Familie und Unternehmen oft sehr unterschiedlich sind, zugleich aber nicht immer klar ist, in welcher Logik man sich gerade bewegt, sehen sich die Personen nicht selten in Situationen, die den Charakter derartiger *pragmatischer Paradoxien* haben: Was man auch tut – es ist in einer der beiden Logiken falsch. Simon⁴ hält daher ein „Paradoxiemanagement“ im FU für unentbehrlich; in ähnlicher Weise äußern sich auch Wimmer et al.⁵, wenn sie vom Ausbalancieren von Eigentümerinteressen und Unternehmensinteressen sprechen.⁶

INHALT

- I. Die Bedeutung von Paradoxien im Familienunternehmen
- II. Das reife, börsenfähige Familienunternehmen in Deutschland als Beispiel
- III. Paradoxe Wirkungen des Börsengangs
 1. Fungibilität der Anteile, die von den Altgesellschaftern jedoch nicht genutzt werden darf
 2. Nutzung des Risikokapitals der freien Aktionäre, ohne sie an der Governance zu beteiligen
 3. Konzentration des Familieneinflusses auf wenige Mandatsträger bei Entwertung des Einflusses der übrigen Familiengesellschafter
 4. Starkes Wachstum bei Aufrechterhaltung der finanziellen Stabilität
 5. Langfristige Reduzierung des Wachstumstrends beim börsennotierten FU
 6. Weitere paradoxe Wirkungen
- IV. Der empirische Befund: kein langfristig erfolgreiches Paradoxiemanagement im börsennotierten FU

II. DAS REIFE, BÖRSENFÄHIGE FAMILIENUNTERNEHMEN IN DEUTSCHLAND ALS BEISPIEL

Wir betrachten in dieser Untersuchung das reife FU, frühstens am Ende der ersten Generation, typischerweise erst in der

1 von Schlippe et al. (2017); Zellweger (2014); Simon (2012); Schumann et al. (2010)

2 Simon (2012)

3 Watzlawick et al. (1969)

4 Simon (2012), S. 40 ff.

5 Wimmer et al. (2005), S. 96 f.

6 Der Begriff der Paradoxie ist eine Folge der Grundannahmen abendländischer Logik, nämlich des Prinzips „des ausgeschlossenen aristotelischen Widerspruchs“ (Hagenbüchle et al., 2002, S. 28). Demgegenüber ist es eine der Grundforderungen der chinesischen Kultur – auch im Wirtschaftsleben –, Gegensätze miteinander zu verbinden (Jullien, 1999).

zweiten oder einer späteren Generation, da ein nennenswerter Börsenhandel eine Mindestgröße des Unternehmens voraussetzt. Nach heutigen Kapitalmarktrelationen ist für die Anlage durch institutionelle Investoren ein *Free Float* von ca. 250 Mio. Euro Börsenkapitalisierung erforderlich. Wenn die Mehrheit der Aktien in den Händen der Familiengeschafter liegt, muss folglich der gesamte Börsenwert des Unternehmens über 500 Mio. Euro betragen, je nach den Beteiligungsrelationen eher im Bereich von 600 Mio. Euro. Ausgeklammert sind damit sowohl Startup-Unternehmen als auch kleine börsennotierte FUs, die meist einen sehr engen Aktionärskreis und geringe effektive Umsätze im Markt haben.

Außerdem beschränken wir uns auf FUs, in denen die Familiengeschafter die Mehrheit der Stimmen halten und auf Dauer – über die Generationen hinweg – halten wollen. Hierbei erfassen wir nur geborene FUs, die von Anfang an im Besitz der derzeitigen Geschafterfamilie waren, und nicht solche Unternehmen, in die sich eine Familie nachträglich eingekauft hat. Wenn die ursprüngliche Eignerfamilie ausscheidet und eine andere Familie die Gesellschaft übernimmt, konnte die Vision des generationenübergreifenden FUs aus der Sicht der ursprünglichen Eignerfamilie nicht nachhaltig erfüllt werden.

Wir werden nachfolgend eine Vielzahl von Gründen sichten und gruppieren, die zu einem *Initial Public Offering* (IPO) führen können. Das breite Spektrum möglicher Gründe zieht allerdings nur eine überschaubare Anzahl von Wirkungen nach sich. Diese Wirkungen sind typologisch einzuordnen und anschließend daraufhin zu beurteilen, inwieweit sie den nachhaltigen Bestand des FUs fördern oder aber gefährden. Die Nachhaltigkeit wird dabei an dem Kriterium gemessen, ob die ursprüngliche Eignerfamilie den wesentlichen Anteil am Kapital und an den Einflussrechten behält.

