

Wie verändern sich deutsche Familienunternehmen an der Börse? Eine qualitative Forschung

Lisa-Maria Riegel

Witten/Herdecke University

Abstract

German family businesses are increasingly represented on the stock market. In this context, family-business logics such as long-term orientation, family influence and a close connection to the company encounter capital market requirements, including transparency, professionalization and the consideration of external stakeholders. This study examines how German family businesses change as a result of a stock market listing and which of their central characteristics remain despite capital market influence. Methodologically, the study is based on eight semi-structured interviews with executives from listed family businesses, which were analyzed qualitatively. The findings show that a stock market listing changes structures and processes in particular: companies develop capital market-oriented communication and organizational structures, increase transparency, professionalize internal processes and align themselves more strongly with external expectations. At the same time, central characteristics of family businesses remain, especially a long-term strategic orientation, the formative influence of the owning family and a strong entrepreneurial identity. Changes also occur within the owning family, for example through more regulated information flows, clearer decision-making structures and a more conscious approach to operational responsibility. The study contributes to a better understanding of listed family businesses and provides practical recommendations for family businesses considering an initial public offering.

Zusammenfassung

Deutsche Familienunternehmen sind zunehmend an der Börse vertreten. Dabei treffen familienunternehmerische Logiken wie Langfristorientierung, familiärer Einfluss und enge Bindung an das Unternehmen auf die Anforderungen des Kapitalmarkts, etwa Transparenz, Professionalisierung und die Berücksichtigung externer Stakeholder. Ziel dieser Arbeit ist es, zu untersuchen, wie sich deutsche Familienunternehmen durch eine Börsennotierung verändern und welche ihrer zentralen Merkmale trotz des Kapitalmarkteinflusses erhalten bleiben. Methodisch basiert die Arbeit auf acht semistrukturierten Interviews mit Führungskräften börsennotierter Familienunternehmen, die qualitativ ausgewertet wurden. Die Ergebnisse zeigen, dass eine Börsennotierung insbesondere Strukturen und Prozesse verändert: Unternehmen bauen kapitalmarktfähige Kommunikations- und Organisationsstrukturen auf, erhöhen ihre Transparenz, professionalisieren interne Abläufe und richten sich stärker an externen Erwartungen aus. Gleichzeitig bleiben zentrale Eigenschaften von Familienunternehmen bestehen, insbesondere eine langfristige strategische Orientierung, der prägende Einfluss der Inhaberfamilie und eine starke unternehmerische Identität. Auch innerhalb der Inhaberfamilie entstehen Veränderungen, etwa durch geregelte Informationswege, klarere Entscheidungsstrukturen und einen bewussteren Umgang mit operativer Verantwortung. Die Arbeit trägt damit zum besseren Verständnis börsennotierter Familienunternehmen bei und gibt praktische Handlungsempfehlungen für Familienunternehmen, die einen Börsengang erwägen.

Keywords: familienunternehmen; börsennotierung; kapitalmarkt; unternehmensveränderung; inhaberfamilie

Vorbemerkung

Aus Gründen der besseren Lesbarkeit wird in dieser Studie das generische Maskulinum verwendet. Die in dieser Arbeit verwendeten Personenbezeichnungen beziehen sich – sofern nicht anders kenntlich gemacht – auf alle Geschlechter.

Danksagung

An dieser Stelle möchte ich mich herzlich bei allen bedanken, die mich bei der Erstellung dieser Arbeit unterstützt haben. Ich danke Herrn Univ.-Prof. Dr. Heiko Kleve herzlich für die wertvolle fachliche Begleitung dieser Arbeit. Seine konstruktiven Impulse und der gemeinsame Austausch ha-

© The Author(s) 2026. Published by Junior Management Science.

This is an Open Access article distributed under the terms of the CC-BY-4.0 (Attribution 4.0 International). Open Access funding provided by WIFU and ZBW.

ben wesentlich dazu beigetragen, die inhaltliche Ausrichtung der Arbeit weiter zu schärfen. Mein besonderer Dank gilt zudem Herrn Prof. Dr. Tom A. Rüsen für seine Unterstützung bei der empirischen Umsetzung dieser Forschung. Durch das Teilen seines Netzwerks hat er mir den Zugang zu wertvollen Interviewpartnern ermöglicht. Ebenso danke ich Herrn PD Dr. Tobias Köllner für die Übernahme der Zweitkorrektur sowie für seine Unterstützung bei Rückfragen während des Arbeitsprozesses.

1 Einleitung

Bis heute werden Familienunternehmen überwiegend von der Gesellschaft mit privat gehaltenen Unternehmen gleichgesetzt. Dies entspricht jedoch nicht mehr der Wirklichkeit. Immer mehr mittelständische und große Familienunternehmen entdecken die Börse als effiziente Möglichkeit zur Gewinnung von Eigenkapital. Mittlerweile können 40 % der an der deutschen Börse notierten Unternehmen, je nach Schärfe der Definition, als Familienunternehmen klassifiziert werden (Achleitner et al., 2019). Börsennotierte Familienunternehmen gewinnen folglich in Deutschland zunehmend an wirtschaftlicher Bedeutung und performen erfolgreich am Kapitalmarkt. Dies wurde unter anderem durch eine Studie der Stiftung Familienunternehmen belegt, die herausfand, dass börsennotierte Familienunternehmen im Vergleich zu börsennotierten Nicht-Familienunternehmen ein höheres Wachstum in Bezug auf Umsatz und Beschäftigung erreichen (Achleitner et al., 2019). So sind börsennotierte Familienunternehmen beispielsweise für 30 % der Marktkapitalisierung im CDAX¹ verantwortlich (Achleitner et al., 2019).

Auch die Forschung veröffentlicht seit dem letzten Jahrzehnt zunehmend Publikationen zu dieser Thematik. Dabei befassen sich diese wissenschaftlichen Artikel primär mit der Unternehmensführung und Governance in börsennotierten Familienunternehmen (Pape et al., 2014; Sánchez et al., 2019; Selent, 2021). Bei einer Literaturrecherche zeigte sich, dass die Entwicklung von Familienunternehmen nach der Börsennotierung und die daraus entstehenden Veränderungen in den Unternehmen und auch in den dazugehörigen Inhaberfamilien, von der aktuellen Forschung bisher außen vor gelassen werden. So scheint es bisher keine Forschung zu den aus der Börsennotierung heraus entstandenen Veränderungen in Familienunternehmen zu geben.

Dabei lässt sich annehmen, dass sich Familienunternehmen durch die Börsennotierung verändern müssen, um den Anforderungen des Kapitalmarktes gerecht zu werden. Diese Anforderungen scheinen teilweise sogar im direkten Widerspruch zu den als typisch geltenden Eigenschaften von Familienunternehmen zu stehen. So vereinnahmt die Inhaberkategorie in reinen Familienunternehmen beispielsweise häufig eine monopolistische Rolle, mit einer starken Konzentration der Führung. Sie leitet das Unternehmen und trifft die

strategischen Entscheidungen (May, 2008). Durch den Gang an die Börse werden Anteile des Unternehmens, und damit auch Stimmrechte, als Aktien, an Aktionäre verkauft. Mit dem Besitz von Stammaktien erhalten die Aktionäre das Recht bei wichtigen Unternehmensangelegenheiten auf der Hauptversammlung abstimmen zu dürfen (Bruppacher & Anderes, 2019; Wimmer, 2010). Folglich ist davon auszugehen, dass die Inhaberkategorie durch die Börsennotierung ihres Familienunternehmens ihre Weisungsgewalt verringert und dadurch eine Schwächung der Kontrolle erlebt.

Eine weitere Paradoxie ist die als typisch geltende Langfristigkeit bei Familienunternehmen (von Schlippe, 2009a) versus der oft an der Börse erlebten Kurzfristigkeit (Federspiel, 2020). Familienunternehmen lassen sich durch ihre Transgenerationalität charakterisieren. Diese Transgenerationalität bewirkt in Familienunternehmen oft eine langfristige, strategische Ausrichtung, die auch als „Denken in Generationen“ betitelt wird (von Schlippe, 2009a). Börsennotierten Unternehmen wird stattdessen häufig eine Kurzfristorientierung zugeschrieben, die dadurch erklärt wird, dass Unternehmen sich oft den kurzfristigen Anforderungen und Interessen des Kapitalmarktes und der Aktionäre beugen (Federspiel, 2020; Wimmer, 2010).

Diese und weitere Widersprüche lassen vermuten, dass sich Familienunternehmen an der Börse verändern müssen. Um welche Veränderungen es sich hierbei handelt, ist allerdings bisher unerforscht.

Im Rahmen dieser Forschungsarbeit soll diese Forschungslücke adressiert werden, indem Veränderungen von Familienunternehmen, durch den Einfluss des Kapitalmarktes, mittels qualitativer, semistrukturierter Interviews mit Führungspersonal untersucht werden. Hierbei gilt es Muster und Strukturen zu identifizieren, um eine Theorie über die Veränderungen von börsennotierten Familienunternehmen zu formulieren. Dabei fokussiert sich dieses Forschungsprojekt primär auf Veränderungen in börsennotierten Unternehmen, aber auch auf Eigenschaften der Familienunternehmen, die trotz der Börsennotierung im Unternehmen erhalten bleiben. Das Phänomen der Veränderungen in börsennotierten Familienunternehmen soll hierbei allerdings nicht nur auf theoretischer Ebene untersucht werden, sondern auch durch konkrete Handlungsempfehlungen für Familienunternehmen, die an die Börse gehen wollen, ergänzt werden. Daher richtet sich dieses Forschungsprojekt primär an Familienunternehmen, die überlegen, an die Börse zu gehen, oder ihren IPO² gerade vorbereiten, also typische Börsenkandidaten.

Aufgrund des limitierten Umfangs dieser Arbeit wird sich diese Forschung zunächst ausschließlich auf deutsche Familienunternehmen konzentrieren. Daher lautet die Forschungsfrage dieser Studie:

„Wie verändern sich deutsche Familienunternehmen an der Börse?“

¹ CDAX = Composite DAX ist ein Index, der „die Wertentwicklung aller deutschen Aktien im Prime Standard und im General Standard abbildet“ (Deutsche-Börse, 2024).

² IPO = Initial public offering (kurz: „IPO“) beschreibt den Börsengang oder die Börseneinführung, bei der ein Unternehmen zum ersten Mal Aktien an der Börse platziert (Breuer, 2023).

Zur Erlangung der bereits definierten Ziele gliedert sich dieses Forschungsprojekt in sechs Abschnitte: (1) Einleitung, (2) theoretischer Rahmen, (3) Empirik, (4) Ergebnisse, (5) Diskussion und (6) Fazit.

In der Einleitung wird die Relevanz und Zielsetzung der Forschungsarbeit erläutert. Der theoretische Rahmen umfasst die in dieser Forschung gängige Definition von Familienunternehmen, relevante Modelle, Vor- und Nachteile für den Börsengang eines Familienunternehmens, eine Erläuterung der Eigenschaften und Charakteristika von börsennotierten Familienunternehmen und einen Vergleich der Eigenschaften von Familienunternehmen zu den Eigenschaften börsennotierter Unternehmen, um die Widersprüchlichkeit zwischen Familienunternehmen und dem Umfeld der Börse hervorzuheben. In dem empirischen Abschnitt werden die Forschungsmethoden und die konkrete Vorgehensweise während der Forschung vorgestellt. Das Kapitel 4 „Ergebnisse der qualitativen Forschung“ gibt eine detaillierte Zusammenfassung der Erkenntnisse, die im Rahmen der qualitativen Forschung entstanden sind. Anschließend werden diese in der Diskussion interpretiert und theoretische und praktische Implikationen vorgestellt. Hiernach werden die Limitationen der vorliegenden Forschung ausgeführt und daraus Empfehlungen für weitere Forschung abgeleitet. Abschließend fasst das „Fazit“ die gewonnenen Erkenntnisse dieses Forschungsprojektes zusammen.

2 Theoretischer Rahmen

2.1 Definition des Begriffs „Familienunternehmen“ & relevante Theorien

2.1.1 Definition des Begriffs „Familienunternehmen“

Die Definition des Begriffs „Familienunternehmen“ stellt die Forschung bis heute vor eine Herausforderung, da die klare Abgrenzung zwischen einem Familienunternehmen und einem Nicht-Familienunternehmen bisher noch nicht gezogen werden konnte (Halder, 2015). Bei der Entwicklung einer klaren Abgrenzung drehen sich die meisten Forschungsansätze um die Frage: „Welcher Einfluss der Gründerfamilie ausreichend ist, damit sie das Unternehmen entsprechend als Familienunternehmen prägen kann.“ (Achleitner et al., 2019, S. 6). Aktuell werden über 90 Definitionen für das Wort „Familienunternehmen“ in der Forschung verwendet (Achleitner, 2010).

Bei der Formulierung der Definition von Familienunternehmen und bei der Abgrenzung zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen für diese Arbeit muss berücksichtigt werden, dass sich das Forschungsprojekt hier ausschließlich mit börsennotierten Familienunternehmen befasst, die aufgrund ihrer Notierung mit einer anderen Ausgangssituation als privat gehaltene Familienunternehmen umgehen müssen. So ist durch den IPO mit einem Kontrollverlust der Inhaberkategorie zu rechnen, da Unternehmensanteile durch Aktien an externe Aktionäre abgegeben werden, die dadurch Einfluss auf die Unternehmensführung

ausüben können und deren Interessen bei Unternehmensentscheidungen berücksichtigt werden müssen (Bandow et al., 2019).

Eine Definition, die die gesonderte Situation von börsennotierten Familienunternehmen bereits in Betracht zieht, ist die Founding-Family-Definition. Laut der Founding-Family-Definition qualifiziert sich ein Unternehmen als Familienunternehmen, wenn die Gründerfamilie mindestens die Sperrminorität ($\geq 25,1\%$ des Stimmrechtsanteils) der Stimmrechte besitzt und/oder ein Vorstands- und/oder ein Aufsichtsratsmandat hält (Achleitner et al., 2019).

Die Founding-Family-Definition eignet sich als Definitionsvorlage für dieses Forschungsprojekt, da es sich hierbei um einen verständlichen und vermittelbaren Ansatz und eine wissenschaftlich anerkannte Vorgehensweise handelt, die auch das deutsche Corporate-Governance-System berücksichtigt. Darüber hinaus vermittelt die Definition Kriterien, anhand derer man Familienunternehmen trennscharf von Nicht-Familienunternehmen unterscheiden kann (Achleitner et al., 2019).

