

# Familienunternehmen und Börse?

## Pros und Cons eines IPOs

Merck, Schaeffler, Fielmann oder Wacker Chemie – börsennotierte Familienunternehmen sind längst keine Ausnahmeerscheinung mehr. Die Praxis vieler großer und mittelständischer Familienunternehmen hat gezeigt, dass Familie und Unternehmen vom Gang an die Börse nachhaltig profitieren können. **Von Dr. Wolfgang Grobecker und Dr. Tobias Hueck**



Illustration: © Alexander Limbach – Fotolia.com

Die Gründe für einen Börsengang von Familienunternehmen sind vielfältig. Besonders häufig geht es um die Finanzierung einer Wachstumsstrategie bei gleichzeitiger Reduzierung der Abhängigkeit von Banken, eine noch ungeklärte Unternehmensnachfolge oder die Diversifikation des Vermögens der Familie. Strategische Alternativen zum Börsengang sind die Beteiligung eines strategischen Minderheitsgesellschafters oder Finanzinvestors. Die Corporate Governance gestaltet sich dann jedoch häufig kompliziert, und es drohen Interessenkonflikte mit der Familie. Ein Börsengang wird daher häufig als die attraktivere Option empfunden.

Dennoch existieren besonders bei Familienunternehmen Vorbehalte. Dominierend ist dabei die Sorge vor zu großer Transparenz. Bei vielen Familienunternehmen ist der öffentliche Einblick in die Geschäftspolitik unerwünscht. Die häufig aus einer eher informellen und weniger formalen Organisationskultur kommenden Familienunternehmen fürchten, dass ein zu enges Regelkorsett sie in ihrer Flexi-

bilität beschränkt. Hinzu kommt die Angst vor einem Verlust der Unabhängigkeit, zumal die Ziele von Unternehmerfamilien oft (auch) emotional und familienorientiert sind. Schließlich spielen die Kosten eines Börsengangs eine Rolle.

### Anforderungen an die Corporate Governance und die Kapitalmarkt-Compliance

Börsennotierte Gesellschaften sind dazu verpflichtet, jährlich zu erklären, ob den Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance (DCGK) entsprochen wird. Abweichungen sind zu begründen. Negative Auswirkungen drohen aber nicht. Im Gegenteil: Da der DCGK für Familienunternehmen vielfach keine passgenauen Regelungen bereithält und dies am Kapitalmarkt auch bekannt ist, schränkt der Kodex Familienunternehmen nicht in ihrer Flexibilität ein, sondern kann ihnen als Impulsgeber für die Gestaltung einer maßgeschneiderten Corporate Governance dienen.

Zuzugeben ist, dass der Einfluss der Familie bei einer Börsennotierung etwa aufgrund erforderlicher Stimmrechtsmitteilungen gemäß dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) für die Öffentlichkeit transparent wird. Andererseits liegen darin auch Chancen: Zuverlässige Entscheidungsprozesse erhöhen die Attraktivität für externe Manager. Auch soweit aktien- und kapitalmarktrechtliche Vorschriften grundsätzlich eine Gleichbehandlung sämtlicher Aktionäre gebieten, folgen daraus nur auf den ersten Blick Einschränkungen: Sachlich begründete Differenzierungen im Hinblick auf einzelne Aktionärsgruppen bleiben nämlich möglich.

Beispielsweise sind bestimmte Vorabinformationen der wesentlich beteiligten

Familiengeschafter weiterhin erlaubt, sofern dies im Unternehmensinteresse gerechtfertigt ist. Zumeist gehören den maßgeblichen Führungs- und Kontrollorganen aber ohnehin auch Familienmitglieder an, zwischen denen ein offener Austausch möglich bleibt. Einzig börsenkursrelevante Insiderinformationen sind im Grundsatz unverzüglich öffentlich bekannt zu machen (Ad-hoc-Pflicht).

### Gestaltungsmöglichkeiten zur Sicherung des Familieneinflusses

Hinzu kommen weitere kapitalmarktrechtliche Folgepflichten wie etwa die Offenlegung der Aktiengeschäfte von Führungskräften (Directors' Dealings), die Durchführung von Analystenkonferenzen sowie die laufende Finanzberichterstattung. Aber auch diese Pflichten gelten nicht unbedingt. Die Wahl des Börsensegments stellt sich hier als entscheidende Stellenschraube dar.



#### ZU DEN AUTOREN

**Dr. Wolfgang Grobecker**, LL.M. (Cambridge) ist Partner und **Dr. Tobias Hueck** ist Associate bei **P+P Pöllath + Partners** in München. Beide beraten Gesellschafter, Unternehmen und Organmitglieder u.a. in Fragen des Aktien- und Konzernrechts, der Corporate Governance sowie im Kapitalmarktrecht.

Von zentraler Bedeutung für die Unternehmerfamilie ist die Gestaltung der Corporate Governance, um ihren Einfluss auf das Unternehmen auch nach einem Börsengang zu gewährleisten. Maßgeblich ist zunächst die Wahl der Rechtsform: Für börsennotierte Familienunternehmen sind die Europäische Aktiengesellschaft (SE) und die Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) besonders interessant. Diese ermöglichen gegenüber der klassischen AG ein deutlich höheres Maß an Flexibilität. Beispielsweise lässt sich durch eine monistische SE-Struktur eine besonders enge Kontrolle des Managements sicherstellen oder es kann bei der KGaA eine von der Familie dominierte Gesellschaft mit weitreichenden Kompetenzen als persönlich haftende Gesellschafterin fungieren.

Weitere übliche Gestaltungen zur Sicherung des Familieneinflusses sind die Ausgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien an familienfremde Aktionäre, die mehrheitliche Besetzung von Kontrollgremien mit Familienmitgliedern oder Satzungs-mehrheitsklauseln, nach denen für HV-



*Begreift die Familie den Kapitalmarkt als Sparringspartner, kann sie von den Anforderungen des Kapitalmarktes an die Professionalität profitieren.*

Beschlüsse grundsätzlich die einfache Mehrheit gilt, so dass die Familie ihre Interessen auch bei einer Mehrheit von weniger als 75% regelmäßig gegenüber den außenstehenden Aktionären durchsetzen kann. Ein weiteres gebräuchliches Instrument ist der Abschluss einer Poolvereinbarung der Familiengeschafter, um eine gebündelte Einflussnahme in der Hauptversammlung abzusichern (die Familie spricht gegenüber dem Kapitalmarkt „mit einer Stimme“).

### Fazit

Die Börsennotierung bedeutet zweifelsohne ein Stück Aufgabe der „alten Welt“. Unternehmen und Familie stehen unter verstärkter Beobachtung der Öffentlichkeit und des Kapitalmarktes. Auf der anderen Seite steht jedoch eine erhöhte Visibilität des Unternehmens, die die Attraktivität für Management, Mitarbeiter und Kunden erheblich steigert. Begreift die Familie den Kapitalmarkt als Sparringspartner, kann sie von den Anforderungen des Kapitalmarktes an die Professionalität profitieren. Externe Kontrolle durch den Kapitalmarkt und ein gleichwohl dominierender Familienfaktor können für das Unternehmen eine wertvolle Symbiose bilden. Darüber hinaus schafft die Börsennotierung aufgrund der Fungibilität der Aktien eine verbesserte Möglichkeit zur Lösung vom Unternehmen, sofern die Familie dies wünscht. Eine Börsennotierung kann für Familienunternehmen daher in vielerlei Hinsicht eine attraktive Option darstellen. ■