III. PARADOXE WIRKUNGEN DES BÖRSENGANGS

1. Fungibilität der Anteile, die von den Altgeschaftern jedoch nicht genutzt werden darf

Die grundsätzliche Veränderung der Unternehmensverfassung durch ein IPO liegt darin, dass am Markt veräußerbare Anteile geschaffen werden (auf eine Differenzierung, inwieweit die Veräußerung an Zustimmungserfordernisse gebunden wird, kann hier verzichtet werden). Diese Fungibilität wird für die Altgeschafter aber wieder außer Kraft gesetzt, indem durch Geschafterverträge eine Veräußerung am Markt untersagt und wie bei einer reinen Familiengesellschaft die Übertragung von Anteilen nur an die Abkömmlinge der Altgeschafter und an andere Mitgeschafter gestattet wird. Allenfalls bilden die Altgeschafter mit einigen ausgewählten Drittgeschaftern eine Schutzgesellschaft, in der ebenfalls eine Anteilsübertragung möglich ist.

Manche FUs berücksichtigen diese Problematik dergestalt, dass sie für den freien Börsenhandel Vorzugsaktien ausgeben, die auch den Altgeschaftern in erheblichem Umfang zugeteilt werden. Man stelle sich vor, ein Familiengeschafter verfüge in gleichem Umfang sowohl über Stammaktien, die er nicht veräußern darf, als auch über Vorzugsaktien, für die es jeden Tag eine Kursnotiz gibt, die ihn zu Verkäufen oder auch

Käufen veranlassen könnte (soweit dies aufgrund seines Insiderwissens nicht gerade untersagt ist). Vor diesem Hintergrund muss sich jeder Altgeschafter immer wieder mit dem Widerspruch zwischen der Langfristorientierung seines *Patient Capital* in der Familiengesellschaft und der eher kurzfristigen Optimierung seines *Shareholder Value* auseinandersetzen.

2. Nutzung des Risikokapitals der freien Aktionäre, ohne sie an der Governance zu beteiligen

Ein wesentliches Interesse des Unternehmens bei einem IPO besteht in der Gewinnung von Finanzmitteln von den neu gewonnenen Aktionären. Zugleich wollen aber die Altgeschafter durch eines der folgenden Instrumente ihren dominanten Einfluss behalten:

- Mehrheit der stimmberechtigten Anteile,
- Anteile der Kapitalgesellschaft, die als Komplementärgesellschaft in einer GmbH/AG/SE/KGaA fungiert,
- Besetzung der Position des Aufsichtsratsvorsitzenden und/oder Besetzung der Position eines persönlich haftenden Gesellschafters oder eines Vorstandsvorsitzenden durch ein Familienmitglied oder einen praktisch weisungsgebundenen Vertrauensmann.

Die Stimmenmehrheit kann auch genutzt werden, um die Entsendung von Anteilseignervertretern in den Aufsichtsrat zu steuern. Dies gibt bereits einen entscheidenden Hebel, um den Einfluss der Familie sicherzustellen, sei es über Familienmitglieder oder ihr nahestehende Personen.⁷ Andere Ämter in der Unternehmensführung oder Vorrechte in der Governance mögen hinzukommen. Letztlich haben die freien Aktionäre weniger Einflussmöglichkeiten als klassische Anleihegläubiger, denen in der Kreditvereinbarung bei Verletzungen der Covenants direkte Kontrollrechte über wesentliche Entscheidungen zugesprochen werden.

Schließlich blockiert die Stimmenmehrheit der Altgeschafter die Möglichkeit eines feindlichen Übernahmeangebotes und lässt damit einen wesentlichen Ansatzpunkt für die externe Governance durch den Markt ins Leere laufen.

