

Familienunternehmen auf dem Weg zur Börse

Ein Leitfaden für potentielle Börsenkandidaten mit
Beispielen aus der Praxis

Walter Schürmann
Rechtsanwalt und Notar
Steuerberater

und

Dr. Kurt Körfgen
Geschäftsführer
IRW Institut für Recht und Wirtschaft
Frankfurt am Main

3., völlig neubearbeitete Auflage



C.H.Beck'sche Verlagsbuchhandlung
München 1997

Inhaltsverzeichnis

Tabellenverzeichnis	XXV
Verzeichnis der Grafiken	XXVII
Abkürzungsverzeichnis	XXVIII

1	Das Marktpotential	1
1.1	Familienunternehmen benötigen Eigenkapital	1
1.2	Der Markt für Neuemissionen.	4
1.3	Börsen- und emissionsreife Familienunternehmen .	6
1.3.1	Was heißt Familienunternehmen?	6
1.3.2	Was heißt Börse?	8
1.3.2.1	Amtlicher Handel	10
1.3.2.2	Geregelter Markt	13
1.3.2.3	Freiverkehr	14
1.3.2.4	Telefonverkehr	15
1.3.3	Was heißt börsen- und emissionsreif?	16
1.3.4	Wie sieht das Familienunternehmen die Börsen- einführung?	17
1.4	Die Erfahrungen seit der Körperschaftsteuer-Reform	19
1.4.1	Jede Neuemission ist ein Schritt in eine ungewisse Zukunft	19
1.4.2	Drei bedeutende Zeitabschnitte	23
1.4.2.1	1977 bis 1982	23
1.4.2.2	1983 bis 1990	23
1.4.2.3	1991 bis 1995	25
1.4.3	Zwischenbilanz der Neuemissionen	26
1.4.3.1	Die stimmrechtslose Vorzugsaktie als Bahnbrecher des Going public für Familienunternehmen	27
1.4.3.2	Wahrung des Familieneinflusses	33
1.4.3.3	Verwendung des Emissionserlöses	36
1.4.3.4	Emissionskurs	39
1.4.3.5	Emissionserfolg	43
	Tabellen und Grafiken zur Entwicklung der relativen Performance der Neuemissionen von Familienunter- nehmen	

	1990.	46
	1991.	48
	1992.	50
	1993.	52
	1994.	54
	1995.	56
1.4.3.6	Emissionskonsortien.	61
1.4.3.7	Unterschiedliche Zusammensetzung und Gestaltung von Emissionskonsortien.	63
1.4.3.8	Beweggründe für das Going public.	64
1.5	Wie wichtig sind die Rahmenbedingungen?	65
1.5.1	Volkswirtschaftliche und steuerliche Aspekte.	65
1.5.2	Erhöhte Anforderungen des Kapitalmarkts an Börsenkandidaten	67
2	Wo liegen die Probleme?	71
2.1	Überkommene Ressentiments helfen nicht weiter	71
2.2	Aktienrecht und Börsenverfassung sind geeignet, den Familieneinfluß und die Eigenständigkeit des Unternehmens langfristig zu wahren.	74
2.3	Viele Familienunternehmen sind börsen- und emissionsfähig	78
2.3.1	Immer mehr hat sich die Erkenntnis durchgesetzt, daß auch mittelständische Unternehmen die Börse nutzen können.	78
2.3.2	Erstmissionen von Familienunternehmen mit einem Umsatz bis 200 Mio. DM.	79
2.3.3	Neuemissionen kleinerer Familienunternehmen aus heutiger Sicht	81
3	Vorteile und Nachteile der Börseneinführung ..	83
3.1	Grundsätzliche Anmerkungen aus volkswirt- schaftlicher Sicht	83
3.1.1	Die Börseneinführung stärkt die Wettbewerbsposition und wirkt den Konzentrationstendenzen mächtiger Konzerne entgegen.	83