Trotzdem wird die Founding-Family-Definition für dieses Forschungsprojekt zusätzlich verschärft. Zum einen kategorisiert die Founding-Family-Definition Unternehmen nur als Familienunternehmen, wenn die Gründerfamilie noch Einfluss auf das Unternehmen hat (Achleitner et al., 2019). Durch diese Vorgehensweise werden Unternehmen, die allgemein als Familienunternehmen wahrgenommen werden, disqualifiziert, nur weil die Gründerfamilie nicht mehr im Unternehmen aktiv ist, obwohl sie durch ihre Inhaberkategorie alle weiteren Kriterien für ein Familienunternehmen erfüllen. Um diesem Problem entgegenzusteuern, wird die Definition daher entsprechend abgewandelt, so dass diese nicht nur Gründerfamilien miteinbezieht, sondern auch Inhaberkategorie, die ihr Familienunternehmen nicht selbst gegründet haben. Des Weiteren wird in dieser Forschungsarbeit ein weiteres Kriterium verwendet, um Familienunternehmen von Nicht-Familienunternehmen zu unterscheiden: die Transgenerationalität. Laut der WIFU³-Stiftung ist der transgenerationale Moment essenziell, um ein Familienunternehmen zu definieren, da die Planung der Nachfolge eine maßgebliche Eigenschaft ist, die Familienunternehmen von Nicht-Familienunternehmen unterscheidet (WIFU Stiftung, 2023a). Um Transgenerationalität bei der Definition von Familienunternehmen zu berücksichtigen, qualifizieren sich in dieser Arbeit nur Unternehmen als Familienunternehmen, wenn die Inhaberkategorie mindestens in zweiter Generation an dem Unternehmen beteiligt ist. Zusätzlich kommt es bei der Anwendung der Definition in dieser Arbeit zu einer weiteren Verschärfung. Die ursprüngliche Founding-Family-Definition hat als Kriterium, dass die Inhaberkategorie die Sperrminorität und/oder ein Aufsichtsrats- und/oder Vorstandsmandat halten muss. Für dieses Forschungsprojekt ist diese Anforderung zu schwach, da so jedes Unternehmen als Familienunternehmen infrage

³ WIFU = Wittener Institut für Familienunternehmen (WIFU Stiftung, 2023a).

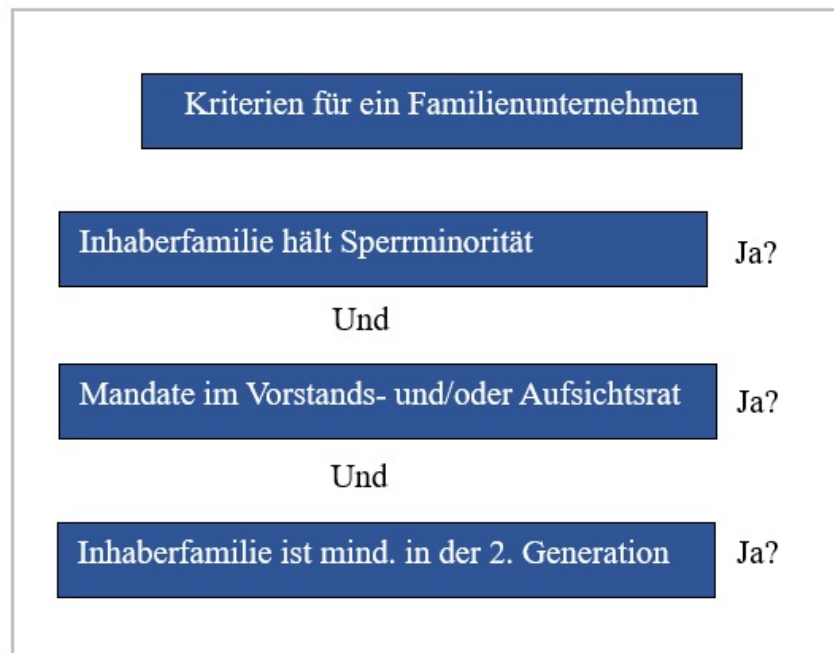


Abbildung 1: Kriterien zur Qualifikation eines Unternehmens als Familienunternehmen im Rahmen dieses Forschungsprojekts – eigene Darstellung

käme, das einen Vorstands- oder Aufsichtsrat hat, oder einen mitbestimmenden Minderheitsgesellschafter (Gesellschafter mit $\geq 25,1\%$). Daher wird dieses Kriterium verschärft, indem sich Unternehmen nur dann als Familienunternehmen qualifizieren, wenn die Inhaberfamilie die Sperrminorität der Stimmrechte besitzt und ein Mandat im Vorstands- und/oder Aufsichtsrat hält.

Zusammenfassend definiert diese Arbeit den Begriff „Familienunternehmen“ wie folgt:

Ein Unternehmen qualifiziert sich als Familienunternehmen, wenn die Inhaberfamilie mindestens seit zwei Generationen an dem Unternehmen beteiligt ist, mindestens die Sperrminorität der Stimmrechte besitzt und mindestens ein Mandat im Vorstands- und/oder Aufsichtsrat hält. (eigene Definition)

Folgend werden relevante Theorien und Modelle zu der Thematik „Familienunternehmen“ vorgestellt, die im weiteren Verlauf dieser Studie immer wieder aufgegriffen werden.

2.1.2 Das Drei-Kreis-Modell & pragmatische Paradoxien eines Familienunternehmens

Die Besonderheit von Familienunternehmen im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen ist ihr einzigartiges Konstrukt, das aus einer Verzahnung unterschiedlichster Sozialsysteme entsteht: dem Unternehmen, der Familie und dem Eigentum (von Schlippe, 2020). Nach von Schlippe sind Sozialsysteme Sinnsysteme, die „aus der Art und Weise, wie eine Kommunikation an die andere schließt“ (von Schlippe,

2022, S. 79) gebildet werden, also eine Art Kommunikationssystem. Diese Sinnsysteme werden von ihren Akteuren nicht bewusst wahrgenommen, sondern kennzeichnen sich primär durch generalisierte Verhaltenserwartungen, die unbewusst ablaufen (von Schlippe, 2022).

Das Drei-Kreis-Modell, nach Tagiuri und Davis (Tagiuri & Davis, 1996), dient als Blick- und Analyseraster, um die aus der Verzahnung der drei Sozialsysteme entstehende Komplexität vereinfacht darzustellen, und bildet damit den Grundkonsens der Forschung für Familienunternehmen. Dafür stellt das Drei-Kreis-Modell die drei Sozialsysteme als unabhängige, einander überschneidende Kreise dar (von Schlippe, 2020; Wiechers, 2006).

Alle drei Sozialsysteme verfolgen ihre eigenen Logiken und haben ihre eigenen Erwartungshaltungen und Regeln (von Schlippe, 2020):

Familie: Das Sozialsystem „Familie“ steht für erlebte Intimität und intergenerationale Beziehungen. In den meisten Fällen wird man in die Familie hineingeboren, in eine Form der Schicksalsgemeinschaft. Ein hoher Wert in dem System der Familie ist die Bindung. Gehört man einmal einer Familie an, wird man nicht mehr ausgeschlossen. In diesem Sozialsystem zählt man als ganze Person und wird als Ganzes wahrgenommen. Es herrscht die Bindungskommunikation (von Schlippe, 2009a, 2020).

Unternehmen: In dem Sozialsystem „Unternehmen“ dreht sich alles um das Unternehmen. Jegliche Kommunikation wird auf das Geschäft bezogen. Es herrscht die Entscheidungskommunikation. Hier ist nur die Teilperson von Relevanz, das bedeutet ihre berufliche Kompetenz. Freizeitinteressen und persönliche Befindlichkeiten spielen

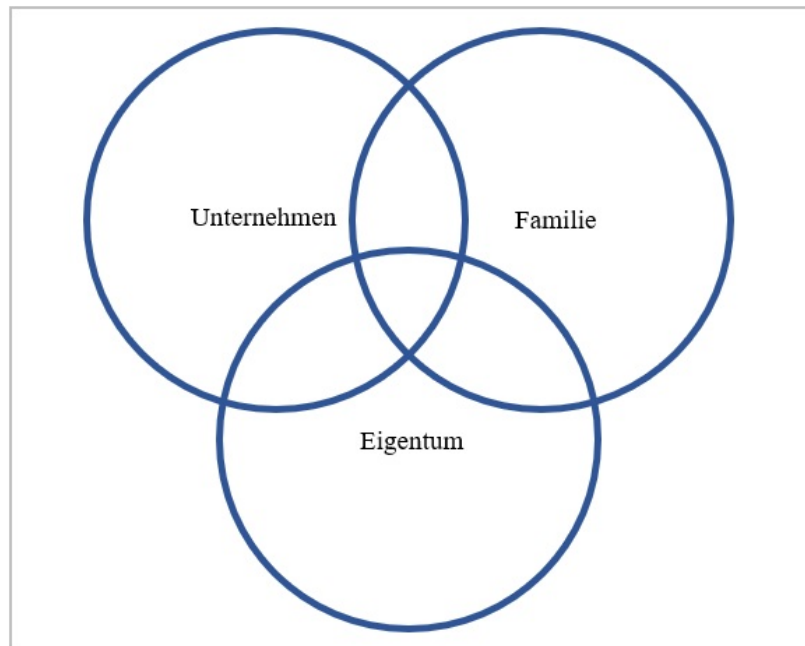


Abbildung 2: Drei-Kreis-Modell (von Schlippe, 2020) – eigene Darstellung

in diesem Subsystem keine Rolle. Handelnde sind hierbei austauschbar und können ersetzt werden (von Schlippe, 2009a, 2020).

Eigentum: In dem Sozialsystem „Eigentum“ dreht sich alles um die Gewinnerwartung. Hier liegt das maßgebliche Ziel darin, den optimalen Nutzen der eigenen Ressourcen zu gewährleisten. Um dies tun zu können, ist das Sozialsystem meistens von klaren Spielregeln geprägt, wie beispielsweise der Verbindlichkeit von Verträgen (von Schlippe, 2009a, 2020).

Normalerweise sind diese Sozialsysteme klar voneinander getrennt. Herrscht zu Hause die Familienlogik, wo man sich zur Verabschiedung umarmt, so herrscht auf der Arbeit eine formelle Norm, sodass man sich die Hand zur Verabschiedung reicht. In Familienunternehmen ist dies anders. Hier treffen die drei Sozialsysteme aufeinander und bilden eine Art Mischkontext, da die Inhaberfamilie zusammen ein Unternehmen führt und das dazugehörige Eigentum verwaltet. Dies stellt die Inhaberfamilie oft vor Herausforderungen, da die verschiedenen Sozialsysteme teilweise paradox zueinanderstehen. Das heißt, dass sie durch die „*Gleichzeitigkeit einander widersprechender Verhaltenserwartungen gekennzeichnet*“ (von Schlippe, 2020, S. 166) sind (von Schlippe, 2020).

Die Herausforderungen der Inhaberfamilie werden zusätzlich gesteigert, da die Wahl der Sozialsysteme nicht bewusst und erkennbar stattfindet. So ist den einzelnen Familienmitgliedern oft nicht bewusst aus welcher Logik heraus der andere zu einem spricht und damit auch welche Erwartungsstruktur das Gegenüber an einen richtet. Diese Herausforderungen können in einer Inhaberfamilie immer wieder zu einem Zustand der Verwirrung und Irritation führen, wes-

halb Familienunternehmen ein erhöhtes Konfliktrisiko bergen (von Schlippe, 2020).

2.1.3 Mentale Modelle

Mentale Modelle beschreiben Systeme an Überzeugungen und definieren, wie sich eine Person selbst und ihr soziales Umfeld wahrnimmt. Sie geben darüber Auskunft, in welcher Rolle eine Person sich selbst sieht und von welchen Logiken, Denkmustern und Prämissen sie ihr Verhalten abhängig macht (Rüsen et al., 2019).

Das WIFU definiert vier mentale Modelle, die das kommunizierte, erlebte und vorgelebte Selbstverständnis einer Unternehmerfamilie zusammenfassen. Dabei betrachten die mentalen Modelle die unternehmerischen und familiären Denklogiken, die eine Inhaberfamilie ausmachen, und erklären anhand dieser, wie sich das Verhältnis zwischen Unternehmen und Familie bildet und wie das soziale Miteinander in der Familie stattfindet. Wie alle Modelle sind auch mentale Modelle dynamisch. Das heißt, dass Inhaberfamilien mit der Zeit neue Denkmuster etablieren und so ihr mentales Modell hinterfragen und gegebenenfalls wechseln (Rüsen et al., 2012, 2019). Nun folgend werden drei der vier Modelle vorgestellt.

Patriarchale Logik: Das Modell der patriarchalen Logik kommt häufig in oder nach Gründungssituationen vor, in denen der Komplexitätsgrad der Familie gering bis mittel, und der Komplexitätsgrad des Unternehmens mittel bis hoch ist. Es beschreibt eine stark zentrierte Unternehmenslogik, in der eine Person, der Patriarch, sowohl bei dem Unternehmen als auch bei der Familie an der Spitze steht. Der Patriarch hat die Kontrolle. Die gesamte Unternehmensstruktur ist auf ihn ausgerichtet. Er verfügt, meist als einziger, über das gesamte

Wissen des Unternehmens, was ihn für ein Unternehmen oft unersetzbar macht. In der Position trifft er alle wichtigen, unternehmerischen Entscheidungen, die nur selten hinterfragt werden. So kommt es in Unternehmen, die einer patriarchalen Logik folgen, häufig zu einem komplexen Zusammenspiel zwischen Verantwortungszuschreibung und Verantwortungsübernahme (Rüsen et al., 2012, 2019).

Logik der operativ tätigen Familie: Die Logik der operativ tätigen Familie verfolgt die Annahme, dass ein Familienunternehmen nur von der Inhaberfamilie geführt werden kann. Um dieser Logik gerecht werden zu können, agiert die Inhaberfamilie oft als Team und übernimmt somit wichtige Positionen im Unternehmen. Die Identität der Inhaberfamilie ist stark an die operative Tätigkeit im Unternehmen gekoppelt. Dadurch verspüren die einzelnen Familienmitglieder oft ein starkes Pflichtbewusstsein gegenüber dem Unternehmen und den anderen Familienmitgliedern, wodurch sie häufig dazu tendieren, ihre eigenen Interessen in den Hintergrund zu stellen. Dieses Modell ist häufig bei Familienunternehmen mit niedrigem bis mittlerem Komplexitätsniveau der Familie und einem mittleren bis hohen Komplexitätsniveau des Unternehmens anzutreffen (Rüsen et al., 2012, 2019).

Logik der aktiven Eigentümerfamilie: Die Logik der aktiven Eigentümerfamilie verfolgt die Annahme, dass sich die Inhaberfamilie primär auf die Eigentümerfunktion konzentrieren soll. Das heißt, dass die Familie ihre Verantwortung in der Steuerung des Unternehmens, aber nicht in dessen Führung sieht. Mit der Führung des Unternehmens wird daher oft ein familienexterner, geeigneter Manager beauftragt. Sollte ein Familienmitglied geeignet für eine Führungsposition im Unternehmen sein, wird die Führung hier trotzdem meistens nicht komplett ausgeschlossen. Da die Familie ihre unternehmerische Verantwortung in der Eigentümerfunktion sieht, ist sie oft in Aufsichtsrats- oder Kontrollgremien vertreten. Die Identität der Unternehmerfamilie ist bei dieser Logik also nicht an die operative Mitarbeit gekoppelt. Oftmals ist dieses mentale Modell in Familienunternehmen mit einem hohen Komplexitätsgrad der Familie und einem hohen Komplexitätsgrad des Unternehmens anzutreffen (Rüsen et al., 2012, 2019).