Um diese völlig asymmetrischen Machtverhältnisse wenigstens in etwa auszubalancieren, ergreifen klug gesteuerte börsennotierte FUs Maßnahmen, mit denen bewusst und freiwillig die Rechte der freien Aktionäre respektiert werden. Hierzu gehören:

- die Besetzung des Aufsichtsratsvorsitzes durch einen unabhängigen Mandatsträger mit untadeliger Reputation,
- die Besetzung der Aufsichtsratsmandate nicht mit Vertrauten der Familie, sondern mit Experten, deren Mandatierung begründbar im Interesse des Unternehmens und nicht in der Interessenvertretung der Altgeschafter liegt,
- die Ausschüttung eines höheren Anteils am Jahresüberschuss, als er für DAX-Unternehmen Standard ist,⁸
- und die vorbildliche Erfüllung der Transparenzanforderungen in der Berichterstattung. »

⁷ May (1992)

⁸ Schmid et al. (2010)

Wo diese Spielregeln nicht beachtet werden, lässt sich ein aktivistischer Aktionär auch von einer dominanten Stimmenmehrheit der Altgesellschafter nicht davon abhalten, seine Interessen mit Nachdruck und ggf. öffentlichkeitswirksam zu verfolgen.⁹

3. Konzentration des Familieneinflusses auf wenige Mandatsträger bei Entwertung des Einflusses der übrigen Familiengesellschafter

Der Einfluss der Familie wird im börsennotierten FU regelmäßig von einzelnen, kompetenten Persönlichkeiten aus dem Kreis der Familienmitglieder wahrgenommen, die Mandate in der Geschäftsführung oder in den Aufsichtsgremien ausüben. Michael Hoffmann-Becking, gesellschaftsrechtlicher Berater renommierter FUs, sieht die entscheidende Voraussetzung für die Konzeption des börsennotierten FUs darin, dass *eine* Persönlichkeit die Familie repräsentiert – ob sie nun selbst Familienmitglied oder eine Vertrauensperson aller Familienmitglieder ist. Diese Persönlichkeit muss sowohl die Familie hinter sich haben als auch über die Kompetenz und Autorität verfügen, von den Börsenaktionären und der Börsenöffentlichkeit als Repräsentant der Großaktionäre respektiert zu werden.¹⁰

Der Einfluss einzelner Führungspersönlichkeiten geht zulasten der Altgesellschafter mit Minderheitspositionen: Sie können ihre Beteiligung – im Normalfall – nicht kündigen; ja, sie können noch nicht einmal als lästige Gesellschafter einen wirksamen Einfluss wahrnehmen, denn die strengeren Regeln für die Corporate Governance im börsennotierten FU und die vom Gesetz geschützte Eigenverantwortlichkeit des Vorstandes machen Einwirkungsversuche der Minderheitsgesellschafter eher wirkungslos.

Diese Situation kann zu einer Entfremdung¹¹ insbesondere der Minderheitsgesellschafter von „ihrem“ Unternehmen führen und die Bindung zwischen den Gesellschaftern reduzieren. Dadurch, dass die Börsennotierung immer eine Trägerschaft des Unternehmens sicherstellt, verlieren die Altgesellschafter das Bewusstsein dafür, wie unentbehrlich sie für die Sicherung des Bestandes des Unternehmens als FU eigentlich sind. Auf der anderen Seite bewirken die erhöhte Publizität und das Mitreden der Wirtschaftspresse, der Analysten und eventuell sogar aktivistischer Aktionäre¹², dass das Unternehmen eben nicht mehr die alleinige Angelegenheit einer Familie bleibt, sondern in das Interesse einer breiteren Öffentlichkeit rückt. Insbesondere nach kritischen Entwicklungen, in die jedes Un-

ternehmen irgendwann gerät, erhöht sich bei börsennotierten FU – jedenfalls nach empirischen Erhebungen in ausländischen Märkten¹³ – der Verkaufsdruck bei den Altgesellschaftern.

4. Starkes Wachstum bei Aufrechterhaltung der finanziellen Stabilität

Jede Form des Wachstums setzt eine Investition voraus. Eine Investition ist jedoch dadurch definiert, dass zuerst eine Ausgabe zu leisten ist, die erst später zu Einnahmen führt. Eben darin besteht das Risiko jeder Investition. Die Paradoxie liegt in der doppelten Anforderung: Investiere – sprich: Gib Geld aus, schwäche dich! – und halte gleichzeitig die finanzielle Stabilität aufrecht. In anderen Worten: Bleibe handlungs- und damit zahlungsfähig.

