

# DIE ZEIT

## Lieber nicht an die Börse

Unternehmen wachsen oft schneller, wenn sie keine Aktien streuen.

*Von Wolfgang Köhler*

Peter-Alexander Wacker ist hochzufrieden. Der Aktienkurs der von ihm geführten Wacker Chemie AG hat nach anfänglichen Turbulenzen das Niveau der ersten Börsennotierung im April vergangenen Jahres weit hinter sich gelassen. Außer Wacker Chemie haben 2006 noch 167 weitere deutsche Unternehmen – aus vielfältigen Gründen und mit unterschiedlichem Erfolg – den Schritt an den Aktienmarkt gewagt. So viele Börsengänge gab es in Deutschland seit den späten neunziger Jahren nicht mehr. Für 2007 erwarten Experten wieder eine große Zahl neuer Notierungen.

Die Börse – der Königsweg zu Wachstum und Erfolg für Deutschlands Familienunternehmen? Wohl kaum. Denn Aktiengesellschaften unterliegen mehr Zwängen als rein private Firmen. Das kann die Zukunftsaussichten sogar schmälern.

So nutzte die Eigentümerfamilie der Wacker Chemie den Börsengang nur, um ihr Unternehmen vor fremden Großinvestoren zu schützen. Die Anteile hatten jahrelang zu je etwa 50 Prozent bei der Familie Wacker und bei der Hoechst AG gelegen, die dort das Sagen hatte. Nach dem Umbau des Frankfurter Chemieunternehmens zum Life-Science-Konzern Aventis, der dann in der Sanofi-Aventis aufging, sollte der Wacker-Anteil verkauft werden. »Die Eigentümerfamilie wusste um die Kraft, die in dem Unternehmen steckt«, sagt Vorstandschef Peter-Alexander Wacker. Sie übernahm alle Aktien von Sanofi-Aventis, reichte einen Teil davon über die Börse an Kleinaktionäre weiter und finanzierte so eine Aufstockung der Familienanteile von gut 50 auf knapp 70 Prozent. Der Börsengang war also nur das Vehikel, um aus Wacker wieder ein Familienunternehmen zu machen.

Die Eigentümer der Bertelsmann AG – die Familie Mohn und die Bertelsmann Stiftung – hatten diesen Umweg nicht nötig. Das Unternehmen ist zwar eine Aktiengesellschaft, wird aber nicht an der Börse gehandelt. Und das soll auch so bleiben nach dem Willen von Familie Mohn, die bei Bertelsmann stets die Führung behielt. Der Konzern brachte im vergangenen Jahr 4,5 Milliarden Euro auf, um einen Börsengang zu verhindern – »die größte Transaktion der Unternehmensgeschichte«, wie Bertelsmann-Sprecher Andreas Grafemeyer betont. Man zahlte, um rund 25 Prozent der eigenen Aktien von der Groupe Bruxelles Lambert (GBL) zurückzukaufen. Bertelsmann-Patriarch Reinhard Mohn hatte sie dem Investor einst im Tausch gegen einen Mehrheitsanteil am Fernsehkonzern RTL Group überlassen – mit der Option, dass die GBL sie von Mai 2006 an über die Börse verkaufen dürfe. Mit dem Rückkauf verhinderte Bertelsmann den öffentlichen Handel seiner Aktien.

Weniger Gewinnausschüttung, dafür mehr Geld für Forschung

Auch Hermut Kormann steht der Börse skeptisch gegenüber. »Mir hat noch niemand erklären können, wo für ein Familienunternehmen der Vorteil eines Börsengangs liegen soll«, sagt der Vorstandschef des Maschinen- und Anlagenbauers Voith AG, der seit mehr als 180 Jahren der Familie des Unternehmensgründers Johann Matthäus Voith gehört. Wenn eine Unternehmerfamilie verkaufen wolle, sei der Börsengang sicher eine Option. Aber für Eigentümer, der drinbleiben wollen?