Die Logik der Investorenfamilie wird hier nicht weiter ausgeführt, da sie für den weiteren Verlauf der Forschungsarbeit irrelevant ist.

2.2 Eigenschaften und Charakteristika börsennotierter Familienunternehmen

Eine Studie der Stiftung Familienunternehmen konnte einige Eigenschaften und Charakteristika von deutschen, börsennotierten Familienunternehmen identifizieren, die sich teilweise auch von börsennotierten Nicht-Familienunternehmen unterscheiden (Achleitner et al., 2019). Um das Phänomen des börsennotierten Familienunternehmens besser verstehen zu können, werden diese nun zusammengefasst.

In börsennotierten Familienunternehmen hält die Inhaberfamilie in 86 % der Fälle Mandate im Vorstands- oder

Aufsichtsrat. Mittlerweile haben jedoch 55 % der Familienunternehmen einen externen Vorstandsvorsitzenden. Diese Tendenz scheint mit der Zeit zuzunehmen (Achleitner et al., 2019). Vergleicht man die Geschäftsführungsgremien der Familienunternehmen mit denen von börsennotierten Nicht-Familienunternehmen, können Familienunternehmen oftmals eine ähnliche Größe des Vorstandes aufweisen, scheinen jedoch meistens einen kleineren Aufsichtsrat zu besitzen (Achleitner et al., 2019).

In dem Großteil der börsennotierten Familienunternehmen ist die Inhaberfamilie mit über 50 % nach wie vor am Unternehmen beteiligt (Rieger & Paulsen, 2022). Die Stiftung Familienunternehmen konnte im Rahmen der erwähnten Studie allerdings einen langsamen Rückgang der Anteile der Inhaberfamilie verzeichnen (Achleitner et al., 2019). Allgemein besitzen börsennotierte Familienunternehmen einen kleineren Anteil an Streubesitz als börsennotierte Nicht-Familienunternehmen (Achleitner et al., 2019).

Auch an der Börse sind Familienunternehmen in allen Industrien vertreten, besonders im produzierenden Gewerbe mit einem Anteil von 40 %, im Handel mit einem Anteil von 42 % und im Dienstleistungssektor (Achleitner et al., 2019).

Vergleicht man die Performance zwischen börsennotierten Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen, scheinen die Familienunternehmen sogar besser abzuschneiden. So verzeichnen sie ein höheres Wachstum bei Umsatz und Beschäftigung, eine bessere operative Performance, gemessen an der Kennzahl Return on Assets, und einen höheren Return on Equity (Achleitner et al., 2019). Darüber hinaus scheinen sie geringeren Kursschwankungen ausgesetzt zu sein und können oftmals eine höhere Dividende vorweisen (Bandov et al., 2019).

2.3 Vor- und Nachteile von Familienunternehmen an der Börse

In der aktuellen Forschung spalten sich die Meinungen, ob Familienunternehmen an die Börse gehören, schon seit Jahren (Kormann, 2023; Achleitner et al., 2019; Hennerkes, 1998, S. 60-107). So werden immer wieder verschiedenste Vor- und Nachteile für börsennotierte Familienunternehmen genannt.

Beginnend mit den Nachteilen, stellt der Kapitalmarkt einige Herausforderungen an Familienunternehmen. Dieser ist für Unternehmen mit einem hohen Kostenaufwand und einigen regulatorischen Anforderungen verbunden (Achleitner et al., 2011), die Familienunternehmen vor einen steigenden, formalen Organisationsaufwand stellen (Hennerkes, 1998, S. 318-339). So fordert der Kapitalmarkt beispielsweise einen hohen Grad an Transparenz, verbunden mit einer hohen medialen Aufmerksamkeit, wodurch Familienunternehmen schnell in das Interesse der Öffentlichkeit gerückt werden (Achleitner et al., 2011; Bandov et al., 2019). An der Börse müssen sich Familienunternehmen einer breiten und anonymen Investorenschaft öffnen und finanzielle Daten müssen publiziert werden (Blättchen & Nespethal, 2013). Dies steht im direkten Widerspruch zu der als typisch für Familienunternehmen geltenden Eigenschaft,

die eigenen Zahlen geheim halten zu wollen (Hennerkes, 1998, S. 318-339). Familienunternehmen müssen sich hier also entsprechend anpassen.

Eine weitere, neue Herausforderung für Familienunternehmen ist die Volatilität der Börse. Die Entwicklung von Aktien ist stark abhängig von externen Faktoren und der Unternehmenswert eines Unternehmens steigt und fällt an der Börse oft scheinbar irrational (Federspiel, 2020). An diese, von externen Faktoren beeinflusste Volatilität müssen sich Familienunternehmen, die eigentlich eher eine wirtschaftliche Unabhängigkeit präferieren, anpassen (Federspiel, 2020; R. Wimmer et al., 2018).

Des Weiteren wird die stark ausgeprägte Konzentration der Kontrolle der Inhaberfamilie, die oft bei Familienunternehmen vorliegt, an der Börse nicht gerne gesehen. So kommt es an der Börse immer wieder zu Konflikten zwischen Groß- und Kleinaktionären, da sich Kleinaktionäre durch die Macht eines aktiven Großaktionärs benachteiligt fühlen (Achleitner, 2010). Dieser Konflikt kann durch die gesonderte Rolle, die eine Inhaberfamilie oftmals in ihrem Familienunternehmen einnimmt, zusätzlich befeuert werden.

Auch für die Inhaberfamilie kann der Börsengang Nachteile mit sich bringen. Zum einen widerfährt ihr in der Regel ein ausgeprägter Kontrollverlust, da nun, durch die Aktionäre, eine neue Gruppe an Anteilseignern an das Unternehmen herantritt. Der Vorstands- und Aufsichtsrat des Familienunternehmens unterliegt an der Börse keinem imperativen Mandat mehr. Die Weisungsgewalt der Familie wird hierdurch reduziert (Hennerkes, 1998; Selent, 2021).

Auch können sich durch den Börsengang steuerliche Nachteile für die Inhaberfamilie bilden. Die oftmals hohe Bewertung von Aktien nach Kurswert führt dazu, dass Erbschafts- und Schenkungssteuern geradezu explodieren. Die daraus entstehende Belastung für die Inhaberfamilien von Familienunternehmen verzehnfacht sich in vielen Fällen. Folglich erschwert sich die Vererbung börsennotierter Aktien signifikant (Hennerkes, 1998, S. 318-339).

Trotzdem sprechen viele Vorteile für einen Börsengang von Familienunternehmen. So können Familienunternehmen durch den Börsengang beispielsweise eine nachhaltige Eigenkapitalquelle generieren, die ihre Liquidität verbessert und ihnen dadurch eine höhere Flexibilität für Zukunftsinvestitionen zusichert (Bandov et al., 2019; Hennerkes, 1998).

Ein weiterer Vorteil des Kapitalmarktes für Familienunternehmen ist, dass Unternehmen durch die Börse oftmals eine bessere Reputation und eine höhere Vertrauensbasis (entstehend durch die hohen Transparenzanforderungen der Börse) erlangen. Dies wird oftmals positiv von Kunden und Geschäftspartnern angenommen und verbessert die Chancen für die Gewinnung von Aufträgen und Arbeitskräften. Börsennotierte Unternehmen werden oftmals als attraktiver wahrgenommen und erhalten bessere Finanzierungsmöglichkeiten, beispielsweise bei Banken (Bandov et al., 2019; Hennerkes, 1998).

Die Börse gewährt der Inhaberfamilie zusätzlich eine gewisse Flexibilität. So kann die Inhaberfamilie einfacher über

Anteile verfügen und diese, falls gewollt, auch abstoßen, ohne dass die Kaufkraft durch andere Familienmitglieder sichergestellt sein muss. Dies erleichtert die Nachfolgeregelung ungemein, da diese in Familienunternehmen immer mit einem großen Risiko verbunden ist, und ermöglicht auch einen schrittweisen Rückzug der Inhaberfamilie aus dem Familienunternehmen (Bandov et al., 2019; Hennerkes, 1998).

Diese Flexibilität bietet der Inhaberfamilie die Möglichkeit ihr Eigentum zu diversifizieren. Typischerweise investieren Inhaberfamilien nahezu ihr gesamtes Privatvermögen in ihr eigenes Unternehmen, wodurch sie auch ein hohes wirtschaftliches Risiko tragen. Dieses Risiko können sie durch eine Diversifikationsstrategie an der Börse reduzieren, indem sie durch Veräußerung von Unternehmensanteilen ein haftungsfreies Privatvermögen schaffen, ohne ihren Einfluss auf das Familienunternehmen aufgeben zu müssen (Bandov et al., 2019; Hennerkes, 1998).

Zusammenfassend scheint der Börsengang für Familienunternehmen, unter Beachtung der vielschichtigen Herausforderungen ein vielversprechender Katalysator zu sein, um das eigene Unternehmen zukunfts- und wettbewerbsfähig ausbauen zu können.

2.4 Vergleich der Eigenschaften von Familienunternehmen mit den Eigenschaften börsennotierter Unternehmen

Der Hauptteil dieses theoretischen Rahmens soll die Widersprüchlichkeit zwischen Familienunternehmen und börsennotierten Unternehmen hervorheben und dadurch Bereiche identifizieren, die sich möglicherweise durch die Börsennotierung bei einem Familienunternehmen verändern. Um dies tun zu können, werden zunächst die typischen Eigenschaften eines Familienunternehmens dargestellt. Anschließend wird das Umfeld der Börse genauer betrachtet und abschließend ein Vergleich der beiden Unternehmenstypen durchgeführt.

2.4.1 Eigenschaften & Merkmale von Familienunternehmen

Wie bereits erläutert, sind Familienunternehmen ein einzigartiger Unternehmenstypus, der stark von dem Einfluss der Inhaberfamilie geprägt wird (Bandov et al., 2019). Wie die Familien sind auch ihre Unternehmen sehr heterogen. Trotzdem findet man in der Forschung einige Eigenschaften und Merkmale, die bei einem Großteil von Familienunternehmen vorkommen (R. Wimmer et al., 2018). Bei Familienunternehmen kommt es zu einer Verzahnung zweier unterschiedlicher Sozialsysteme, der Familie und dem Unternehmen. Dadurch wird das Unternehmen von familiären Mustern geprägt, und die Familie von organisationalen Mustern (Rüsen et al., 2019). So entsteht eine Koevolution zweier unterschiedlicher Sozialsysteme, die für beide strukturprägend und identitätsstiftend ist (R. Wimmer et al., 2004). Der daraus entspringende Unternehmenstypus macht circa 90 % aller Unternehmen in Deutschland aus (Stiftung Familienun-

ternehmen, 2023) und trägt damit zu dem Wohlstand und der Zukunftssicherung des Landes bei (Kleve & Rüsen, 2009).

Nun folgend werden einige Eigenschaften von Familienunternehmen erläutert, die im weiteren Verlauf dieser Studie relevant sind, da sie direkt oder indirekt mit Anforderungen des Kapitalmarktes und Eigenschaften börsennotierter Unternehmen kollidieren. Diese Eigenschaften werden in diesem Kapitel nicht einzeln vorgestellt, sondern anhand der entsprechenden Unternehmensbereiche.

Hierbei muss berücksichtigt werden, dass Familienunternehmen sehr heterogen sind, da sie von vielen verschiedenen Einflussfaktoren geprägt werden, wie der persönlichen Einstellung der Inhaberfamilie und der Rechtsform des Unternehmens. Es handelt sich hier also um eine stark verallgemeinerte Darstellung der Merkmale.

Führung & Kontrolle: In den meisten Familienunternehmen liegt eine ausgeprägte Konzentration der Kontrolle bei der Inhaberfamilie. Der Inhaberfamilie kommt dadurch eine gesonderte Stellung zu, durch die sie das Unternehmen maßgeblich prägen und beeinflussen kann (May, 2008). Daraus entsteht oftmals eine traditionelle Monopolisierung aller unternehmerischen Funktionen an der Unternehmensspitze, wodurch die familieninternen Führungskräfte für das Familienunternehmen unentbehrlich werden und das Unternehmen nach ihren eigenen Leitbildern und Werten führen können (R. Wimmer et al., 2018).

Durch die starke Konzentration aller unternehmerischen Funktionen an der Unternehmensspitze wird der Führungsstil des Familienunternehmens stark von der Inhaberfamilie geprägt. In der Regel hat die Inhaberfamilie das letzte Wort bei strategischen Entscheidungen in ihrem Familienunternehmen, da sie auch das Risiko der Konsequenzen zu tragen hat (Hennerkes, 1998, S. 60-107). Daraus entstehend, scheint in vielen Familienunternehmen eine besondere Art der Unternehmensführung vorzuliegen, die von Wimmer und Nagel auch „*intuitiver Typ*“ (R. Wimmer & Nagel, 2000, S. 8) genannt wird. Mit dem intuitiven Führungstypen ist gemeint, dass die Inhaberfamilie oft ein persönliches Zukunftsbild von dem eigenen Unternehmen entwickelt, dass implizit ist und selten mit der Belegschaft geteilt wird. Häufig riskiert die Familie durch diesen Führungsstil eine ausbleibende strategische Reflexion, und lässt vorhandene Intelligenz im Unternehmen ungenutzt, wodurch Zukunftspotenziale unausgeschöpft bleiben können (Hilse & Wimmer, 2009).

Ein weiteres Führungsmerkmal von Familienunternehmen ist der ausgeprägte, familienbezogene Führungswunsch. Für viele Inhaberfamilien ist ihr Selbstwert stark an ihr Familienunternehmen gekoppelt. Durch diese Bindung erleben einige Gründer eines Familienunternehmens den Wunsch, dass ihre Nachfolger in ihre Fußstapfen treten und ebenfalls Führungspositionen in dem Unternehmen einnehmen (R. Wimmer et al., 2018).

Identität und Bindung: Die Identität eines Sozialsystems ist abhängig von der Selbstbeschreibung eigener Besonderheiten, die das Sozialsystem von anderen unterscheidet und einzigartig macht. Bei der Inhaberfamilie eines Familienunternehmens ist hierbei oft das Unternehmen selbst das her-

ausstechendste Merkmal, das die Familie besonders macht. Durch das Unternehmen genießt sie häufig einen gesonderten und angesehenen gesellschaftlichen Status und Vorteile, wie finanzielle Unabhängigkeit. Die Familie bildet sich durch diese Beschreibung zu einer Form der Schicksalsgemeinschaft, die ihre Identität stark von dem eigenen Unternehmen abhängig macht. Diese Identität ist hierbei oft maßgeblich an Attribute wie Eigentum, Führung und Kontrolle gebunden, an denen der Wert der eigenen Identität bemessen wird. Daraus entsteht häufig auch, der bereits oben erwähnte, familienbezogene Führungswunsch, um den Einfluss auf das Unternehmen aufrechtzuerhalten und damit den Wert der eigenen Identität zu sichern (von Schlippe et al., 2018; R. Wimmer et al., 2004).