Die Vorfinanzierung jeder Investition ist für Wachstumsprojekte besonders anspruchsvoll. Bei organischen Wachstumsprojekten sind sowohl die Zeitspanne bis zum Rückfluss der Ausgaben als auch die Höhe des Rückflusses unsicher.¹⁴ Bei einem Wachstum durch Akquisitionen vergeht bei den üblichen Kaufpreis-Multiples vom Acht- bis Zehnfachen des EBITDA und mehr als dem Zehnfachen des EBIT über ein Jahrzehnt bis zum Rückfluss des Kaufpreises. Daher müssen bei Wachstumsprozessen die Größe und das Risiko der Wachstumschritte mit der Anforderung an die Wahrung der finanziellen Stabilität vereinbart werden. Im nicht-börsennotierten FU gilt die Regel, dass man erst Geld verdienen muss, bevor es investiert werden kann. Es gilt die vielfach nachgewiesene Pecking Order der Finanzierung¹⁵: Die Finanzierung erfolgt primär aus einbehaltenen Gewinnen und dann erst aus Fremdkapital mit begrenzten Mitspracheansprüchen wie etwa Leasing oder Bankkrediten – immer unter Beachtung der obersten Zielsetzung, die eigene Unabhängigkeit zu bewahren.¹⁶

Das Spannungsverhältnis zwischen Finanzierungsstabilität und Wachstumsstreben ist im Normalfall eines der Optimierungsprobleme, die in der Strategieplanung ständig anstehen. Das Dilemma kann beherrscht werden, wenn das Unternehmen sein Wachstum im Korridor der *Sustainable Growth Rate* sucht. Diese Wachstumsrate wird – ausgehend von einer nachhaltig soliden Finanzierungsstruktur – durch die Wachstumsrate des Eigenkapitals bestimmt. In Abhängigkeit von der Rendite des angestammten Geschäfts und der Thesaurierungsquote können auf diese Weise Wachstumsraten von 7 % bis etwa 13 % p.a. finanziert werden. Ein stärkeres Wachstum ist allerdings nicht auf Dauer möglich, ohne in eine finanzielle Schieflage zu geraten. Es ist freilich – nach der empirischen Evidenz – auch bei einem größeren Unternehmen (der zweiten und folgenden Generation) nicht möglich, ohne das Unternehmen zu gefährden.¹⁷

Bei sehr großen Wachstumsschritten kann sich das Optimierungsproblem zu einer Paradoxie entwickeln. Die Interessen

9 Vgl. jüngst den Artikel „Die Botschaft des Firmenjägers“ im Handelsblatt mit dem Vorspann: „Der Investor Guy Wyser-Pratte rügt die Führungsstruktur des Familienunternehmens OHB – dessen Chefetage stellt sich auf Turbulenzen ein.“

10 Michael Hoffmann-Becking im persönlichen Gespräch zu dieser Thematik
11 „Entfremdung“ ist hier im sozialphilosophischen Sinne gemeint: nicht mehr Herr der Macht sein, die wir selber sind (Heidegger), oder „a stranger in the world that he himself has made“ (McIntyre (1953), S. 23), jeweils zitiert nach Jaeggi (2016), S. 21 f.

12 Der oben genannte aktivistische Aktionär Guy Wyser-Pratte, der nur einige Prozent Aktienbesitz vertritt, lässt sich von der Anteilsmehrheit der Familie Fuchs von 70 % an der Gesellschaft nicht davon abhalten, öffentlichkeitswirksam die Ablösung der 79-jährigen Aufsichtsratschefin und Mutter des Vorstandsvorsitzenden zu fordern, vgl. Iwersen (2017).

13 Klasa (2007), S. 361

14 Vgl. hierzu auch einen Beitrag von Kormann in der FuS (2/2017), S. 68–70.

15 Myers (2001)

16 Vgl. May (2012), S. 103 ff.; Berthold (2010)

17 Vgl. Seibold (2016) und Seibold/Kormann (2017)

und Interessenträger können in einer solchen Situation vielfältig sein und sie werden in der öffentlichen Kommunikation zu dem beabsichtigten Börsengang kaum je erkennbar. Das Interesse der Familiengesellschafter an der Bewahrung der Unabhängigkeit wird durch die Wachstumspläne beeinträchtigt. Dieser Besorgnis wird durch den Erhalt ihres dominanten Einflusses auf die Stimmrechtsmehrheit oder die Komplementärstellung in einer Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) begegnet. Die Wachstumspläne werden bei einer typischen Rollenverteilung in einer Geschäftsführung vor allem vom CEO propagiert. Ist er ein sehr erfolgreicher externer Geschäftsführer oder gar ein geschäftsführender Gesellschafter, kann sich der CFO mit seiner Besorgnis um die finanzielle Stabilität (oder das Rating) nicht dadurch durchsetzen, dass er die Wachstumspläne beschneidet. Er wird dann vielleicht dafür plädieren, durch ein IPO das Dilemma zwischen Wachstumsstreben und der Bewahrung der finanziellen Stabilität zu lösen. Damit wird dann auch die relative Bedeutung des CFOs gegenüber dem CEO aufgewertet.