»Es ist inzwischen empirisch belegt«, sagt Kormann, »dass Familienunternehmen schneller wachsen und mehr verdienen als börsennotierte Unternehmen.« Sie wüchsen schneller, weil Börsengesellschaften einen größeren Teil des Gewinns an die Aktionäre ausschütten müssten.

Unternehmerfamilien könnten sich mit weniger bescheiden, so bleibt mehr Kapital für Forschung, Entwicklung und Wachstum. Am Ende verdienen sie dann mehr.

Das sieht Andrea Jocham von der Robert Bosch GmbH ähnlich. Die Anteile des Unternehmens gehören größtenteils einer Stiftung: »Wir sind im Schnitt der vergangenen zehn Jahre um acht Prozent pro Jahr gewachsen und wenden mehr als sieben Prozent des Umsatzes für Forschung und Entwicklung auf. Finden Sie das mal bei einem börsennotierten Unternehmen.« Obendrein erledige sie die Finanzkommunikation ihres Unternehmens, das mit 43 Milliarden Euro Umsatz zu den größten in Deutschland zählt, in Teilzeit quasi nebenher, sagt die Bosch-Sprecherin. Börsennotierte Unternehmen dieser Größenordnung beschäftigen vielköpfige Investor-Relations-Teams.

Auch bei Bertelsmann sind die Gesellschafter eher zurückhaltend, wie Andreas Grafemeyer betont: »Die sind mit zehn bis 15 Prozent zufrieden, der Rest des Gewinns bleibt im Unternehmen und steht zur Wachstumsfinanzierung zur Verfügung.« Bei einem Börsengang hätte das Unternehmen mehr ausschütten müssen. Auch deshalb »wollten die Eigentümer mit dem Aktienrückkauf die Unabhängigkeit des Unternehmens sichern«, sagt Grafemeyer.

Der Drang zur Börse ist denn auch längst keine Einbahnstraße mehr. Mit der Frage, ob die Absicht bestehe, das Unternehmen von der Börse zurückzuziehen, ist Gert Koetke tatsächlich schon konfrontiert worden. »Ihr braucht die Börse doch gar nicht«, wird dem Finanzvorstand der Bijou Brigitte AG, die ihren Umsatz seit dem Jahr 2000 auf 347 Millionen Euro fast vervierfacht hat, von Analysten gelegentlich vorgehalten. Der Gründer des Hamburger Handelshauses für Modeschmuck, Friedrich-Wilhelm Werner, ging 1988 an die Börse, um einen kleinen Teil der im Unternehmen geschaffenen Werte zu Geld zu machen und sein persönliches Risiko zu verringern. Zudem wollte er die Börse zur Wachstumsfinanzierung nutzen. Das war bisher nur einmal nötig, als das Grundkapital rund ein Jahr nach dem Börsengang um eine Million Mark erhöht und neue Aktien ausgegeben wurden.

So richtig Freude bereitet die Börsennotierung dem Finanzchef tatsächlich nicht – trotz einer Vervielfachung des Aktienkurses. »Ständig kommen zusätzliche neue Vorschriften und Pflichten hinzu«, klagt Koetke. Das gesamte Rechnungswesen habe er umkrepeln müssen. Und dauernd müsse das Unternehmen Rechenschaft ablegen. Die Pflicht zur namentlichen Veröffentlichung der Vorstandsbezüge empfindet er als »persönliche Verletzung«. Immerhin wohne er »in einem Dorf bei Hamburg, wo jeder jeden kennt. Da muss sonst keiner sein Einkommen veröffentlichen«.

