

Der Börsengang zur Lösung der Nachfolgeregelung im Unternehmen

Es ist doch schon verwunderlich, dass bei diesen doch noch recht komfortablen Aktienindices so selten etwas über neue Börsengänge zu lesen ist. Jüngst haben erst der dänische Medikamentenhersteller ABACUS und auch der deutsche Technologie-Investor Primepulse ihre Börsengänge abgesagt. Die Börse befindet sich zwar derzeit in einer volatilen Situation, aber doch eigentlich immer noch in einem attraktiven Umfeld. Oder? Auch als Instrument der klassischen Unternehmens Nachfolgeregelung außerhalb der Welt großer, international agierender Konzerne kann es genutzt werden, wie man aktuell am Fall des Familienunternehmens Knorr-Bremse Aktiengesellschaft sieht, das vor einigen Wochen den Gang an die Börse wagte.

Vor kaum mehr als 20 Jahren war die Börsenzeiten noch anders: Für viele Unternehmer war es das wichtigste und absolute Ziel, ihr Unternehmen an die Börse zu bringen. Meistens geschah dies über eine **Kapitalerhöhung** bei dem neue **Aktien** einem breiten Anleger- bzw. Aktionärskreis zum Kauf angeboten wurden. Für die Anleger war es die Zeit des Roulettes: Hatte man das Glück für die **Emission** eine „Zuteilung“ zu bekommen, dann konnte man eigentlich sein eingesetztes Geld „ganz sicher“ vermehren, da der Erstnotierungspreis pro Aktie „automatisch“ meist deutlich über dem Ausgabepreis lag. Herrlich!! Denn auch die Unternehmer waren sehr zufrieden, konnten sie – auch wenn sie durch zeitliche Halteverpflichtungen direkt nach dem **Börsengang** keine Aktien verkaufen durften – sehen, wie viel ihr Unternehmen wert war, und zwar permanent ab dem Börsenstart. Aber viele Unternehmer verwechselten schon damals mit dem Börsengang die Ziellinie mit der Startlinie, da es nach dem Börsengang fast ausschließlich darum ging, Analysten und neuen Mitgesellschaftern **Wachstumsstrategien** und damit **Wachstumsfantasien** zu kommunizieren. Das Thema der **Nachfolgeregelung** – so wie es jetzt bei der Knorr-Bremse AG der Börsenanlass war – stand früher beim Gang an den **Kapitalmarkt** nicht im Mittelpunkt.

Aus dieser Kapitalmarkt Erfahrung der Vergangenheit hat die jetzige Unternehmer-Generation gelernt und ist insgesamt kritischer gegenüber der Börse geworden. Auch bei der Knorr-Bremse AG war der Börsengang zur Lösung der Nachfolgeregelung wohl lediglich „Plan B“, nachdem Verkaufsverhandlungen mit **Investoren** im Frühjahr 2018 scheiterten. Aber obwohl sich der Bekanntheitsgrad sowie die Reputation des Unternehmens und seiner Produkte durch den Börsengang erhöht, stellt sich die Frage woher aus Unternehmenssicht diese oft doch so kritische Sichtweise gegenüber der Börse stammt?

Zum einen sieht man im Vergleich zu früher, dass heute bei der Nachfrage weiteren Kapitals **alternative Finanzierungsformen** in einer deutlich größeren Vielfalt und einem höheren Umfang zur Verfügung stehen. Aber auch die mit der Börse verbundenen Hürden in Form neuer, zusätzlicher Verpflichtungen sorgen dafür, dass der Börsengang für viele wohl immer noch nicht attraktiv ist. Da gilt es zum Beispiel den **Aspekt des Insiderwissens** zu berücksichtigen. Der Unternehmer als Manager einer börsennotierten Einheit weiß qua Funktion ganz einfach früher über bestimmte anstehende Sachverhalte, die den Aktienkurs beeinflussen können. Dabei stellt sich dann die Frage, wie er denn sein Wissen mit seinem Aktienbestand in Einklang bringt, ohne

durch Kauf- oder Verkaufsoffer sich dem Tatbestand des Insiderwissens ausgesetzt zu sehen. Das ist für ihn eine vollständig neue Situation.

Vielleicht ist dieser Rahmen der Grund dafür, dass auch insgesamt die **Anzahl der Börsen-Emissionen** in den letzten Jahren recht gering war? Zur Lösung der Nachfolgeregelung kann ich es mir schon vorstellen.