Eine Erhöhung des Eigenkapitals eröffnet in mehrfacher Hinsicht einen beträchtlichen zusätzlichen Finanzierungsrahmen:

- Aus der Eigenkapitalerhöhung fließen direkt Mittel zu.
- Mit dem Agio der Kapitalerhöhung werden auch die stillen Reserven des Unternehmens bezahlt. Wenn z.B. das Verhältnis von Marktwert zu Buchwert zwei zu eins beträgt, genügt bereits eine Kapitalerhöhung von 33 %, um den Ausweis des Eigenkapitals um 66 % zu steigern. Diese optische Verbesserung des ausgewiesenen Eigenkapitals erhöht die statischen Relationen für die Beurteilung der Kreditwürdigkeit.¹⁸
- Aufgrund der verbesserten Eigenkapitalbasis wird auch die Aufnahmefähigkeit für Kredite erhöht.

Der Börsengang stellt als Maßnahme zur Bewältigung der Paradoxie zwischen Wachstumsstreben und finanzieller Stabilität kurzfristig durchaus einen vollen Erfolg für die Entwicklung des Unternehmens dar.

5. Langfristige Reduzierung des Wachstumstrends beim börsennotierten FU

Das eben angeführte Ziel, das Wachstum des Unternehmens durch den Börsengang zu fördern, wird freilich regelmäßig durch Nebenbedingungen konterkariert, die zugunsten der Börsenaktionäre und der Kurspflege erfüllt werden müssen: Die Lösung der einen Paradoxie schafft eine neue. Selbst durch eine Kapitalerhöhung von nahezu 100 % im Zuge eines IPOs kann ein FU im günstigsten, allerdings sehr unwahrscheinlichen Fall den Unternehmenswert lediglich um 80 % steigern.¹⁹ Dadurch kann es die für ein solches Wachstum auf

der Basis jährlicher Wachstumsraten normalerweise erforderliche Zeit von etwa zwölf Jahren auf vielleicht drei oder vier Jahre verkürzen.

Da aber ein börsennotiertes FU wegen der höheren Ausschüttungsquote seine Thesaurierungsrate deutlich reduziert, reduziert es auch die mögliche Wachstumsrate – und zwar nachhaltig, denn die neuen, freien Aktionäre stellen kein *Patient Capital* zur Verfügung, wie dies Familieneigner regelmäßig tun. Zudem muss das börsennotierte FU, sei es zur Erfüllung von Dividendenerwartungen oder generell zur Pflege des Aktienkurses, dem Gewinnmanagement eine hohe Priorität einräumen, wie dies für Publikumsgesellschaften unter der Maxime der Orientierung am Shareholder Value heute selbstverständlich ist. Dies verlangt eine Fokussierung der Geschäftstätigkeit anstelle einer breiten Diversifikation und von Experimenten zur Unternehmensentwicklung. Dies führt dazu, dass börsennotierte FUs eher die moderaten Wachstumsraten von durchschnittlichen Börsengesellschaften aufweisen und nicht die Spitzenwerte nicht-börsennotierter FUs erreichen.²⁰

6. Weitere paradoxe Wirkungen

Es gibt noch eine ganze Reihe weiterer Nebenwirkungen. Zum Beispiel wurden und werden bei vielen FUs die Steuerbelastung (Ertragsteuern und Erbschaftsteuern) durch Gestaltungen optimiert, die bei einer Börsennotierung undenkbar wären. Das Gewicht solcher weiterer Nebenwirkungen kann allerdings kaum allgemein beurteilt werden. Angesichts der Eindeutigkeit des Befundes darüber, ob das Paradoxienmanagement im börsennotierten FU gelingen kann, ist dies auch nicht erforderlich.

IV. DER EMPIRISCHE BEFUND: KEIN LANGFRISTIG ERFOLGREICHES PARADOXIEMANAGEMENT IM BÖRSENNOTIERTEN FU

Seit der Erfindung der Aktiengesellschaft hat es immer wieder FUs gegeben, die in diese Rechtsform umgewandelt wurden, um die Eigentümerstruktur auf eine stabilere und breitere Basis zu stellen. 1834 ging die „Anonyme Gesellschaft Eschweiler Bergwerksverein“ wohl als eines der ersten FUs diesen Weg; 1898 wurde sie dann an die Börse gebracht.²¹ Buderus, die Württembergische Cattun Manufaktur, Siemens, Paul Hartmann und viele andere Unternehmen sind ebenfalls Beispiele für FUs, die in Aktiengesellschaften umgewandelt wurden. In all diesen Unternehmen ist allerdings der Familieneinfluss im Laufe der Zeit verloren gegangen.