3.1.2	Die Schutzfunktion der Familie	86
3.2	Welche Vorteile bringt die Börseneinführung - und für wen?	90
3.3	Vorteile und Nachteile der Börseneinführung für das Unternehmen	92
3.3.1	Wenn die Voraussetzungen stimmen, sind die Vorteile für das Unternehmen unübersehbar	93
3.3.1.1	Optimale Möglichkeiten der Eigenkapitalbeschaffung	93
3.3.1.2	Vertretbare Kosten	94
3.3.1.3	Alternative Finanzierungsinstrumente	95
3.3.1.4	Die Bedeutung von Financial Communication und Investor Relations	98
3.3.1.5	Attraktivität für Fremdmanager	102
3.3.1.6	Beste Voraussetzungen für eine Mitarbeiterbeteiligung	103
3.3.1.7	Erweiterung der Kreditbasis	103
3.3.2	Nachteile für das Unternehmen stehen in keinem Verhältnis zu den Vorteilen	103
3.4	Positive und negative Auswirkungen auf die Familie	104
3.4.1	Die Vorteile für die Familie sind beachtlich	104
3.4.1.1	Eigenkapitalbeschaffung ohne Verlust der Familien- beherrschung	104
3.4.1.2	Kein Zwang mehr zu Anlehnung oder Verkauf	105
3.4.1.3	Versachlichung der Beziehungen innerhalb der Familie	105
3.4.1.4	Heilsamer Zwang zu sachlichen Entscheidungen	106
3.4.1.5	Flexibilität beim Kauf und Verkauf von Anteilen	106
3.4.1.6	Möglichkeit des geordneten Rückzugs der Familie	107
3.4.2	Mit den Nachteilen kann die Familie leben	107
3.4.2.1	Die aktienrechtliche Kompetenzverteilung kann auch nützlich sein	109
3.4.2.2	Gefahr der Überfremdung	111
3.4.2.3	Varianten der Mitbestimmung	112
3.4.2.4	Publizität muß sein	116
3.4.2.5	Finanz- und Verwaltungsaufwand	119
3.4.2.6	Höhere Steuerbelastung	120
3.4.2.6.1	Körperschaftsteuer	120
3.4.2.6.2	Gewerbesteuer	120
3.4.2.6.3	Vermögensteuer	121

3.4.2.6.4	Erbschaftsteuer	122
3.4.3	Kritische Abwägung der Vor- und Nachteile im Einzelfall	123
4	Einsatz des aktienrechtlichen Instrumentariums zur Wahrung des Familieneinflusses	125
4.1	Verfassung der Aktiengesellschaft	126
4.1.1	Hauptversammlung	126
4.1.2	Aufsichtsrat	127
4.1.3	Vorstand	130
4.2	Sicherung der erforderlichen Mehrheiten in der Hauptversammlung	131
4.2.1	Satzungsgestaltung	131
4.2.2	Mehrstimmaktien	134
4.2.3	Stimmrechtslose Vorzugsaktien	134
4.2.4	Stimmrechtsbeschränkungen	139
4.2.5	Streuung der Aktien	141
4.2.6	Genehmigtes Kapital	144
4.3	Familieneinfluß im Aufsichtsrat	146
4.3.1	Entsendungsrechte	147
4.3.2	Auswahl der Mitglieder	148
4.3.3	Vorsitz, Präsidium und Personalausschuß	149
4.3.4	Geschäftsordnung für den Aufsichtsrat	150
4.4	Einfluß auf die Unternehmenspolitik des Vorstands	151
4.4.1	Satzungsbestimmungen	151
4.4.2	Geschäftsordnung für den Vorstand	152
4.4.3	Eignung	153
4.4.4	Beherrschungsvertrag	154
5	Die Organisation des Familieneinflusses	157
5.1	Regelungsbedürftige Fragen	157
5.2	Unterschiedliche Voraussetzungen bedingen unterschiedliche Gestaltungsformen	158