Die Inhaberfamilie eines Familienunternehmens ist in den meisten Fällen stark an ihr Unternehmen gebunden. Ursachen dafür sind unter anderem die finanzielle Abhängigkeit von dem Unternehmen und eine emotionale Bindung, da das Unternehmen stark mit der eigenen Geschichte und mit der eigenen Identität verzahnt ist (R. Wimmer et al., 2018). Viele Inhaberfamilien sehen in ihrem Familienunternehmen ihr Lebenswerk und eine langjährige Familientradition, der sie verpflichtet sind (Hennerkes, 1998, S. 60-107).

Der Schweizer Familienunternehmer Stephan Schmidheiny beschrieb diese besondere Form der Bindung wie folgt: „*Der Familienunternehmer im eigentlichen Sinn ist durch sein Eigentum und durch die unternehmerische Verantwortung sehr eng, und grundsätzlich auf Dauer, mit dem Unternehmen verbunden, das er führt. Sein Name, sein Ruf, das Vermögen, die persönlichen Verhältnisse, in einem sehr weiten Sinn, sind geprägt von Gedeih und Verderb des Unternehmens, mit dem er sich identifiziert. (...)*“ (Zahn, 1990, S. 5).

Diese persönliche Bindung zwischen der Unternehmerfamilie und dem Familienunternehmen trägt wesentlich zu der Identität eines Familienunternehmens bei (Hennerkes, 1998, S. 60-107). Sie kann dem Unternehmen wesentliche Chancen und Möglichkeiten eröffnen, aber auch zu Problemen und Nachteilen führen. Häufig verschwimmen die Grenzen zwischen dem privaten und beruflichen Umfeld der Inhaberfamilie durch diese stark ausgeprägte Verknüpfung (R. Wimmer et al., 2018).

Organisationsstruktur: Aus dem Einfluss der Inhaberfamilie bildet sich oftmals eine besondere Form der Organisationsstruktur, die stark von dem Leitbild der Inhaberfamilie geprägt wird. Traditionell wird die Organisationsstruktur auf die Bedürfnisse des Unternehmers und die der Unternehmerfamilie zugeschnitten. Dabei steht der Eigentümer meist im Zentrum des betrieblichen Geschehens (Hilse & Wimmer, 2009).

Zentrale Merkmale der Organisationsstruktur eines Familienunternehmens sind unter anderem flache Hierarchien und kurze Entscheidungswege. Dies folgt daraus, dass bei Familienunternehmen in der Regel Eigentum und Führung in derselben Hand liegen und damit Abstimmungsprozesse deutlich kürzer sind. Darüber hinaus findet man in Familienunternehmen selten ein klares Regelwerk für Arbeitsprozesse, genaue Stellenbeschreibungen, definierte Entscheidungs-

befugnisse oder trennscharfe Kompetenzbereiche. Stattdessen herrscht oft implizites Wissen darüber, wer welche Aufgabenbereiche übernimmt. Dies sieht man beispielsweise in der strategischen Planung von Familienunternehmen, die oftmals nicht schriftlich fixiert wird, sondern stattdessen implizit stattfindet (Hennerkes, 1998, S. 60-107). Formale, feste Strukturen werden oftmals vermieden (R. Wimmer et al., 2018). Macht und Einfluss sind in Familienunternehmen häufig nicht von der Funktion oder der Verantwortung abhängig, sondern von der persönlichen Nähe zum Eigentümer (Hilse & Wimmer, 2009).

Ein weiteres Merkmal eines Familienunternehmens ist, dass sich die Eigentümerfamilie regelmäßig in Entscheidungen des operativen Geschäftes des Unternehmens einmischt, ohne eine direkte Managementverantwortung zu tragen. Dies geschieht durch die oben erwähnte Bindung, durch die sich die Inhaberfamilie für das operative Geschäft ihres Unternehmens mitverantwortlich fühlt. Von Mitarbeitenden wird dieses Verhalten in der Regel geduldet (R. Wimmer et al., 2018).

Unternehmenskultur: Durch die bereits erwähnte enge Bindung zwischen der Inhaberfamilie, ihrem Unternehmen und dessen Mitarbeitenden entsteht in Familienunternehmen oft eine einzigartige Unternehmenskultur, die sich mit Eigenschaften wie Vertrauen, Loyalität und Zugehörigkeitsgefühl charakterisieren lässt (Hennerkes, 1998, S. 22-59).

Ein prägendes Merkmal der Kultur eines Familienunternehmens ist die Beziehung zwischen Mitarbeitenden und der Inhaberfamilie. Diese Bindung schafft eine menschliche Beziehung und eine Verbundenheit, die nicht nur auf der finanziellen, sondern auch auf der emotionalen Ebene existiert. Diese Verbundenheit weckt bei den Mitarbeitenden eine besondere Form der Motivation und der Loyalität (Hennerkes, 1998, S. 60-107). Durch die Kopplung der Inhaberfamilie an das Familienunternehmen haben die Mitarbeitenden des Unternehmens eine besondere Bedeutung für die Inhaberfamilie und werden teilweise sogar als „Betriebsfamilie“ bezeichnet (Hilse & Wimmer, 2009; R. Wimmer et al., 2018). Aber auch für die Mitarbeitenden hat die Inhaberfamilie eine besondere Bedeutung, da sie ihnen ein Zugehörigkeits- und Gemeinschaftsgefühl vermittelt, durch welches sich die Mitarbeitenden stärker mit dem Unternehmen identifizieren. Das Unternehmen bekommt für die Mitarbeitenden durch die Inhaberfamilie eine Art Gesicht und dadurch eine neue Wirkung und einen weiteren Zweck (R. Wimmer et al., 2018). Dadurch wird die Unternehmenskultur signifikant von der Inhaberfamilie durch ihre Werte, Ansichten und ihr Verhalten geprägt (R. Wimmer et al., 2018).

Wie bereits erwähnt, ist Vertrauen in den meisten Familienunternehmen eine typische Eigenschaft der Unternehmenskultur. Dieses Vertrauen beruht auf Gegenseitigkeit. Das heißt, dass die Inhaberfamilie von den Mitarbeitenden Loyalität, Diskretion und Fürsorge erwartet und im Gegenzug einen sicheren Arbeitsvertrag und auf wenig Kontrolle setzt. Durch dieses ausgeprägte Vertrauen wird auch die Arbeitsweise miteinander in Familienunternehmen geprägt. So bilden sich in der Regel flachere Hierarchien

im Unternehmen, die raschere Abstimmungsprozesse und eine hohe Flexibilität der Arbeitsweise von Mitarbeitenden unterstützen. Des Weiteren kommt es durch diese Vertrauensbindung zu generalisierten Verhaltenserwartungen und einem Arbeitsambiente, in dem erwartet wird, dass jeder Mitarbeiter weiß, was er zu tun hat (R. Wimmer et al., 2018).

Die Kommunikation in Familienunternehmen folgt selten strikten Kommunikationsstrukturen oder vordefinierten Berichtswegen. Stattdessen erfolgt sie ad-hoc, anlassbezogen und auf kurzem Weg. Oft wird in Familienunternehmen eine informellere, mündliche Kommunikation untereinander präferiert (R. Wimmer et al., 2018).

Strategische Ausrichtung: Die meisten Inhaberfamilien streben danach, das Unternehmen langfristig im Besitz und unter der Kontrolle der Inhaberfamilie zu halten. Diese transgenerationale Perspektive gründet sich in der Bindung der Inhaberfamilie an ihr Unternehmen und in ihrer finanziellen und emotionalen Abhängigkeit von ihm (R. Wimmer et al., 2018). Um diese Transgenerationalität sicherzustellen, planen Familienunternehmen daher oft in Generationen (auch „Generationsdenken“ genannt), um der Nachfolgegeneration den Weg ins Unternehmen zu ebnen. Daher basiert die strategische Ausrichtung von Familienunternehmen oft auf der Langfristigkeit, um das Überleben des Unternehmens zu sichern. Es geht nicht ausschließlich um Profitorientierung, sondern auch um Langfrist und Sicherheit (May, 2008). Der Erfolg der strategischen Ausrichtung wird dabei oft an der Existenzsicherung der Inhaberfamilie und der Aufrechterhaltung der eigenen unternehmerischen Selbstständigkeit bemessen (R. Wimmer et al., 2018).

Diese Langfristorientierung zeigt sich häufig in der Entnahmepolitik der Familienunternehmen, die oft das primäre Ziel verfolgt, den Fortbestand des Unternehmens zu sichern. Inhaberfamilien von Familienunternehmen stellen ihr privates Eigentümerinteresse oft zurück, um Gewinne in dem Unternehmen zu belassen. So behalten Familienunternehmen durchschnittlich 75 % ihrer Gewinne. Der Vorstandsvorsitzende eines österreichischen Familienunternehmens äußert sich zu einer solchen Entnahmepolitik wie folgt: *„Aber lieber haben wir etwas auf der hohen Kante, als in kurzfristige Liquiditätsengpässe zu kommen. Das ist ein fester Bestandteil unserer Philosophie. Das ist etwas, das hat sicher Tradition in unserem Unternehmen“* (R. Wimmer et al., 2018, S. 154). Oft sieht man diese Langfristorientierung auch an den Geschäftsprinzipien von Familienunternehmen, wie z. B. an gewachsenen und langfristigen Kunden-, Lieferanten- und Mitarbeiterverhältnissen (von Schlippe, 2009a).

Informationsaustausch: Um einen holistischen Eindruck vom Informationsaustausch in Familienunternehmen zu erhalten, wird dieser von zwei Perspektiven beleuchtet. Zum einen der Informationsaustausch innerhalb und außerhalb des Unternehmens und zum anderen der Informationsaustausch innerhalb der Familie.

Wie auch börsennotierte Unternehmen, müssen auch privatgehaltene Familienunternehmen sich an rechtlich vorgegebenen Offenlegungspflichten halten. Trotzdem tendieren

viele Familienunternehmen dazu möglichst verschwiegen mit Informationen über das eigene Unternehmen umzugehen. So sind viele Familienunternehmen beispielsweise bestrebt, Offenlegungspflichten so weit wie möglich zu umgehen, um keine Auskünfte über ihre Jahresabschlüsse geben zu müssen, und teilen auch sonst wenige Kennziffern ihres Unternehmens. Gerade mit finanziellen und prozessorientierten Themen wird sehr vertraulich umgegangen, um zu vermeiden, dass externe Parteien Zugriff auf internes Wissen erhalten oder der Erfolg der Firma vergleichbar gemacht werden kann. Je heikler die Themen (besonders bei Themen wie Geld und Eigentum), desto tabuisierter sind sie. In manchen Unternehmen äußert sich diese Tendenz so stark, dass auch interne Mitarbeiter keinen Zugriff auf heikle Daten des Unternehmens erhalten und nur ein kleiner Kreis an Vertrauten mit diesen arbeiten darf (Hilse & Wimmer, 2009; R. Wimmer et al., 2018).

Bei dem Informationsaustausch innerhalb der Inhaberfamilie stoßen die Logik des Unternehmens und die der Familie aufeinander⁴. Die Logik des Unternehmens folgt dem aufgabenorientierten System, bei dem der Informationsaustausch nach Position und Hierarchieebene abgewickelt wird. Das heißt, je höher die Qualifikation und die Position eines Mitarbeiters ist, desto mehr Informationen über das Unternehmen darf er erhalten. Es herrscht also eine Informationsasymmetrie zwischen verschiedenen Positionen im Unternehmen (von Schlippe, 2009a). Bezogen auf die Inhaberfamilie, bedeutet das, dass operativ tätige Familienmitglieder andere Informationen erhalten als operativ nicht tätige Familienmitglieder.

Die Logik der Familie folgt nun aber dem Leitmotiv der Gleichbehandlung, das besagt, dass alle Familienmitglieder gleichbehandelt werden sollen. Wird dieses Leitmotiv gestört, kann bei einigen Familienmitgliedern ein Unrechtsgefühl entstehen. Gemäß dieser Logik sollten operativ tätige und operativ nicht tätige Familienmitglieder dieselben Informationen über das Unternehmen erhalten (von Schlippe, 2009a).

Es entsteht also eine Paradoxie zwischen der Logik der Familie und der Logik des Unternehmens, mit der die Inhaberfamilie umgehen muss (von Schlippe, 2009a). Oftmals wird sich dabei primär an die Logik des Unternehmens gehalten. Die Linien verschwimmen aber schnell, wenn Informationen gezielt erfragt werden – ganz nach dem Motto: „Es bleibt ja in der Familie.“ (R. Wimmer et al., 2018).

Bei Betrachtung der Merkmale und Eigenschaften von Familienunternehmen fällt auf, dass der große Einfluss einer Familie auf das Unternehmen den Unternehmenstypus „Familienunternehmen“ so einzigartig macht. Die Inhaberfamilie prägt ihr Unternehmen. Diese Prägung ist allerdings schwer zu fassen oder zu definieren, da Familienunternehmen oft so einzigartig und heterogen sind, wie die Inhaberfamilien, die dahinterstehen. Daher entwickeln sie schnell ihre eigenen

Abläufe, Routinen und Merkmale (Astrachan et al., 2002; R. Wimmer et al., 2018).

2.4.2 Die Börse als wirtschaftliches Umfeld für Unternehmen

Börse

Bei der Börse handelt es sich um einen digitalen Marktplatz, auf dem Käufer und Verkäufer zusammenkommen, um Wertpapiere zu handeln, wie beispielsweise Aktien und Anleihen. Die Börse reguliert dabei den Marktplatz und stellt sicher, dass die Handelsplätze kontrolliert sind und Angebot und Nachfrage zusammenkommen. Die wichtigsten Prinzipien an der Börse sind die der Transparenz und der Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer. Um diesen Prinzipien gerecht zu werden, sind etliche Gesetze und Anforderungen, wie unter anderem EU-Verordnungen, das Börsengesetz und das Wertpapiergesetz, in Kraft gesetzt worden (Börse Frankfurt, 2023). Diese werden von verschiedenen Institutionen, wie der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (kurz: BaFin), regelmäßig kontrolliert (BaFin, 2023).

Börsennotierte Unternehmen müssen sich an diese strikten Corporate-Governance-Vorgaben halten. Dies bedeutet unter anderem, dass sie ihren Jahresabschluss und ihre Quartalsberichte fristgerecht offenlegen müssen, dass sie jährlich eine Hauptversammlung mit Aktionären stattfinden lassen müssen, dass sie Investoren mit Ad-Hoc-Meldungen über relevante Neuigkeiten informieren müssen und dass sie sich an verschiedene, internationale Standards bei ihrer Buchhaltung halten müssen. Diese Pflichten sind sehr zeit- und kapitalintensiv (BaFin, 2023; Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz, 2024b).