Diese Verflüchtigung des Familieneinflusses ist für die Kapitalmärkte aller entwickelten Industrieländer empirisch eindeutig belegt, so etwa für das Vereinigte Königreich²², die USA²³ und alle großen Kapitalmärkte Europas²⁴. Sehr eingehend geht Klasa (2007) in seiner Dissertation der Frage nach: ➤

18 Die Verbesserung ist deshalb nur eine „optische“, weil die stillen Reserven natürlich bereits da waren und jetzt nur anteilig zur Kapitalerhöhung ausgewiesen werden. Betrachtet man bei der Kreditwürdigkeitsprüfung dynamische Relationen wie das Verhältnis von Cashflow zu Verbindlichkeiten, tritt dieser Zusatzeffekt nicht auf.

19 Es würde hier zu weit führen, zu erklären, weshalb bei einer Verdoppelung des Aktienkapitals mit der Kapitalerhöhung nicht auch der Unternehmenswert verdoppelt wird und daher die Altgesellschafter von ihren Cashflow-Rechten Anteile an die Neugesellschafter abgeben müssen.

20 Vgl. die Erhebungen zum Wachstum von Familienunternehmen in Seibold/Kormann (2017)

21 Zur Unternehmensgeschichte des Eschweiler Bergbaus und von Buderus siehe Schwerin von Krosigk (1957), S. 297 f. und S. 170 ff.

22 Franks et al. (2007)

23 Klasa (2007); Helwege et al. (2007)

24 Franks et al. (2012). Für weitere Länder weltweit sind Foley/Greenwood (2010) sowie weiterführend für Deutschland auch Achleitner et al. (2012) zu nennen.

„Why do controlling families of public firms sell their remaining ownership stake?“ Nach einer umfassenden Literaturübersicht führt er eine ganze Reihe von etablierten Theorien an, die zur Erklärung dieses Phänomens herangezogen werden können.²⁵ Nur eine Annahme hält seinen empirischen Überprüfungen nicht stand: dass die Firmen einen Mangel an Finanzmittel hätten und deshalb an der Börse weiteres Kapital aufnehmen müssten, um das Wachstum zu fördern. Nicht die Unternehmensinteressen erzwingen die Verwässerung des Familieneinflusses, sondern die Familie entfremdet sich vom Unternehmen.

Aus den genannten Untersuchungen ergibt sich als typisches Bild, dass die Beteiligungsquote der Familie über einige Jahrzehnte immer weiter abnimmt und nach einer gewissen Zeit schließlich eine hohe Neigung besteht, die Familienbeteiligung endgültig zu verkaufen. Unser Befund für Deutschland ist völlig eindeutig und geht in der Schlussfolgerung noch weiter: Es gibt derzeit kein einziges deutsches großes börsennotiertes FU, das seit über 60 Jahren börsennotiert ist. All die vielen vorher an die Börse gegangenen FUs sind entweder untergegangen oder der Familieneinfluss hat sich verflüchtigt – unterhalb einer Mehrheit der stimmberechtigten Anteile.

Die Erforschung dieses Phänomens muss noch weiter vorangetrieben werden. Ohne zusätzliche Untersuchungen lässt sich nicht sagen, ob das Verschwinden börsennotierter FUs nach einigen Generationen als ein situativ bedingtes Scheitern zu werten ist oder ob sich hier ein pfadabhängiges, geradezu schicksalhaftes Geschehen entwickelt. Wenn es sich um ein zwar regelmäßig auftretendes, aber situativ bedingtes Scheitern handeln sollte, könnte man die Hoffnung haben, dass es zumindest der einen oder anderen Familie gelingt, ein erfolgreiches Paradoxienmanagement zu entwickeln *und über die Generationen hinweg zu erhalten*.