5.2.1	Gentlemen Agreements.	158
5.2.2	Obligatorische Stimmbindungsverträge.	159
5.2.3	Stimmenpools mit Vollzugsorganen.	160
5.2.4	Dingliche Stimmenpools.	162
5.3	Familienholding	165
5.3.1	Zielsetzung	165
5.3.2	Finanzielle Eingreifreserve.	166
5.3.3	Organisation, Ausstattung und Tätigkeit	167
5.3.4	Gefahren	168
5.3.5	Stiftung als Holding	169
5.3.6	Bedeutung einer Familienholding	171
6	Überlegungen vor einem Börsengang	173
6.1	Allgemeine Überlegungen	173
6.2	Lohnt sich der Börsengang für das Unternehmen?	174
6.2.1	Bestandsaufnahme.	174
6.2.2	Ziele der Emission.	175
6.2.3	Finanzierungseffekt	175
6.2.4	Emissionshindernisse.	176
6.2.4.1	Hohe Steuerbelastungen	177
6.2.4.2	Starre Rechtsform der Aktiengesellschaft	177
6.2.4.3	Auswirkungen der Publizität	178
6.3	Steuerliche Überlegungen	179
6.4	Kosten der Börsenemission	179
6.4.1	Einmalige Kosten	179
6.4.2	Laufende Kosten.	181
6.5	Kriterien für die Börsen-und Emissionsfähigkeit	182
6.5.1	Angemessene Unternehmensgröße.	182
6.5.2	Ausreichende Ertragskraft	183
6.5.3	Zukunftsweisende Unternehmensstrategie.	183
6.5.4	Kompetentes Management.	183
6.6	Erkenntnisse und weitere Überlegungen	184

7	Steuern bei Umwandlung und Börsengang sowie Unterschiede in der laufenden Besteuerung	185
7.1	Umwandlung	185
7.1.1	Steuern anläßlich des Umwandlungsvorgangs	185
7.1.1.1	Umwandlung einer GmbH	185
7.1.1.2	Umwandlung einer Personengesellschaft	186
7.1.1.2.1	Ertragsteuern aus Anlaß der Umwandlung	186
7.1.1.2.2	Verkehrsteuern aus Anlaß der Umwandlung	187
7.1.2	Unterschiede in der laufenden Besteuerung nach der Umwandlung	188
7.1.2.1	GmbH	188
7.1.2.2	Personengesellschaft	188
7.1.2.2.1	Ertragsteuern	188
7.1.2.2.2	Vermögensteuer	190
7.1.2.2.3	Erbschaftsteuer	191
7.2	Steuern bei Bildung eines Pools oder einer Holding	192
7.2.1	Allgemeine Überlegungen	192
7.2.2	Gesellschaft bürgerlichen Rechts als Poolgesellschaft	193
7.2.3	Offene Handelsgesellschaft oder Kommanditgesell- schaft als Poolgesellschaft	193
7.2.4	GmbH oder Aktiengesellschaft als Poolgesellschaft	193
7.3	Börsenemission	194
7.3.1	Steuern aus Anlaß der Börsenemission	194
7.3.1.1	Steuern der Gesellschaft (AG)	194
7.3.1.2	Steuern der Gesellschafter (Aktionäre)	194
7.3.2	Änderungen der laufenden Steuerbelastung	195
8	Gesellschaftsrechtliche Maßnahmen	
	vor dem Börsengang	197
8.1	Allgemeine Überlegungen	197
8.2	Umwandlung	197
8.2.1	Von der GmbH zur Aktiengesellschaft	197
8.2.1.1	Umwandlungsvorgang	198
8.2.1.2	Umwandlungsbeschluß	198
8.2.1.3	Wahl des Aufsichtsrats und Bestellung des Vorstands	199
XVI		