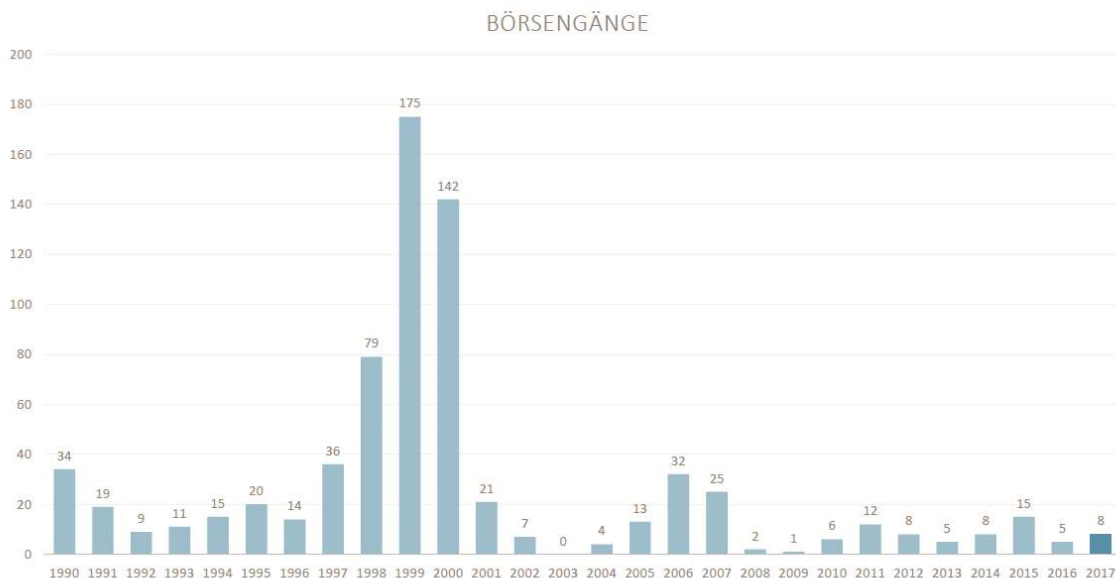


Abb. 1: Börsengänge (IPOs) in Deutschland von 1990 bis 2017 im Prime-Standard. Quelle: nach Kirchhof Consult AG, IPO Studie 2017, abrufbar über DIRK – Deutscher Investor Relations Verband www.dirk.org.

Auf der anderen Seite sind für Anlagesuchende Nachfolgeregelungen schon eine attraktive Investment-Möglichkeit. Denn mit dem **Unternehmer-Eigentümerwechsel** oder der Aufnahme neuer Aktionäre ergibt sich oftmals ein neuer Input, neue strategische Sichtweisen und der Zugang zu zusätzlichen **Branchen- und Industrienetzwerken**, die dem Unternehmen neue **Wachstumspotentiale** bieten können, häufig auch in Kombination mit einem Kulturwandel, der neue Energien freisetzen kann.

Aber wie sieht denn eine solche Situation bei Nachfolgeregelungen über die Börse denn aus? Zwar sind **familiengeführte Börsengesellschaften** besser in ihrer Performance als rein **managergeführte Börsenunternehmen** (siehe Studie vom Credit Suisse Research Institute, „the CS Family 1000 in 2018“, September 2018). Das liegt aber wohl auch daran, dass die Unternehmensfamilie doch unverändert einen Großteil ihres Vermögens im Unternehmen investiert halten und dort entweder als Vorstand oder als Aufsichtsrat aktiv ist. Das ist auch bei der Knorr-Bremse AG der Fall, bei der die Familie auch nach dem Börsengang noch 70 Prozent der Aktien hält. Zumindest jetzt am Anfang.

Auch die **Governance** Regelungen, die versuchen die Interessen von angestellten Managern und Aktionären gleich zu schalten, gilt es zu berücksichtigen. Diese sind für **börsennotierte Familiengesellschaften** aus Sicht der übrigen Aktionäre von untergeordneter Bedeutung, aber für die Gesellschaften selbst und damit Aktionäre mit hohem Streubesitzanteil schon wichtig.