Wie in jedem wirtschaftlichen Umfeld treffen auch an der Börse unterschiedliche Interessengruppen aufeinander und kommunizieren unterschiedliche Anforderungen und Interessen an ein Unternehmen. Für börsennotierte Unternehmen sind hierbei Aktionäre besonders relevant, die durch den Erwerb von Aktien Unternehmensanteile kaufen und so Mitanteileigner werden (Steinbach & Mair, 2017).

Aktionäre

Bei börsennotierten Unternehmen kommt eine neue Gruppe an Anteilseignern dazu, die Aktionäre. Bei dem Kauf von Aktien werden Aktionäre Mitunternehmer, da sie Anteile an dem Unternehmen erwerben und somit das Risiko des Scheiterns beziehungsweise die Chance des zukünftigen Unternehmenserfolges mittragen. Im Gegenzug stellen sie für das Unternehmen haftendes Kapital bereit und tragen zusätzlich das Risiko der unvollkommenen Information. Dafür erhalten sie die Rendite, die verbleibt, wenn alle Fremdkapitalgeber ausgezahlt sind, und teilweise auch Stimmrechte an dem Unternehmen (abhängig von der Art der Aktie). In der Regel gilt, je mehr Unternehmensanteile ein Aktionär durch den Kauf von Aktien an einem Unternehmen erwirbt, desto mehr Einfluss kann er auf das Unternehmen ausüben, da sein Mitspracherecht wächst.

⁴ Siehe Kapitel 2.1.2 „Das Drei-Kreis-Modell & pragmatische Paradoxien eines Familienunternehmens“.

Wie die meisten Investoren, sind auch Aktionäre primär profitorientiert. Ihr hauptsächliches Interesse gilt dabei der Maximierung des Unternehmenswerts, da sie so eine höhere Rendite erwarten und ihre Aktienanteile zu einem höheren Marktwert verkaufen können (Steinbach & Mair, 2017; H. von der Crone, 2004; H. C. von der Crone & Steininger, 2010).

Aktionäre sind sehr heterogen. Sie unterscheiden sich nur geringfügig von der Durchschnittsbevölkerung und können daher nicht als eine exklusive gesellschaftliche Gruppierung kategorisiert werden. Trotzdem sind sie im Durchschnitt politisch stärker interessiert, wirtschaftlich besser informiert und beruflich privilegierter, hinsichtlich ihrer Gehaltsklasse und ihrem gesellschaftlichen Status. Typische Eigenschaften von Aktionären sind ein hohes Maß an Flexibilität und eine gewisse Risikoneigung (Fischer, 1991).

Aktionäre lassen sich in zwei Gruppen gliedern: institutionelle und private Aktionäre. Bei institutionellen Investoren handelt es sich um professionelle Institutionen, die für Anleger beruflich Wertpapiere anlegen und dabei das Ziel verfolgen, langfristigen Gewinn zu generieren. Darunter fallen unter anderem Pensionskassen, Anlagefonds und Versicherungen. Durch ihre kollektive Tätigkeit sind sie in der Regel stark diversifiziert und halten oft viele Aktien eines Unternehmens, wodurch sie auch teilweise die Funktion eines Großaktionärs in einem Unternehmen einnehmen (Huber & Koller, 2013). Dadurch wächst das Risiko, dass sie börsennotierte Unternehmen unter Druck setzen und zu kurzfristigen Erfolgen bewegen, die die langfristige finanzielle und nicht finanzielle Leistung der Unternehmen gefährden (Baums, 2020). Bei privaten Aktionären handelt es sich um Privatpersonen, die persönliche Mittel in Aktien investieren. Bei ihren Investitionen geht es ihnen primär um eine schnelle Aktienrendite oder persönliche Anlageziele (Wimmer, 2010).

Unabhängig von ihrer Größe sind Aktionäre „unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln.“ (Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz, 2024c). Dies ist im Aktiengesetz festgesetzt. Das heißt, dass allen Aktionären dieselben Informations- und Auskunftsrechte zustehen und dass ihnen das gleiche Stimmrecht pro Stammaktie⁵ und eine gerechte Verteilung der Dividende zugestanden werden muss (Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz, 2024c).

Aktionäre stellen an börsennotierte Unternehmen einige Herausforderungen, da durch sie eine neue Interessengruppe an das Unternehmen herantritt. So besteht durch das Dazukommen von Aktionären beispielsweise die Herausforderung, dass sich Schwerpunkt-Themen und Priorisierungen

eines Firmenmanagements durch die neuen Anteilseigner verschieben. Meistens konzentrieren sich Manager primär auf die klassische Unternehmensstrategie, die Finanzen und die Wettbewerbsvorteile eines Unternehmens. Diese Konzentrierung reicht an der Börse allerdings nicht mehr aus, denn nun müssen Unternehmen einen hohen Marktwert auf dem Aktienmarkt erzielen, um Aktionäre als Investoren anzulocken. Ein erfolgreich operierendes Unternehmen ist allerdings nicht gleichzusetzen mit einem hohen Marktwert auf dem Kapitalmarkt. Um diesen zu erreichen, braucht es neben der erfolgreichen, wirtschaftlichen Performance eine signifikante und nachhaltige Wertsteigerung, optimale Bewertungen und eine stabile, loyale und langfristorientierte Investorenbasis. Um diese generieren zu können, müssen sich Manager zusätzlich zu ihren alltäglichen Themen um eine integrierte Investorenstrategie, ein Verständnis der Interessen der Aktionäre und eine darauf aufbauende, stimmige Kommunikationsstrategie kümmern. Die unternehmerische Tätigkeit wird folglich komplexer (Steinbach & Mair, 2017).

Eine geeignete Investorenstrategie garantiert allerdings auch keinen hohen Marktwert an der Börse. So werden Aktienkurse immer wieder von starken Fluktuationen geprägt, die nicht durch die Performance des dazugehörigen Unternehmens erklärbar sind. Dies liegt daran, dass auch externe Faktoren, wie beispielsweise Branchentrends und Marktstimulierung, die nicht im direkten Zusammenhang mit dem Unternehmen stehen, Einfluss auf dessen Marktwert haben können (Duong, 2003; Tanner, 2014). Durch solche externen Einflüsse steigt die Herausforderung des Erreichens eines steigenden Unternehmenswertes massiv.

Ein weiteres Thema, mit dem sich börsennotierte Unternehmen auseinandersetzen müssen, ist das steigende Shareholder-Engagement, auch Active-Ownership genannt. In den letzten Jahren hat sich die Rolle von Aktionären stark gewandelt, hin zu einer aktiveren Beteiligung an dem Geschehen in, und den Entscheidungen rundum das Unternehmen. Immer mehr Aktionäre nutzen ihr Stimmrecht, um ihre Interessen und Anforderungen zu kommunizieren und einzufordern. Auch ehemals passive Aktionäre interagieren vermehrt mit Unternehmen, an denen sie Anteile halten, indem sie ihr Interesse an Kernfragen der Geschäftstätigkeit, Steuerung, Strategie und Kapitalallokation bekunden. Gerade bei aktuellen Themen wie Nachhaltigkeit ist der Trend zu aktivistischen Aktionären zu spüren. Durch diesen Wandel reicht es für Unternehmen nicht mehr aus, auf aktivistische Aktionäre vorbereitet zu sein, stattdessen brauchen sie eine klare Shareholder-Engagement-Strategie (Steinbach & Mair, 2017).

2.4.3 Merkmale & Eigenschaften von Familienunternehmen im Vergleich zu börsennotierten Unternehmen

Nach der Erörterung von Eigenschaften typischer Familienunternehmen und dem wirtschaftlichen Umfeld der Börse wird diese Forschungsarbeit nun vergleichen, wie die bereits aufgezählten Eigenschaften von Familienunternehmen

⁵ Die Stammaktie ist die dominierende Aktiengattung auf dem Markt der deutschen Börse. Mit ihrem Kauf erwirbt ein Aktionär das Recht auf die Zahlung einer Dividende, Stimm-, Auskunfts- und Rederechte auf der Hauptversammlung des dazugehörigen Unternehmens, das Recht auf Anteile des Liquiditätserlöses und Bezugsrechte bei der Ausgabe junger Aktien (Deutsche Börse Group, 2023). Eine weitere Aktiengattung ist die Vorzugsaktie. Hier ist der besondere Unterschied, dass die Aktionäre bei dem Erwerb dieser Aktie kein oder ein eingeschränktes Stimmrecht erhalten. Stattdessen erhalten sie einen festgelegten Dividendenvorzug (Daske & Ehrhardt, 2002).

bei börsennotierten Unternehmen umgesetzt werden. Dabei wird vor allem auf Gemeinsamkeiten und Widersprüche geachtet. Der Vergleich wird auf bereits existierender Forschung basieren und den Faktor „börsennotiertes Familienunternehmen“ zunächst außen vorlassen. Das heißt, dass es hierbei wirklich nur um das rein börsennotierte Unternehmen geht. Die Börsennotierung eines Unternehmens ist nach Legaldefinition des Paragraphen 3 Absatz 2 des AktG dann gegeben, wenn „Aktien zu einem Markt zugelassen sind, der von staatlich anerkannten Stellen geregelt und überwacht wird, regelmäßig stattfindet und für das Publikum mittelbar oder unmittelbar zugänglich ist“ (Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz, 2024b).

Ziel dieser Analyse ist es, herauszufinden, wie typische Eigenschaften von Familienunternehmen an der Börse umgesetzt werden, um Rückschlüsse ziehen zu können, welche Eigenschaften bei Familienunternehmen sich nach einem Börsengang verändern müssen. Die Rückschlüsse wurden als theoretische Basis für die anschließende Formulierung des Interviewleitfadens dieser empirischen Forschung verwendet.

Bei dem folgenden Vergleich handelt es sich um eine stark verallgemeinerte Darstellung. Es muss stets beachtet werden, dass börsennotierte Unternehmen sich je nach Führungsstil, Rechtsform, etc. stark voneinander unterscheiden.

In der folgenden Tabelle wird der Vergleich der Eigenschaften eines Familienunternehmens mit denen eines börsennotierten Unternehmens übersichtlich und zusammengefasst dargestellt:

Führung & Kontrolle: Bei börsennotierten Unternehmen kommt eine neue Gruppe an Anteilseignern, die Aktionäre, dazu, deren Interessen und Rechte ein Unternehmen berücksichtigen muss (Steinbach & Mair, 2017). Unter diese Rechte fallen unter anderem Stimmrechte für die Wahl des Aufsichtsrates und ein Mitspracherecht, sowohl bei der Verwendung des Bilanzgewinnes als auch bei der jährlichen Hauptversammlung (Bruppacher & Anderes, 2019). Für das Management eines Unternehmens stellt dieses Mitspracherecht von Aktionären häufig eine Herausforderung dar, da diese oft zu weit weg vom alltäglichen, unternehmerischen Geschehen sind, um Unternehmensentscheidungen adäquat beurteilen zu können (Wimmer, 2010).

Bei Aktionären von börsennotierten Unternehmen ist Eigentum und Kontrolle in den meisten Fällen getrennt, wodurch die Prinzipal-Agent-Theorie in Kraft tritt. Laut der Prinzipal-Agent-Theorie existiert ein Vertrag zwischen einem Prinzipal (Auftraggeber, hier die Aktionäre) und einem Agenten (Vertreter, hier der Aufsichtsrat eines börsennotierten Unternehmens). Der Agent übernimmt also die Funktion der Kontrolle, indem er den Prinzipal, der die Eigentümerfunktion trägt, vertritt und in dessen Interesse handelt. Im Gegenzug überlässt der Prinzipal dem Agenten umfangreiche Entscheidungsrechte und zieht sich aus dem unternehmerischen Geschehen zurück. Es kommt zu einer Trennung von Kontrolle und Eigentum. In einer perfekten Welt würde dieses Konstrukt reibungslos funktionieren. Allerdings werden Menschen häufig, laut der

Neuen Institutionenökonomik, von verschiedenen Prämissen geleitet, wie der individuellen Nutzenmaximierung⁶ und dem Opportunismus⁷, wodurch der Vertrag zwischen dem Prinzipal und dem Agenten gebrochen werden kann. Auf börsennotierte Unternehmen bezogen, bedeutet das, dass der Aufsichtsrat eines Unternehmens für die Aktionäre die Kontrolle des Unternehmens übernimmt, dafür aber in deren Interesse handeln muss. Die Beziehung zwischen Kontrolle und Eigentum kann durch diese Trennung zu einer Herausforderung werden (Leinich, 2010).

Vergleicht man nun die Führung und Kontrolle eines börsennotierten Unternehmens mit dem eines Familienunternehmens, fallen signifikante Unterschiede auf. Auf der einen Seite ist da die Inhaberfamilie, die eine monopolistische Rolle in ihrem Unternehmen einnimmt und dieses so nach ihren eigenen Vorstellungen beeinflussen und prägen kann. Bei der Reinform eines Familienunternehmens ist sie an der Macht und muss sich nach niemandem sonst richten. Sie kann ihr Unternehmen intuitiv führen (Hilse & Wimmer, 2009; May, 2008; R. Wimmer et al., 2018). Auf der anderen Seite ist da nun das börsennotierte Unternehmen, bei dem Aktionäre dazu kommen, die am alltäglichen, unternehmerischen Geschehen in der Regel nicht beteiligt sind, aber trotzdem das Unternehmen durch an der Börse eingeräumte Rechte beeinflussen dürfen (Bruppacher & Anderes, 2019; Wimmer, 2010).

Diese Unterschiede lassen vermuten, dass in dem Bereich Führung und Kontrolle bei einem börsennotierten Familienunternehmen Veränderungen stattfinden. So ist anzunehmen, dass die Inhaberfamilie durch den Verkauf von Aktien einen Kontrollverlust erlebt, da sich ihre Weisungsgewalt durch den Verkauf von Unternehmensanteilen verringert. Wie sich dies auf die Unternehmensführung ausübt, bleibt hier zunächst unbeantwortet. Viele Unternehmerfamilien scheinen dem hier vermuteten Kontrollverlust kritisch gegenüberzustehen. So sagte beispielsweise eine Vorstandsvorsitzende eines österreichischen Familienunternehmens: „Ich sage ganz dezidiert, solange ich im Sessel sitze, möchte ich selber was zum Reden haben und mich nicht mit anderen Aktionären herumstreiten müssen. Ich möchte mich auch nicht dauernd rechtfertigen müssen, warum ich etwas so mache, wie ich es mache, und nicht anders.“ (R. Wimmer et al., 2018, S. 154).