8.2.1.4	Weitere Durchführung der Umwandlung	200
8.2.1.5	Stellung der Familiengesellschafter in der neuen Aktiengesellschaft	201
8.2.2	Von der Personengesellschaft zur Aktiengesellschaft	202
8.2.2.1	Umwandlungsbeschluß	202
8.2.2.2	Gestaltungsmöglichkeiten	203
8.2.2.3	Vorbereitung und Durchführung des Umwandlungs- beschlusses.	204
8.2.2.4	Rechtsfolgen	205
8.2.3	Kommanditgesellschaft auf Aktien	205
8.2.3.1	Eine interessante Alternative	205
8.2.3.2	Rechtliche Konstruktion	206
8.2.3.3	Sonderform GmbH & Co. KGaA	207
8.2.3.4	Der persönliche Einfluß	207
8.2.3.5	Steuerliche Vorzüge	208
8.2.3.6	Weitere Aspekte	210
8.2.3.7	Umwandlung in die Rechtsform der KGaA	211
8.3	Börsengang - sofort oder später?	211
8.3.1	Gewöhnung an die neue Rechtsform	211
8.3.2	Vorbereitung auf die künftige Emission	212
8.3.3	Strukturierungsmaßnahmen	212
8.3.4	Zeitpunkt für die Sicherung des Familieneinflusses . .	213
8.3.5	Die kleine Aktiengesellschaft	213
8.4	Rechtliche Maßnahmen zur Wahrung des Familieneinflusses.	214
8.4.1	Stimmenpool oder Holding?	214
8.4.2	Stimmrechtslose Vorzugsaktien oder Genußscheine?	215
8.4.3	Satzungsgestaltung	216
8.4.3.1	Gestaltung im Hinblick auf die Familienaktionäre ..	216
8.4.3.2	Gestaltung im Hinblick auf die anonymen Fremdaktionäre	216
8.4.4	Schaffung eines genehmigten Kapitals für stimmrechtslose Vorzugsaktien	217
8.4.5	Schaffung eines bedingten Kapitals und der Möglichkeit zur Ausgabe verschiedenartiger Finanzierungsinstrumente	217
8.5	Strukturierungsmaßnahmen	218

8.6	Zusammenfassende Betrachtung	218
9	Die Börsenemission	221
9.1	Organisatorische Vorbereitungen	221
9.2	Bewertung des Unternehmens und seiner Aktie	221
9.2.1	DVFA/SG-Ergebnis	222
9.2.2	Kurs/Gewinn-Verhältnis	223
9.2.3	Zusätzliche Bewertungskriterien	224
9.2.4	Underpricing	225
9.2.5	Abschlag bei Vorzugsaktien	225
9.2.6	Verhandlungsspielraum und Berechnungsbeispiel	226
9.2.7	Höhe des Grundkapitals und Stückelung der Aktien	227
9.2.8	Schlüssiges Emissionskonzept	228
9.3	Durchführung	229
9.3.1	Aufnahme und Durchführung der Emissionsverhandlungen	229
9.3.1.1	Wahl der Emissionsbank	230
9.3.1.2	Wahl des richtigen Zeitpunkts	230
9.3.1.3	Bookbuilding oder öffentliches Angebot?	230
9.3.1.4	Die Greenshoe-Option	235
9.3.1.5	Übernahmevertrag	235
9.3.2	Terminplanung	237
10	Entwicklung einer ganzheitlichen Finanzierungsstrategie	239
10.1	Eigenkapitalbedarf und Eigenkapitalbeschaffung	239
10.1.1	Planung des langfristigen Eigenkapitalbedarfs	239
10.1.2	Emissionsgrundsätze	242
10.2	Instrumente einer Finanzierungsstrategie	245
10.2.1	Finanzierungseffekt durch Emission stimmrechtsloser Vorzugsaktien	245
10.2.2	Marktfähigkeit stimmrechtsloser Vorzugsaktien	251
10.2.3	Ausstattung stimmrechtsloser Vorzugsaktien	251