Dort kann ich mir vorstellen, dass man durch die Vielzahl zusätzlicher gesetzlicher Restriktionen aufgrund der **Kapitalmarktnotierung** mehr auf diese fokussiert ist um nicht angreifbar zu sein, als sich auf die langfristige **Unternehmensweiterentwicklung** konzentrieren zu können. Langfristiges Agieren wird nicht wahrgenommen oder nicht in entsprechender Weise honoriert und deckt sich häufig auch nicht mit den Erwartungen der Aktienanalysten, denen der Vorstand von Quartal zu Quartal gerecht werden muss. In abgeschwächter Form wird dies auch für **Familiengesellschaften** an der Börse gelten, damit diese nicht vom Kapitalmarkt „abgestraft“ werden.

Nicht börsennotierte mittelständische Unternehmen haben es dagegen – auch in Rahmen der **Nachfolgeumsetzung** – doch deutlich leichter und auch deren Unternehmer, da sie sich ausschließlich auf die Weiterentwicklung Ihrer Gesellschaft konzentrieren können, selbst wenn sie dabei teilweise ihre Hausbank mit „ins Boot nehmen“ müssen. Die **Partners Group AG**, Schweiz, hat im Frühjahr 2018 ein „White Paper“ herausgegeben und vergleicht darin die Performance börsennotierter und nicht börsennotierter Gesellschaften. Sie kommt dabei zu dem Ergebnis, dass durch die „**Corporate Correctness**“ der Verantwortlichen börsennotierter Gesellschaften sich diese nicht so weiterentwickeln, wie nicht börsennotierte Unternehmen. Die Konzentration auf die Einhaltung aufsichtsrechtlicher Vorschriften sowie alle notwendigen permanenten Kommunikations- und Selbsterklärungsbemühungen stellt, so Partners Group, die Weiterentwicklung in die zweite Reihe.

Zudem gilt es neben den genannten Zwängen weitere Regularien zu erfüllen, die mit der Finanzierung über die Börse verbunden und mit signifikanten Kosten verbunden sind. Zu nennen sind Berichtspflichten, die im Rahmen des Jahres- oder Halbjahresabschlusses anfallen, ebenso wie die Kosten zur Erfüllung der Mitteilungspflichten, wie etwa Ad-hoc-Meldungen. Vielleicht ist das ja auch der Grund dafür, dass das Delisting z.B. in Deutschland zugenommen haben, so dass sich die Anzahl der börsennotierten Gesellschaften zwischen 2013 und 2017 um immerhin deutliche 25 Prozent reduziert hat (Deutsche Börse AG: Monatsstatistik Kassamarkt).

Nicht börsennotierte Beteiligungsgesellschaften sind zur Umsetzung von Wertsteigerungen ihrer Beteiligungen dagegen auf mittel- bzw. langfristige Strategien festgelegt. Meist nicht operativ tätig konzentrieren sie sich auf die Rolle als aktiver Gesellschafter.

Wenn also Anlagesuchende die Unterstützung von Nachfolgeregelungen als einen für sie attraktiven Investmentanlass ansehen (was ich mehr als sehr gut nachvollziehen kann) haben sie somit die Wahl zwischen Familien-geführten börsennotierten Gesellschaften, bei denen eine abgemilderte Form der Corporate Correctness solange gegeben ist, solange die Familie in führenden Funktionen im Unternehmen tätig ist und die Aktienmehrheit hat, und einem Investment an einer Beteiligungsgesellschaft.

Die **Beteiligung an mittelständischen Holdings**, die solche Nachfolgeregelungen außerhalb der Börse mit Eigenkapital unterstützen, bieten für den Anleger dagegen eine **gleichgerichtete Interessensicherheit**. Hier entfallen börsenaufsichtsrechtliche Kontrollformen vollständig. Die gesamte Energie geht in die Weiterentwicklung der Portfolio-Unternehmen und bietet dem Anleger die optimalen Ausgangsvoraussetzungen für die Begleitung in eine nächste Wachstumsphase bzgl. der Anlageattraktivität.

Vielleicht ist das insgesamt betrachtet einer der wesentlichen Gründe dafür, dass Staatsfonds, Pensionsfonds und Versorgungswerke zunehmend – unter Berücksichtigung ihrer Cash Flow Pläne – in einem deutlich größeren Umfang Kapital in nicht börsennotierte Beteiligungsgesellschaften investieren? ■