Identität und Bindung: Durch ihre geringe Beteiligung an dem operativen, unternehmerischen Geschehen haben die meisten Aktionäre eine geringe Bindung an die Unternehmen, von denen sie Aktien erworben haben. Vielen Aktionären geht es primär bei dem Erwerb einer Aktie um ihre eigene Gewinnmaximierung. Um ihr Risiko zu minimieren, sind ihre Investitionen auf dem Kapitalmarkt daher häufig stark diversifiziert. Sie sind also an vielen Unternehmen be-

⁶ Individuelle Nutzenmaximierung = Akteure richten ihr Verhalten immer zu Gunsten ihrer eigenen Interessen und Ziele aus. Dadurch entsteht eine individuelle Nutzenmaximierung (Leinich, 2010).

⁷ Opportunismus = Um den eigenen Nutzen zu maximieren, nehmen Akteure bereitwillig in Kauf, anderen zu schaden (Leinich, 2010).

Tabelle 1: Zusammenfassende Darstellung des Vergleichs, wie die Eigenschaften von Familienunternehmen bei börsennotierten Unternehmen umgesetzt werden (eigene Darstellung)

Eigenschaften	Familienunternehmen	Börsennotiertes Unternehmen
Führung & Kontrolle	Stark konzentriert auf Inhaberfamilie, intuitiver Führungsstil, familienbezogener Führungswunsch	Neue Anteilseigner-Gruppe, Prinzipal-Agent-Theorie, Berücksichtigung der Interessen der Aktionäre
Identität & Bindung	Finanzielle & emotionale Abhängigkeit der Inhaberfamilie, Identität des Unternehmens & der Familie sind stark miteinander verflochten	Niedrige emotionale Bindung der Aktionäre & keine Treuepflicht gegenüber dem Unternehmen
Organisationsstruktur	Stark geprägt durch Inhaberfamilie, aus Traditionen erwachsen, informeller Charakter	Starke Prägung durch Kapitalmarkt, dadurch hoher Organisationsgrad der Struktur, Schwerpunkt auf Effizienz
Unternehmenskultur	Stark geprägt durch Inhaberfamilie, häufige Merkmale: Vertrauen, Loyalität & Bindung	Vermehrter Leistungsdruck durch den Kapitalmarkt, kann Keil zwischen Management und Belegschaft treiben
Strategische Ausrichtung	Langfristorientierung, Denken in Generationen	Management unterliegt Leistungsdruck des Kapitalmarkts, Tendenz zu kurzfristigen Entscheidungen
Informationsaustausch	Verschwiegenheit, familieninterne Erwartung der Gleichbehandlung	Informationsasymmetrie zwischen Vorstand/Aufsichtsrat & Aktionären, Gleichbehandlung aller Aktionäre

teilt und haben, neben der finanziellen Abhängigkeit, keine weitere Bindung an die einzelnen Unternehmen (H. von der Crone, 2004; Wimmer, 2010). Hierbei ist anzumerken, dass die Bindung an das Unternehmen sich stark zwischen den verschiedenen Aktionärsgruppen unterscheiden kann.

Darüber hinaus tragen Aktionäre keine Treuepflicht gegenüber dem Unternehmen, von dem sie Aktien erworben haben. Das bedeutet, dass sie zu keiner Schweigepflicht verpflichtet sind und auch im Interesse der Konkurrenz agieren dürfen (Bruppacher & Anderes, 2019).

Bei der Inhaberfamilie eines typischen Familienunternehmens sieht dies anders aus. Sie ist meistens stark finanziell, aber auch emotional, an das Unternehmen gebunden. Darüber hinaus identifiziert sie sich auch signifikant mit dem Unternehmen, besonders durch Attribute wie Eigentum, Führung und Kontrolle (von Schlippe et al., 2018; R. Wimmer et al., 2004, 2018). Bei börsennotierten Familienunternehmen treffen also zwei Anteilseigner-Gruppen aufeinander, die einen ganz unterschiedlichen Bezug zu dem Unternehmen haben. Zum einen die Familie, die mit dem Unternehmen gewachsen ist und eine emotionale Bindung zu ihm trägt, zum anderen die Aktionäre, für die das Unternehmen häufig eine Investitionsmöglichkeit ist und die auf schnelle Renditen hoffen. Es lässt sich vermuten, dass die Anteilseigner-Gruppen durch ihren unterschiedlichen Bezug zum Unternehmen auch unterschiedliche Interessen verfolgen, was folglich das Konfliktpotenzial zwischen familieninternen und familienexternen Aktionären steigern kann. Darüber hinaus ist fraglich, ob sich die Bindung der Inhaberfamilie zum eigenen Familienunternehmen durch

den Börsengang verändert, da sie nun nicht mehr die exponierte Position des alleinigen Anteilseigners hält.

Organisationsstruktur: Die Organisationsstruktur eines börsennotierten Unternehmens wird häufig von den Interessen der verschiedenen Stakeholder des Kapitalmarktes geprägt. Die Ziele der Aktionäre sind meistens die Wertsteigerung des Unternehmens und die Dividendensteigerung, damit sich ihr Investment ertragsreich auszahlt. Um diesem Ziel gerecht zu werden, ist eine Effizienz steigernde und Kosten senkende Unternehmensstrategie notwendig. Daher liegt die Fokussierung von börsennotierten Unternehmen oft auf den ertragsstarken Feldern, und ertragsschwächere Bereiche werden schnell abgestoßen und ausgesourct. Durch den teilweise sehr hohen Druck des Kapitalmarkts werden viele börsennotierte Unternehmen dazu verleitet, spontane Kostensenkungsprogramme, Restrukturierungsmaßnahmen und Strategeschwenks voranzutreiben (Wimmer, 2010).

Um einen gerechten und transparenten Handel mit Aktien am Kapitalmarkt sicherzustellen, hat die Börse verschiedene Anforderungen in Kraft gesetzt, an die sich börsennotierte Unternehmen halten müssen. Darunter fallen unter anderem strikte Standards, und Corporate-Governance-Vorlagen. Um diese umzusetzen, müssen Unternehmen, die neu an die Börse gehen, oft ihre Struktur anpassen und sich entsprechend professionalisieren. So müssen beispielsweise strikte Kommunikationsprozesse etabliert werden, damit Transparenz sichergestellt und Insiderwissen vermieden werden kann. Auch die Buchhaltung und das Controlling müssen erweitert und strukturiert werden, damit man den regelmäßigen Berichtspflichten gerecht wird

(Bandov et al., 2019; Steinbach & Mair, 2017).

Vergleicht man die Organisationsstruktur von Familienunternehmen mit der von börsennotierten Unternehmen, fällt auf, dass beide maßgeblich von einem Faktor beeinflusst werden. So wird in Familienunternehmen die Organisationsstruktur in der Regel von der Inhaberfamilie und deren Führungsstil geprägt, das heißt die Organisationsstruktur bildet sich aus der Tradition heraus um die Inhaberfamilie und deren Bedürfnisse (R. Wimmer et al., 2018). Anders bei börsennotierten Unternehmen, hier wird die Organisationsstruktur massiv vom Kapitalmarkt und dessen Interessen, beziehungsweise dessen Anforderungen, geprägt (Wimmer, 2010).

Auch in anderen Eigenschaften unterscheidet sich die Organisationsstruktur eines Familienunternehmens stark von der eines börsennotierten Unternehmens. So haben Familienunternehmen öfter eine eher informelle Organisationsstruktur, mit wenig niedergeschriebenen Regeln und Abläufen (R. Wimmer et al., 2018), während die meisten börsennotierten Unternehmen aufgrund der strikten Anforderungen des Kapitalmarktes eine sehr formelle, professionalisierte Organisationsstruktur vorweisen können (Wimmer, 2010).

Bei einem börsennotierten Familienunternehmen scheinen folglich hinsichtlich der Organisationsstruktur zwei Welten aufeinanderzustoßen. Dies lässt vermuten, dass sich die Organisationsstruktur eines Familienunternehmens nach dem IPO verändern muss, um den Anforderungen und Regularien des Kapitalmarktes gerecht zu werden.

Unternehmenskultur: Bei der Börse handelt es sich um ein dynamisches und fluktuierendes Marktumfeld, geprägt von ökonomischer Nervosität. *„Nirgends herrscht höhere Volatilität, nirgends reagiert der Mechanismus prompter, nirgends ist die Preisbildung schneller.“* (Tanner, 2014, S. 119). Börsennotierte Unternehmen stehen also unter enormen Druck, ihren Marktwert an der Börse halten oder sogar steigern zu können. Dieser Druck wird auch oftmals von den Mitarbeitenden börsennotierter Unternehmen wahrgenommen. So hinterlässt das Streben nach Effizienz des Managements, häufig Spuren in der Unternehmenskultur in Form von allgemeiner Anspannung und Leistungsdruck (Federspiel, 2020; Wimmer, 2010).

Der Wissenschaftler Rudolf Wimmer vertritt zusätzlich die These, dass die strikte Bindung des Managements eines börsennotierten Unternehmens an die Anforderungen des Kapitalmarktes dieses vom Rest des Unternehmens entfernt. Für das Management wird die Belegschaft, laut Wimmer, zu einem Mittel der externen Gewinnerwartung, was die Beziehung zwischen Management und Belegschaft und das bestehende Vertrauen der Belegschaft in dieses stark beschädigen kann (Wimmer, 2010).

Wie auch bei der Organisationsstruktur treffen bei der Unternehmenskultur börsennotierter Familienunternehmen die Einflüsse der Inhaberfamilie und des Kapitalmarktes aufeinander. Bei Familienunternehmen ist die Unternehmenskultur oft von Vertrauen, Loyalität und einer besonderen Form des Miteinanders geprägt (R. Wimmer et al., 2018), während die Mitarbeitenden börsennotier-

ter Unternehmen häufig einem gewissen Leistungsdruck ausgesetzt sind (Federspiel, 2020; Wimmer, 2010). Diese Unterschiede lassen vermuten, dass sich die Unternehmenskultur in Familienunternehmen nach einem Börsengang verändert.

Strategische Ausrichtung: Ziel eines börsennotierten Unternehmens ist es, von Investoren als gewinnversprechende und attraktive Investitionschance wahrgenommen zu werden. Nur so können börsennotierte Unternehmen sicherstellen, dass ihr Eigenkapital steigt. Um dieses Ziel zu erreichen, müssen börsennotierte Unternehmen ihre unternehmerischen Ziele und Strategien in der Regel nach den Anforderungen des Kapitalmarktes richten. Der Kapitalmarkt gibt also auch die Unternehmensstrategie vor (Wimmer, 2010).

Bei ihrer Anlageentscheidung orientieren sich die meisten Aktionäre nur anhand kurzfristiger Kennzahlen des jeweiligen Unternehmens, wie beispielsweise den aktuellen Marktwert. Um sich als Unternehmen attraktiv auf dem Börsenmarkt zu platzieren, müssen Manager also die Unternehmensentwicklung konsequent auf kurzfristige Indikatoren des unternehmerischen Erfolges ausrichten. So werden Manager immer wieder dazu verleitet, sich bei strategischen Entscheidungen kurzfristig zu orientieren, um kurzfristige Maßgrößen des Unternehmenserfolgs zu erreichen. Durch diese Kurzfristorientierung erreichen Manager zwar eine attraktive Stellung auf dem Kapitalmarkt, aber eine langfristige Unternehmensführung und Wertschöpfung wird durch kurzfristige Maßnahmen oft verhindert. Manager börsennotierter Unternehmen stehen daher oftmals im Konflikt zwischen einer kurzfristigen Aktienkurspflege und einer langfristigen Unternehmensführung (Böckler Impuls, 2008; Federspiel, 2020; Wimmer, 2010).

Auch bei der Dividendenausüttung ist eine solche Kurzfristorientierung teilweise zu erkennen. So tendieren manche Manager dazu die Dividendenauszahlung stark zu erhöhen, sodass die Renditeerwartungen der Aktionäre erfüllt werden. Hohe Ausschüttungen der Dividende minimieren allerdings die Liquidität im Unternehmen, sodass dem Unternehmen Geld für größere Zukunftsinvestitionen fehlt und der langfristige Ausbau von Wettbewerbspotenzialen gefährdet wird (Böckler Impuls, 2008; Federspiel, 2020; Wimmer, 2010).

Dieser Druck wird weiter verstärkt, indem die Einkünfte der Top-Manager börsennotierter Unternehmen direkt an den Aktienkurs ihres Unternehmens gekoppelt sind. Daher tendieren einige Manager an der Börse dazu, die strategische Ausrichtung ihres Unternehmens primär auf die Erwartungen und Bedürfnisse des Kapitalmarktes zu richten (Böckler Impuls, 2008; H. C. von der Crone & Steininger, 2010).

Bei dem Vergleich der strategischen Ausrichtung von Familienunternehmen zu börsennotierten Unternehmen kommt es zu erheblichen Unterschieden. Familienunternehmen sind in der Regel langfristig orientiert, da die Inhaberfamilie in Generationen denkt (von Schlippe, 2009a; R. Wimmer et al., 2018). Manager von börsennotierten Unternehmen tendieren durch den hohen Leistungsdruck, der

an der Börse herrscht, zu der Kurzfristorientierung, um den Aktienkurs steigen zu lassen. Darüber hinaus sind Aktionäre in der Regel nicht emotional an ein Unternehmen, in das sie investieren, gebunden. Daher ist anzunehmen, dass sie ihre Eigentümerinteressen nicht hinter die Interessen des Unternehmens stellen (Böckler Impuls, 2008; Wimmer, 2010). Dieser Widerspruch lässt vermuten, dass Veränderungen in der strategischen Orientierung bei Familienunternehmen nach einem IPO stattfinden müssen.

Informationsaustausch: Wie bereits erläutert, tendieren Familienunternehmen dazu, sehr vertraulich mit Informationen ihres Unternehmens umzugehen und so wenig Informationen wie möglich mit der Öffentlichkeit zu teilen. Diese Vertraulichkeit können börsennotierte Unternehmen nicht umsetzen, da die Börse strikte Transparenz- und Publikationsvorschriften fordert. So müssen börsennotierte Unternehmen beispielsweise ihren Jahresabschluss offenlegen, damit Aktionäre eine Grundlage für ihre Anlageentscheidung haben und sich Erwartungen für künftige Kursverläufe bilden können. Der Zugriff auf diese offengelegten Dokumente ist allerdings nicht nur auf Aktionäre beschränkt. Auch Wettbewerber, Geschäftspartner und Analysten erhalten Einblick in diese Daten (Bruppacher & Anderes, 2019; Federspiel, 2020; Wimmer, 2010).

Aktionäre haben außerdem weitere Informationsrechte. So dürfen sie beispielsweise Geschäftsberichte einsehen, Auskunft über die Angelegenheiten der Gesellschaft verlangen und erhalten Ad-hoc-Nachrichten über aktuelle und relevante Informationen zu dem Unternehmen (Bruppacher & Anderes, 2019; Federspiel, 2020).