10.2.4	Höhere Emissionskurse durch Wandel- und Optionsanleihen	255
10.2.5	Finanzierung durch Belegschaftsaktien	255
10.2.6	Schaffung und Pflege des eigenen Aktienmarkts	257
10.2.7	Emissionsgestaltung und Steuerbelastung	257
10.2.8	Planmäßiger Einsatz der Instrumente	260
10.3	Mehrstufige Finanzierungsstrategien	261
10.3.1	Schaffung selbständiger Finanzierungseinheiten	261
10.3.2	Entwicklung zur Holding	264
10.3.3	Ausgliederung durch Realteilung	264
10.3.4	Umwandlung des Familienpools oder der Konzernholding	265
10.4	Entwicklung eines konzernstrategischen Bewußtseins	265

Anhang

Neuemissionen von Familienunternehmen von 1986 bis 1995
Gesamtüberblick, Jahresübersichten und Einzeldarstellungen

Vorbemerkung	267
Neuemissionen 1995	270
Sero Entsorgung AG, Berlin	271
Hucke AG, Lübbecke	272
burgbad AG, Schmallingenberg	273
Schwarz Pharma AG, Monheim	274
Kiekert AG, Heiligenhaus	275
IFA Hotel & Touristik AG, Duisburg	276
Friatec AG Keramik- und Kunststoffwerke, Mannheim	277
Alno AG, Pfullendorf	278
Mühl AG, Kranichfeld	279
Indus Holding AG, Bergisch Gladbach	280
Merck KGaA, Darmstadt	281
Creaton AG, Wertingen	283
eff-eff Fritz Fuss GmbH & Co. KGaA, Albstadt-Ebingen	284
MVS Miete Vertrieb Service AG, Berlin	285

Neuemissionen 1994	286
Bien-Haus AG, Birstein	287
M.A.X. Holding AG, München	288
Schaltbau AG, München	289
Rolf Benz AG, Nagold	290
Berentzen-Gruppe AG, Haselünne	291
Ballmaier & Schultz Wertpapier AG, Frankfurt	292
Fielmann AG, Hamburg	293
Neuemissionen 1993	294
CeWe Color Holding AG, Oldenburg	295
DB-Soft AG Software, Darmstadt	296
Berliner Spezialflug AG, Diepensee	297
plettac AG, Plettenberg	298
Heilit + Woerner Bau-AG, München	299
Windhoff AG, Rheine	300
Hornbach-Baumarkt-AG, Bornheim	301
Elektra Beckum AG, Meppen	302
Neuemissionen 1992	303
Walter Bau-AG, Augsburg	304
Sto AG, Stühlingen	306
Rheiner Moden AG, Rheine	307
Röder Zeltsysteme und Service AG, Büdingen-Wolferborn	308
Tiptel AG, Ratingen	309
MD Bau Holding AG, München	310
Neuemissionen 1991	311
Lindner Holding KGaA, Arnstorf	312
Quante AG, Wuppertal	313
Pfleiderer Bau- und Verkehrssysteme AG, Neumarkt/Opf	314
Steffen AG, Mastershausen	315
Gebr. März AG, Rosenheim	316
Robert Cordier AG, Bad Dürkheim	317
Kögel Fahrzeugwerke AG, Ulm	318
Rheinhold & Mahla AG, München	319
Turbon International AG, Wuppertal	320
Möbel Walther AG, Gründau-Lieblos	321
Friedrich Grohe AG, Hemer	322