#### Keine Roadshows, keine Analystenbesuche

Einmal habe er sich auf eine sogenannte Roadshow nach London begeben, berichtet Koetke, um Analysten internationaler Banken den Weg nach Hamburg zu ersparen. »Das Ergebnis war«, sagt Koetke, »dass hinterher noch viel mehr Analysten kamen.« Erst einmal im Jahr, dann halbjährlich. Bald vielleicht gar vierteljährlich? »Das alles macht einem kleinen Unternehmen schwer zu schaffen«, sagt Koetke. »Wir wollen uns doch hauptsächlich um das operative Geschäft kümmern.« An einen Rückkauf der Aktien von der Börse sei nicht zu denken. »Das können wir nicht stemmen.«

Hermut Kormann, der sich mit dem Thema Börse als Honorarprofessor auch wissenschaftlich auseinandersetzt, rechnet trotz solcher Beispiele damit, dass es manches börsennotierte Unternehmen bald nicht mehr gibt, und zwar nicht nur auf dem Börsenzettel: »Alle zehn Jahre verschwinden 30 Prozent aller Aktiengesellschaften.« Seit der Shareholder-Value mit dem Aktienkurs gleichgesetzt werde, seien die Vorstände börsennotierter Unternehmen gezwungen, Erwartungsmanagement zu betreiben. Da alle Zukunftschancen schon im Kurs enthalten seien, so Kormann, »muss ich zusätzliche Erwartungen wecken, wenn ich den Kurs höhertreiben will«. Das gehe nur über Akquisitionen, weil der Weg über eigenes, organisches Wachstum zu lange dauert. Die Vorstände hätten ja bis zur Verlängerung ihres Vertrages nur ein paar Jahre Zeit. So gerate der Manager in immer höhere Risiken hinein. Dass es da zu Schieflagen und Pleiten komme, sei unausweichlich, meint Kormann.

Nur in einer Unternehmenssituation zeigt Kormann Verständnis für einen Börsengang: »Wenn in jungen, wachstumsstarken Unternehmen das selbst verdiente Geld zur Wachstumsfinanzierung

nicht ausreicht, bleibt häufig zum Börsengang keine Alternative.« Doch selbst wenn die Gründer nur ein Drittel des Unternehmens an die Börse bringen, um selbst die Kontrolle zu behalten, muss das Unternehmen sich wie alle anderen an der Börse verhalten. Es muss einen größeren Teil des Gewinns ausschütten, der im Unternehmen viel besser angelegt wäre. Kormann: »Nach dem Börsengang sind die Möglichkeiten, Wachstum aus eigener Kraft zu finanzieren, um keinen Deut höher.« Und am Ende müssten die Eigentümer börsennotierter Aktien auch noch viel mehr Erbschaftsteuer zahlen als die Erben reiner Familiengesellschaften. Kormann: »Das sagt Ihnen aber niemand, der zum Börsengang rät, weil sie alle – Banken, Berater und Medien – daran mitverdienen.«

Doch es gibt auch Konstellationen, unter denen all das nebensächlich erscheint. Die heutige Demag Cranes AG etwa hatte in der Vergangenheit unter ständig wechselnden Besitzverhältnissen zu leiden. Sie ist aus dem Maschinenbauer Demag hervorgegangen, der 1973 von der Mannesmann AG übernommen wurde, ehe er im Jahr 2000 bei Vodafone landete. Danach wechselten die Eigentümer in rascher Folge. Jedes Mal, so der heutige Vorstandschef Harald J. Joos, sei damit Unruhe und Unsicherheit in das Unternehmen getragen worden. Demag Cranes landete schließlich als Sanierungsfall bei der Luxemburger Demag Holding mit dem US-Großaktionär KKR. Joos besorgte die Sanierung in engem Schulterschluss mit KKR und brachte das nun wieder quicklebendige Unternehmen im Juni 2006 – mitten in der frühlommerlichen Börsenflaute – an die Börse. Seit sich das Unternehmen zu 100 Prozent in Streubesitz befindet, macht sich im Unternehmen das Gefühl von neuer Unabhängigkeit breit: Wir sind wieder wer. Und Vorstandschef Joos ist überzeugt: »Etwas Besseres als der Börsengang hätte uns gar nicht passieren können.«

Zum Thema:

Börsennotierung - *Was Unternehmer abschreckt*

Eine schrecklich fette Familie - *Wenn Eigentümer in einem Unternehmen das Sagen haben, sieht die wirtschaftliche Zukunft rosig aus »*

Finanzen - *Alles über Geld und Märkte »*

DIE ZEIT, 04.04.2007 Nr. 15

15/2007