Erfahrene gesellschaftsrechtliche Berater von FUs weisen auf die Notwendigkeit und die Schwierigkeiten hin, den Familieneinfluss über die Generationen hinweg in einer so diffizilen Struktur zu erhalten. Rainer Kirchdörfer stellt beispielsweise heraus, dass eine Fungibilität der Anteile der Altgesellschafter in aller Regel durch Rechtsinstrumente unterbunden wird, die in unserem Rechtssystem nur mit zeitlichen Begrenzungen vereinbart werden können:²⁶ schuldrechtliche Vereinbarungen, die gekündigt werden können, oder Gesellschaftsverträge mit einer maximalen Dauer von 30 Jahren. Michael Hoffmann-Becking bestätigt, dass die Erneuerung der ursprünglich beim Börsengang geschlossenen Gesellschaftervereinbarungen immer komplizierter und schwieriger wird. Zudem muss in jeder Generation, wie oben herausgestellt wurde, eine Führungspersönlichkeit gefunden werden, die

kompetent und respektiert den Familieneinfluss wahrnehmen kann. Die Eindeutigkeit der gescheiterten Versuche in der Vergangenheit muss als Mahnung an alle Akteure gesehen werden, sehr genau zu prüfen, ob es ihnen über die Generationen hinweg möglich erscheint, diese Aufgabe zu meistern. Der Versuch, Paradoxien dadurch zu lösen, dass das jeweils Beste zweier Welten miteinander verbunden wird – die Finanzmittel und Governance der Börse mit der langfristigen Orientierung der Familie –, könnte die paradoxe Nebenwirkung mit sich bringen, dass sich auch die Gefährdungen beider Welten kumulieren.

Allerdings zeigt der Blick in die gegenwärtige FU-Landschaft in Deutschland, dass es tatsächlich auch einige Unternehmen gibt, die es geschafft haben, über viele Jahre, ja, bereits über Jahrzehnte hinweg auch nach einem Börsengang zu bestehen. Wie von Schlippe et al. (2017) beschreiben, verfügen diese Unternehmen über ein sehr ausdifferenziertes Familienmanagement, das es ihnen erlaubt, ihre Qualität als Familienunternehmen auch über einen (Teil-)Börsengang hinweg aufrechtzuerhalten. Möglicherweise sind – neben der schon immer notwendigen hochqualifizierten gesellschaftsrechtlichen Beratung – die Güte und der Grad der Differenzierung der jeweiligen Familienstrategie eines FU der Schlüssel, der es ermöglicht, die hier beschriebenen Paradoxien erfolgreich zu bearbeiten. Mittlerweile steht diesbezüglich ein Wissen zur Verfügung, das FUs in früheren Zeiten nicht zugänglich war. Es dürfte in jedem Fall ein lohnendes Ziel für die Forschung sein, die Gründe für das Verschwinden der börsennotierten FUs näher zu erkunden, vielleicht auch die gegenwärtig ältesten erfolgreichen börsennotierten FUs langfristig zu verfolgen, um daraus Empfehlungen für eine Nachhaltigkeitsstrategie von FUs abzuleiten – sei es mit oder ohne Börsennotierung. ♦

Literaturverzeichnis

Achleitner, A.-K./Kaserer, C./Kauf, T. (2012):

The dynamics of voting ownership in lone-founder, family-founder, and heir firms. In: *Journal of Family Business Strategy* (3), S. 79–96.

Foley, C. F./Greenwood, R. (2010):

The evolution of corporate ownership after IPO: The impact of investor protection. In: *Review of Financial Studies* (23), S. 1231–1260.

Franks, J./Mayer, C./Rossi, S. (2007):

Spending less time with the family: The decline of family ownership in the United Kingdom. In: Morck, R. K. (2007): *A history of corporate governance around the world*. Chicago & London: The University of Chicago Press, S. 581–611.

Franks, J./Mayer, C./Volpin, P./Wagner, H. F. (2012):

The life cycle of family ownership: International evidence.

In: *Review of Financial Studies*, 25 (6), S. 1675–1712.

Hagenbüchle, R./Geyer, P. (Hrsg.) (2002):

Das Paradox. Eine Herausforderung des abendländischen Denkens. Würzburg: Königshausen & Neumann.

Iwersen, S. (2017):

Die Botschaft des Firmenjägers. In: *Handelsblatt*, Nr. 159 vom 18.08.2017, S. 21.

Helwege, J./Pirinski, C./Stulz, R. (2007):

Why do firms become widely held? An analysis of the dynamics of corporate ownership. In: *Journal of Finance* (62), S. 995–1028.