Neuemissionen 1990.	323
Signalbau Huber AG, München.	324
Maschinenfabrik Berthold Hermle AG, Gosheim.	325
Herlitz International Trading AG, Ismaning.	326
Simona AG, Kirn.	327
Walter AG, Tübingen.	328
Villeroy & Boch AG, Mettlach.	329
Hirsch AG, Düsseldorf.	330
Vossloh AG, Werdohl.	331
Fröhlich Bauunternehmung AG, Felsberg-Gensungen.	332
Sartorius AG, Göttingen.	333
C.H.A. Chemie Holding AG, München.	334
Jungheinrich AG, Hamburg.	335
Gold-Zack Werke AG, Mettmann.	337
TIAG Tabbert-Industrie AG, Frankfurt/M.	338
Jado Design Armatur- und Beschlag AG, Rödermark.	339
Hymer AG, Bad Waldsee.	340
Neuemissionen 1989.	341
Sedlbauer AG, Grafenau.	343
Weru AG, Rudersberg.	344
Honsei-Werke AG, Meschede.	346
VBH Vereinigter Baubeschlag-Handel AG, Kornal-Münchingen.	347
Schweizer Electronic AG, Schramberg.	348
Wünsche AG, Hamburg.	349
Schaerf AG, Worms.	350
Gerry Weber International AG, Steinhagen.	351
Garant Schuh AG, Düsseldorf.	352
Hako AG, Bochum.	353
Schleicher & Co. International AG, Markdorf.	354
Data Modul AG, München.	355
Bausch AG, Buttenwiesen-Pfaffenhofen.	356
Hach AG, Groß-Bieberau.	357
Jil Sander AG, Hamburg.	358
Jean Pascale AG, Norderstedt.	359
Ehlebracht AG, Enger.	360
GEA AG, Bochum.	361
Interglas AG, Ulm.	363
Dürr Beteiligungs-AG, Stuttgart.	364

Neuemissionen 1988.	365
Bijou Brigitte modische Accessoires AG, Hamburg	366
Pietzsch AG, Ettlingen	367
Marscholke, Lautenschläger und Partner AG, Heidelberg	368
Compucent AG, Frankfurt/M.	369
Computer 2000 AG, München	370
Kunert AG, Immenstadt	371
Macroton AG für Datenerfassungssysteme, München	372
Schwälbchen Molkerei Jakob Berz AG, Bad Schwalbach	373
Oppermann Versand AG, Neumünster	374
SAP AG, Walldorf/Baden	375
Spar Handels-AG Hamburg - Düsseldorf - München	377
MVG AG für internationale Mode, Sindelfingen	379
Neuemissionen 1987.	380
BBS Kraftfahrzeugtechnik AG, Schiltach	381
Hertel AG Werkzeuge + Hartstoffe, Fürth	382
Adolf Ahlers AG, Herford	383
Info Gesellschaft für Informationssysteme AG, Hamburg	384
Jagenberg AG, Düsseldorf	385
Hornbach AG, Bornheim	386
GMN Georg Müller Nürnberg AG, Nürnberg	387
Hans Einhell AG, Landau	389
Glunz AG, Hamm	390
Stixi AG, Ensdorf/Saar	391
Biotest AG, Frankfurt/M.	392
A. Moxel AG, Buchloe	393
Neuemissionen 1986.	394
Vogt electronic AG, Erlau	396
VDO Schindling AG, Frankfurt	397
Massa AG, Alzey	398
Traub AG, Reichenbach	399
Escada AG, München	400
Oberland Glas AG, Bad Wurzach	401
Kampa-Haus AG, Minden	402
Piper Generalvertretung Deutschland AG, Calden	403
Aqua Signal AG, Bremen	404
Technocell AG, München	405

Puma AG Rudolf Dassler Sport, Herzogenaurach	406
Sixt AG, Pullach	407
Gottlieb Bluthardt AG, Nürtingen	408
Ferdinand Hoffstätter AG, Bonn	409
Schneider Rundfunkwerke AG, Türkheim	410
edding AG, Ahrensburg	411
Nucletron Electronic AG, München	412
Irmen & Richter Textil AG, Stadtaliendorf	413
Pegasus Beteiligungen AG, Heidelberg	414
Fresenius AG, Bad Homburg v.d.H.	415
Maho AG, Pfronten	416
Riedel-Haus AG, Wiesbaden	417
Greiffenberger AG, Marktredwitz	418
Beteiligung der Emissionsbanken an den Konsortien der Neuemissionen von Familienunternehmen 1977 bis 1995.	419
Literaturverzeichnis	423
Firmen- und Namensverzeichnis	428
Stichwortverzeichnis	435