Zwischen dem Aufsichtsrat eines börsennotierten Unternehmens und den Aktionären herrscht eine systemimmanente Informationsasymmetrie. Das heißt, dass der Aufsichtsrat, der die Aktionäre vertritt, wesentlich mehr Informationen erhält als diese selbst, um das Unternehmen im Interesse der Aktionäre führen zu können. Diese Asymmetrie wird aufgrund der Anzahl und der Heterogenität der Aktionäre von diesen in der Regel angenommen. Die Aktionäre werden also nur im geringen Maße mit Informationen versorgt (Koch, 2020).

Zwischen den Aktionären soll keine Informationsasymmetrie herrschen. Um das sicherzustellen, fordert die Börse die Gleichbehandlung der Aktionäre bei Informationsweitergabe (Koch, 2020).

Die dargelegten Transparenzanforderungen des Kapitalmarktes gelten auch für Familienunternehmen. Daher ist anzunehmen, dass börsennotierte Familienunternehmen sich stark der Öffentlichkeit öffnen müssen und finanzielle Informationen nicht länger zurückhalten dürfen. Dies bringt zwangsläufig Umstellungen und Veränderungen in den Familienunternehmen mit sich. Darüber hinaus gilt die Gleichbehandlung der Aktionäre bei der Informationsvergabe auch bei der Inhaberfamilie. Folglich dürfen Mitglieder der Inhaberfamilie, sollten diese keine operative Verantwortung im Unternehmen tragen, rechtlich nicht mehr Informationen über das Unternehmen erhalten als familienexterne Aktionäre. Es steht zu vermuten, dass hier

möglicherweise ein Konfliktpotenzial gegeben ist, da die Familienmitglieder vor dem Börsengang mehr Informationen erhalten durften, sich jetzt aber an die Regeln der Börse halten müssen, und damit weniger Einsicht ins eigene Unternehmen erhalten. Die Inhaberfamilie muss sich folglich diesbezüglich nach einem IPO umstellen.

Anhand des Vergleichs, wie die Eigenschaften von reinen Familienunternehmen bei börsennotierten Unternehmen umgesetzt werden, ist zu erkennen, dass Familienunternehmen und börsennotierte Unternehmen sich stark voneinander unterscheiden, teilweise sogar im direkten Widerspruch zueinanderstehen. So scheint der Kapitalmarkt Familienunternehmen, die ohnehin von Paradoxien charakterisiert werden, in weitere Widersprüchlichkeiten zu verwickeln, die vermuten lassen, dass sich Familienunternehmen nach einem IPO an das neue wirtschaftliche Umfeld anpassen und dadurch verändern müssen. Um welche Veränderungen es sich hierbei genau handelt, soll im weiteren Verlauf dieser Forschungsarbeit identifiziert werden.

3 Empirik

Nun folgend wird die Methodik und die Vorgehensweise dieses Forschungsprojektes beschrieben. Ziel dieser Forschungsarbeit ist es, eine Theorie auf die Fragestellung: „Wie verändern sich deutsche Familienunternehmen an der Börse?“ zu entwickeln.

3.1 Forschungsstil: Grounded Theory

Bei dem Forschungsansatz der Grounded Theory, nach Barney G. Glaser und Anselm L. Strauss, handelt es sich um ein Analyseverfahren der qualitativen Sozialforschung (Hofer, 2018). Hierbei liegt das primäre Ziel auf der Bildung einer empirisch fundierten Theorie, „auf der Grundlage von in der Forschung systematisch gewonnenen Daten“ (Glaser und Strauss, 1998, S. 12; Hofer, 2018). Die Grounded Theory wird durch eine offene Fragestellung eingeleitet, die zu einer exploratorischen Datenerhebung einlädt. Die Grundlage der Grounded Theory ist die induktive Forschung, bei der die gesammelten Daten konstant miteinander verglichen und in Beziehung gesetzt werden. Die Besonderheit hierbei ist die parallele Ausführung der Datenerhebung und -auswertung. So können gesammelte Daten in einem dynamischen Kodierungsvorgang analysiert werden, indem bereits gewonnene Erkenntnisse mit erhobenen Daten verglichen werden (Hofer, 2018; Ruge, 2009). Die Forschungsmethode verfolgt den Ansatz, dass eine Forschung mit der theoretischen Sättigung endet, also wenn keine relevanten Informationen in den Daten mehr identifiziert werden können, und die Forschung somit stagniert. So liegt das Ende der Forschung im Ermessen des Forschenden (Hofer, 2018). Um die Methode korrekt anzuwenden, bedarf es eines offenen und unvoreingenommenen Interviewleitfadens und einer theoretischen Sensibilität (Truschkat et al., 2007).

Die Grounded Theory ist für diese Studie der passende Forschungsstil, da sie eine explorative, gegenstandsbezogene Theoriebildung erlaubt (Hofer, 2018). Für diese Arbeit

ist diese Form der Theoriebildung vorteilhaft, da die Thematik dieser Forschungsarbeit bisher größtenteils unerforscht ist. Dies bedeutet, dass bisher keine Hypothesen, basierend auf Vorwissen, entwickelt werden konnten. Folglich benötigt dieses Projekt einen rein explorativen und induktiven Forschungsstil, der von der Grounded Theory vorausgesetzt wird. Des Weiteren erlaubt die Grounded Theory einen hohen Grad an Flexibilität, da neu gewonnene Erkenntnisse aufgenommen und an bereits bestehende Forschung angepasst werden können (Truschkat et al., 2007).

Zusammenfassend ist die Grounded Theory ein geeigneter Forschungsstil für diese Arbeit, da sie einen hohen Grad an Flexibilität, Unvoreingenommenheit und Offenheit gewährleistet, und kein Vorwissen benötigt. Damit erlaubt sie einen rein induktiven und explorativen Forschungsstil.

3.2 Interviewmethode

Im Rahmen dieser Studie wurden insgesamt acht qualitative, semistrukturierte Interviews mit acht Probanden aus sieben börsennotierten Familienunternehmen durchgeführt. Vorab wurde die Anzahl der Probanden nicht festgelegt, um dem Anspruch der theoretischen Sättigung der Grounded Theory zu entsprechen.

Die Zielsetzung der Interviews bestand darin, die individuellen Erfahrungen der Probanden im Hinblick auf Veränderungen, die durch den Kapitalmarkt beeinflusst wurden, in ihrem Unternehmen zu erfassen. Um hierbei ein subjektives und breites Meinungsfeld abbilden zu können, wurde eine möglichst heterogene Stichprobe gewählt und möglichst offene Fragen gestellt.

Semistrukturierte Interviews bieten den Vorteil, dass sie eine Vergleichbarkeit durch festgelegte Leitfragen herstellen, aber auch die Flexibilität erlauben, den Leitfaden durch zielgerichtete Rückfragen zu erweitern. Die Fragen des Leitfadens wurden möglichst offen formuliert, um die Antworten der Probanden nicht zu leiten oder zu beeinflussen.

Den Probanden wurde freigestellt, ob sie sich lieber persönlich oder digital treffen würden. Als digitale Alternative wurde das Videokonferenz-Tool Microsoft Teams verwendet. Drei der Befragten haben sich für ein Interview vor Ort entschieden. Bei dieser Option wurden die Interviews immer in den Büros der einzelnen Probanden geführt. Die restlichen Interviewpartner haben die digitale Alternative gewählt. Die Interviews wurden in einem Zeitraum von zwei Monaten durchgeführt, zwischen dem 14.09.23 bis zum 15.11.23. Angesetzt wurden sie auf 90 Minuten. Das längste Interview hat eine Stunde und 48 Minuten gedauert und das kürzeste 23 Minuten. Der Mittelwert der Länge der Interviews lag bei ungefähr einer Stunde und zehn Minuten und der Median bei einer Stunde und 28 Minuten. Während des Interviews wurde eine möglichst natürliche Gesprächssituation aufgebaut.

3.3 Interviewleitfaden

Für die Interviews wurde ein zentraler und zielgerichteter Leitfaden genutzt, der durch Rückfragen ergänzt wer-

den konnte. Ziel hierbei war es, die Sichtweisen, die im Verlauf der Interviews deutlich wurden, vergleichbar zu machen. Durch die Semistrukturierung konnten die Fragen angepasst und durch gezielte Rückfragen erweitert werden.

Um die Flexibilität der induktiven Forschung sicherzustellen, wurde der Interviewleitfaden immer wieder an den Verlauf der Forschung angepasst, sodass, durch bereits geführte Interviews, neu aufgekommene Fragen in den Leitfaden integriert wurden.

Der Interviewleitfaden enthielt 7 Leitfragen. Die Fragen des Leitfadens wurden möglichst offen formuliert, um die Antworten der Probanden nicht zu leiten oder zu beeinflussen. Grundsätzlich umfassten die Leitfragen die Themen: (1) Rolle der Inhaberfamilie, (2) Identifikation des Unternehmens, (3) Veränderungen durch den Börsengang, (4) bewahrte und aufgegebene Eigenschaften des Familienunternehmens seit dem Börsengang, (5) neue Herausforderungen durch den Börsengang, (6) Unterschiede zwischen börsennotierten Familienunternehmen und börsennotierten Nicht-Familienunternehmen und (7) Themenbereiche des theoretischen Rahmens dieser Studie⁸.

Vor den Interviews haben die Probanden mit der Interviewanfrage bereits einen vorläufigen Interviewleitfaden sowie eine Projektzusammenfassung erhalten. Hierbei bestand die Absicht darin, die Motivation der Teilnahme der Interviewpartner zu erhöhen, indem ihnen transparent vermittelt wurde, welche Fragen das Interview umfassen wird. Des Weiteren erlaubte ihnen dieser Schritt eine entsprechende Vorbereitung auf das Interview.

Das Interview startete mit einem kurzen Ankommen, wo das Ziel des Interviews und der Projektarbeit vorgestellt wurde. Hier wurde den Probanden auch eine vollständige Anonymisierung der Daten für die Arbeit zugesichert. Anschließend startete das Interview. Dieses wurde in vier Teile gegliedert. Zunächst begannen die Interviews mit einer Art Einstieg, in dem die Situation des Familienunternehmens geklärt werden sollte. Dieser Teil umfasste Themen wie den Grund des Börsengangs und die aktuelle Rolle der Inhaberfamilie in dem Unternehmen.

Der zweite Teil befasste sich mit den Veränderungen im Unternehmen. Hier wurde unter anderem gezielt nach Veränderungen in den Familienunternehmen und deren Auswirkungen gefragt.

Der dritte Teil basierte auf bereits gewonnenen Erkenntnissen durch den theoretischen Rahmen. In dem bereits existierenden theoretischen Rahmen konnten einige Bereiche⁹ identifiziert werden, in denen sich Veränderungen in Familienunternehmen durch den Börsengang vermuten lassen. Daher wurden diese Bereiche gezielt in dem Interview angesprochen. Dieser Teil wurde an das Ende des Interviews gesetzt, um den Verlauf und die Beantwortung der vorherigen

⁸ Siehe Tabelle 1: „Zusammenfassende Darstellung des Vergleichs“, Seite 32.

⁹ Diese identifizierten Bereiche werden in dem Kapitel 2.4.3 „Merkmale & Eigenschaften von Familienunternehmen im Vergleich zu börsennotierten Unternehmen“ vorgestellt.

Tabelle 2: Eigenschaften der Probanden

Darstellung der Stichprobe dieser Forschungsarbeit – eigene Darstellung.

	B1	B2	B3	B4	B5	B6	B7	B8
Position	Werksleitung	Pressesprecher	Aufsichtsrat	Gesellschaft- eraus- schuss	Vorstand- svorsitz	Leiter In- vestor Re- lations	Verwalt- ungsrat	Vorsitz im Gesell- schafter- rat
FE / FI*	FE	FE	FI	FI	FI	FE	FI	FI

* FE = familienextern / FI = familienintern

Tabelle 3: Eigenschaften der Unternehmen der Probanden

	B1	B2	B3	B4	B5 & B6	B7	B8
Rechtsstruktur	AG	AG & Co. KGaA	AG	KGaA	AG & Co. KGaA	SE	KGaA
Börsennotierungszeit ***	20	40	30	40	40	20	30
Mentales Modell*	AE	OT	AE	AE	OT	OT	AE
FM im Aufsichtsrat**	1	1	2	Mind. 1	-	-	2
FM im Vorstand/Verwal- tungsrat**	-	1	-	-	1	2 im VWR	-
Generation	6	6	3	5	5	1	13
Familienbeteiligung ***	50 %	40 %	30 %	60 %	70 %	40 %	Indirekt 70 %
Balance VA & SA ****	n.a.	50 % SA 50 % VA	100 % SA	60 % SA 40 % VA	54 % SA 46 % VA	100 % SA	n.a.

* OT = operativ tätige Familie / AE = aktive Eigentümerfamilie

**FM = Familienmitglieder / VWR = Verwaltungsrat

*** Um die Anonymität der Befragten zu gewährleisten, wurde die Börsennotierungszeit und die Familienbeteiligung gerundet dargestellt.

**** VA = Vorzugsaktie & SA = Stammaktie

***** Das Kürzel „B“ steht für Befragte(r). Alle hier dargelegten Informationen stammen aus den Interviews mit den Probanden, oder den Websites und Geschäftsberichten der dazugehörigen Unternehmen. Um die Anonymität der Unternehmen zu sichern, werden die dazugehörigen Quellen hier nicht angegeben.

Fragen nicht zu beeinflussen. Bei dem dritten Teil des Interviewleitfadens kam es im Laufe der durchgeführten Interviews zu einer entscheidenden Veränderung. In den ersten zwei geführten Interviews wurde den Befragten die bereits existierende und vollständig ausgefüllte Tabelle des theoretischen Rahmens¹⁰ vorgelegt. Nach dem Vorlegen wurden die Befragten gebeten, ihre eigenen Erfahrungen zu den dargelegten Bereichen zu erzählen. Hierbei kam allerdings die Problematik auf, dass die Probanden sich zu stark auf die Inhalte der Tabelle fokussierten und ihre Meinungen zu diesen äußerten, anstatt ihre eigenen Erfahrungen darzulegen. Da dies nicht Zweck des Interviews war, wurde die Tabelle in den weiteren Interviews nicht mehr vorgelegt. Stattdessen wurde zu den einzelnen Bereichen in der Tabelle nur noch offene Fragen gestellt, beispielsweise welche Veränderungen in den Bereichen wahrgenommen werden konnten. Abschließend hatten die Probanden in dem vierten Teil des Interviews die Möglichkeit weitere, nicht erfragte Informationen zu teilen.

Nach dem Interview wurden potenzielle offene Fragen geklärt und die Befragten erhielten einen kurzen Überblick

über das weitere Verfahren der Forschungsarbeit.

Diese beschriebene Struktur der Interviews sorgte für einen ähnlichen und vergleichbaren Gesprächsverlauf mit allen Befragten.