²⁵ Die Familienbeteiligungen halten sich offenbar länger in Ländern mit einem wenig entwickelten Kapitalmarkt und einem geringen rechtlichen Schutz der Investoren (Foley/Greenwood (2010); Franks et al. (2012)). Es wird angenommen, dass in diesen Ländern die Familiengesellschafter keine vernünftige Alternative für ihre Vermögensanlage haben. Dieser Sonderfall von Entwicklungsländern hat für unseren Betrachtungsrahmen der deutschen Gesellschaften keine Relevanz.

²⁶ Die Familienbeteiligungen halten sich offenbar länger in Ländern mit einem wenig entwickelten Kapitalmarkt und einem geringen rechtlichen Schutz der Investoren (Foley/Greenwood (2010); Franks et al., (2012)). Es wird angenommen, dass in diesen Ländern die Familiengesellschafter keine vernünftige Alternative für ihre Vermögensanlage haben. Dieser Sonderfall von Entwicklungsländern hat für unseren Betrachtungsrahmen der deutschen Gesellschaften keine Relevanz.

Jaeggi, R. (2016):

Entfremdung. Frankfurt a.M.: Suhrkamp.

Jullien, F. (1999):

Über die Wirksamkeit. Berlin: Merve.

Klasa, S. (2007):

Why do controlling families of public firms sell their remaining ownership stake? In: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 42(2), S. 339–387.

Ljungqvist, A./Boehmer, E. (2004):

On the decision to go public: Evidence from privately-held firms. Discussion paper, Series 1: Volkswirtschaftliches Forschungszentrum der Deutschen Bundesbank, No. 2004, S. 16.

May, P. (1992):

Die Sicherung des Familieneinflusses auf die Führung der börsen-gehandelten Aktiengesellschaft. Köln: Dr. Otto Schmidt.

May, P. (2012):

Erfolgsmodell Familienunternehmen. Hamburg: Murmann.

Myers, S. C. (2001):

Capital structure. In: The Journal of Economic Perspectives, 15(2), S. 81–102.

Schlippe, A. v./Groth, T./Rüsen, T. A. (2017):

Die beiden Seiten der Unternehmerfamilie. Familienstrategie über Generationen: Auf dem Weg zu einer Theorie der Unternehmerfamilie. Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht.

Schumann, A./Stutz, S./Word, J. (2010):

Family Business as Paradox. New York: Palgrave.

Schwerin von Krosigk, L. (1957):

Die große Zeit des Feuers, 1. Band. Tübingen: Rainer Wunderlich Verlag Hermann Leins.

Seibold, L. K. C. (2017):

Wachstum von Familienunternehmen. Wiesbaden: Springer Gabler.

Seibold, L. K. C./Kormann, H. (2017):

From entrepreneur to enterprise and from enterprise to entrepreneurship. Conference Paper, Northwestern University: Innovating through the generations, Boston, May 2017 (Publikation in Vorbereitung).

Simon, F. B. (2012):

Einführung in die Theorie des Familienunternehmens. Heidelberg: Carl-Auer Verlag.

Watzlawick, P./Beavin, J./Jackson, D. (1969):

Menschliche Kommunikation. Bern: Huber.

Wimmer, R./Domayer, E./Oswald, M./Vater, G. (2005):

Familienunternehmen – Auslaufmodell oder Erfolgstyp? Zweite Auflage, Wiesbaden: Springer Gabler.

Zellweger, T. (2014):

Toward a paradox perspective of family firms: The moderating role of collective mindfulness in controlling families. In: Melin, L./Nordqvist, M./Sharma, P. (Hrsg.) (2014): The SAGE handbook of family business. Los Angeles /London: SAGE Publications., S. 648–655.



Prof. Dr. Hermut Kormann hat über vier Jahrzehnte Führungspositionen bei deutschen, international tätigen Unternehmen inne. Er lehrt an der Universität Leipzig und an der Zeppelin-Universität, insbesondere Strategie und Governance von Familienunternehmen.

Prof. Dr. Arist v. Schlippe ist Diplom-Psychologe und seit 2005 Inhaber des Lehrstuhls „Führung und Dynamik von Familienunternehmen“ am Wittener Institut für Familienunternehmen (WIFU) an der Universität Witten/Herdecke.

KEYWORDS

Börsennotiertes Familienunternehmen • IPO • Paradoxienmanagement

ANZEIGE

unternehmeredition.de



Unternehmer
Edition



Jetzt abonnieren!

www.unternehmeredition.de/abonnement
Tel.: + 49 89 - 2000 339 - 0