3.4 Stichprobenbeschreibung

Bei der Wahl der Stichprobe wurde auf eine möglichst große Heterogenität geachtet, um eine objektive Einsicht in die Thematik der Arbeit zu erhalten. Des Weiteren mussten die Unternehmen der Stichprobe folgende Kriterien erfüllen: Sie mussten die bereits angegebenen Kriterien erfüllen, um sich als Familienunternehmen zu qualifizieren¹¹ und der Firmensitz musste sich in Deutschland befinden. Darüber hinaus durfte das Interview ausschließlich mit Führungspersonal geführt werden, um sicherzugehen, dass die Probanden über die nötigen Einsichten in die Unternehmensentwicklung verfügen.

Bei genauerer Betrachtung der Stichprobe fällt auf, dass das Familienunternehmen von B7 das Kriterium der Transgenerationalität nicht erfüllt, da die Inhaberfamilie erst seit

¹⁰ Die vollständige Tabelle ist in Tabelle 1 vorzufinden.

¹¹ Siehe Kapitel 2.1.1: „Definition des Begriffs „Familienunternehmen“.

der ersten Generation in dem Unternehmen ist. Trotzdem wurde es für diese Studie nicht ausgeschlossen, da im Verlauf des Interviews sichergestellt werden konnte, dass die transgenerationale Perspektive im Unternehmen vorhanden ist. Zwar befindet sich das Unternehmen in der ersten Generation, aber die nächste Generation befindet sich bereits in einer Art „Wartestellung“ und wird auf die angedachte Eigentümerschaft vorbereitet. Somit kann dieses Unternehmen trotzdem die gewünschte Transgenerationalität aufweisen. Die unteren beiden Tabellen geben eine Übersicht über die Eigenschaften der verschiedenen Probanden und ihrer Unternehmen:

Wie bereits erwähnt wurden insgesamt acht Probanden für diese Arbeit interviewt. Von diesen acht waren fünf Mitglieder der Inhaberfamilie des jeweilig dazugehörigen Familienunternehmens, und drei waren familienextern. Auch die Positionen der Probanden waren unterschiedlich. So hielten alle fünf familieninternen Mitglieder Mandate in Unternehmensführungsgremien, wie dem Aufsichtsrat, dem Gesellschafterausschuss, dem Vorstand oder dem Verwaltungsrat, während die drei familienexternen Probanden verschiedene Führungsfunktionen einnahmen.

Schaut man auf die Unternehmen der jeweiligen Probanden, muss erwähnt werden, dass B5 und B6 aus demselben Unternehmen stammten. Die Rechtsformen der zugehörigen Unternehmen waren ausgewogen. Es wurden zwei Probanden aus einer AG & Co. KGaA interviewt, zwei aus einer AG, zwei aus einer KGaA und einer aus einer SE. Die Unternehmen sind durchschnittlich seit 33 Jahren an der Börse, wobei die Unternehmen von B2, B4 und B5 und B6 mit ≈ 40 Jahren am längsten am Kapitalmarkt notiert sind, und das Unternehmen von B7 mit ≈ 20 Jahren am kürzesten. Vier der befragten Unternehmen unterliegen dem mentalen Modell der aktiven Eigentümerfamilie. Die anderen drei folgen dem Modell der operativ tätigen Familie. In fünf der sieben befragten Unternehmen hält die Inhaberfamilie mindestens ein, bis maximal zwei Aufsichtsratsmandate. In zwei Unternehmen hält die Familie darüber hinaus jeweils ein Vorstandsmandat. In dem Unternehmen von B7 hat die Inhaberfamilie zwei Mitglieder im Verwaltungsrat. Durchschnittlich ist die Inhaberfamilie seit der sechsten Generation an den befragten Familienunternehmen beteiligt. Hier fällt besonders das Unternehmen von B8 auf, bei dem die Familie in der 13. Generation und damit am längsten am Unternehmen beteiligt ist. Durchschnittlich halten die Inhaberfamilien 51 % der Aktienanteile an ihrem Unternehmen. Hier bilden ≈ 70 % das Maximum (Unternehmen von B8 und B5 sowie B6) und ≈ 30 % das Minimum (Unternehmen von B3). Bei B8 ist in der Tabelle angegeben, dass die Inhaberfamilie indirekte Anteile an ihrem Familienunternehmen hält. Hiermit ist gemeint, dass eine Zwischengesellschaft zwischen die Familie und die Aktienanteile geschaltet ist, sodass die Familie keine direkten Aktien hält, aber trotzdem die Kontrolle über diese hat. Zwei der befragten Unternehmen geben keine Vorzugsaktien aus. Bei den restlichen ist die Balance zwischen Stamm- und Vorzugsaktien ausgeglichen. Bei zwei Unternehmen konnten keine Informationen zu dem prozentualen Anteil der beiden

Aktiengattungen gefunden werden.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die Stichprobe eine hinreichende Merkmalskombination darstellt, sodass aussagekräftige Ergebnisse erzielt werden konnten.

3.5 Analysemethode

Als Analysemethode für diese Forschungsarbeit wurde die qualitative Inhaltsanalyse nach Mayring gewählt (Mayring, 2022). Sie erfordert ein systematisches Vorgehen mit expliziten Regeln, was die qualitative Forschung nachvollziehbar und überprüfbar macht (Mayring, 2022). Darüber hinaus ist diese Methode mit dem Forschungsstil der Grounded Theory kohärent (Kuckartz & Rädiker, 2022).

Die qualitative Inhaltsanalyse nach Mayring befolgt ein Ablaufmodell, das acht Schritte umfasst (Mayring, 2022). Anhand dieser Schritte wurde die Analyse der Datensätze durchgeführt. Zur Vereinfachung der Analyse wurden alle Interviews aufgenommen und anschließend wörtlich transkribiert. Für den Kodiervorgang wurde die inhaltliche Strukturierung gewählt, die es der Forschenden erlaubt, die primären Daten hinsichtlich ihrer Inhalte und Themen zu filtern. Daraufhin erfolgte eine rein induktive Kategorienbildung, aus der fünf Hauptkategorien identifiziert werden konnten: externer Einfluss (1), Unternehmenskultur (2), Organisationsstruktur (3), strategische Orientierung (4) und Familie (5). Diese Kategorien konnten trennscharf und nach festgelegten Kriterien, mit Ankerbeispielen, definiert werden.

Die Analyseeinheiten wurden wie folgt definiert: Die Kodiereinheiten durften aus einzelnen Satzteilen bestehen, solange der Kontext ersichtlich blieb. Die Kontexteinheiten durften einen gesamten Sprechbeitrag einer Person umfassen. So bestanden sie beispielsweise aus der gesamten Antwort eines Befragten. Die Auswertungseinheit richtete sich nach der Reihenfolge der durchgeführten Interviews. Die Zusammenstellung der Ergebnisse und Interpretationen richtete sich stets nach der Fragestellung dieses Forschungsprojektes und zielte auf deren Beantwortung ab.

Bei der Kodierung wurde die Methode von Gioia, Corley und Hamilton verwendet (Gioia et al., 2012), die wissenschaftliche Strenge in der qualitativen Forschung durch einen „systemischen Ansatz für die Entwicklung neuer Konzepte und die Formulierung einer geordneten Theorie“ (Gioia et al., 2012, S. 1) herstellt (Gioia et al., 2012). Dabei wird in dem ersten Schritt der Kodierung möglichst unvoreingenommen vorgegangen, indem zunächst bei der Kodierung der ersten Transkripte viele, einzelne Kategorien unstrukturiert gebildet werden („1st Order Concepts“ (Gioia et al., 2012, S. 21)). Danach wurden diese Kategorien miteinander verglichen und auf Ähnlichkeiten, Unterschiede und Muster untersucht, wodurch sich die Anzahl der Kategorien stark reduziert und auf die relevanten beschränkt. Dieser Prozess des Vergleichens wurde im Lauf der Datenauswertung so oft durchgeführt, bis keine Kategorien mehr zusammengeführt werden konnten („2nd Order Themes“ (Gioia et al., 2012, S. 21)). Anschließend wurde innerhalb der Analyse der Daten versucht, mit Hilfe der identifizierten Kategorien, Konzepte und Muster

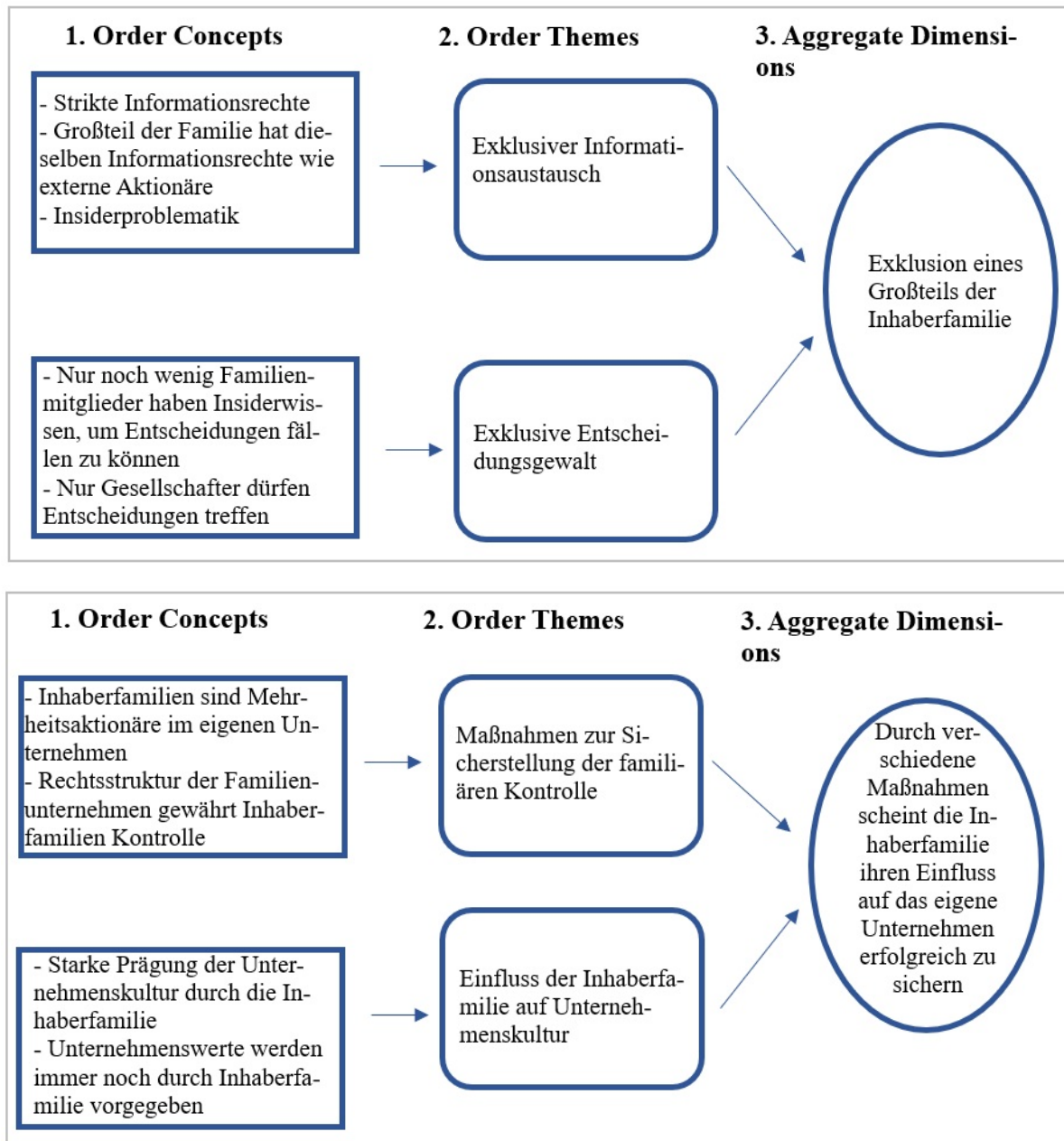


Abbildung 3: Grafische Darstellung des Kodiervorgangs dieser Forschungsarbeit, als Vorlage diente eine Abbildung von Gioia, Corley und Hamilton (Gioia et al., 2012, S. 21)

festzustellen und eine Datenstruktur aufzubauen („Aggregate Dimensions“ (Gioia et al., 2012, S. 21)).

Die folgende Abbildung dient der Veranschaulichung und der Verdeutlichung des gesamten Kodierprozesses. Dafür werden zwei Beispiele gegeben:

4 Ergebnisse der qualitativen Forschung

Ziel der durchgeführten, qualitativen Forschung war es, Veränderungen zu identifizieren, die bei deutschen Familienunternehmen durch die Börsennotierung verursacht wurden. Im Rahmen dieser Forschung konnten insgesamt fünf Haupt-

kategorien induktiv ermittelt werden: externes Umfeld, Unternehmenskultur, Organisationsstruktur, strategische Orientierung und Familie. Von diesen Hauptkategorien konnte ein hierarchisches Categoriesystem abgeleitet werden.

Aufgrund der limitierten Anzahl an Probanden handelt es sich bei den Ergebnissen dieser Arbeit um keine statistisch aussagekräftigen Informationen. Stattdessen konnten Schlussfolgerungen aus dieser Stichprobe gezogen werden, die nicht repräsentativ für börsennotierte Familienunternehmen sind. Um dies zu verdeutlichen, wird eine hypothetische Beschreibung, durch die Äußerung von Schlussfolgerungen und Vermutungen, für die Darstellung der Ergebnisse ge-

nutzt.

4.1 Externes Umfeld

Innerhalb der geführten Interviews wurde verstärkt auf die neu hinzugekommenen externen Einflüsse des Kapitalmarktes verwiesen, die durch die Börsennotierung Einfluss auf Familienunternehmen ausüben. Um die Veränderungen von Familienunternehmen verstehen zu können, müssen diese Einflussfaktoren betrachtet werden. Daher umfasst die Hauptkategorie „externes Umfeld“ sämtliche Aspekte, Faktoren und Mechanismen, durch die der Kapitalmarkt einen direkten oder indirekten Einfluss auf börsennotierte Familienunternehmen ausübt.

Durch die Interviews wurde ersichtlich, dass eine Abhängigkeit von börsennotierten Familienunternehmen zum Kapitalmarkt besteht, da dieser als primäre Eigenkapitalquelle für die Unternehmen dient. Dies verdeutlichen folgende Aussagen:

B6: „Und wir brauchen auch den Kapitalmarkt. Also wir sind ja nicht 100 % eigenkapitalfinanziert, dann wäre es vielleicht noch anders, (...). Und der Grund, warum man am Kapitalmarkt oder am Eigenkapitalmarkt ist, an der Börse ist, ist ja auch, weil man das Eigenkapital benötigt, um Wachstum zu finanzieren.“

B8: „Und vor allen Dingen, wenn irgendwas ist, wir haben Zugang zu Kapital. Das ist - für Familiengesellschaften kann das überlebensnotwendig sein.“

Vermehrt wurde darauf verwiesen, dass, um Zugriff auf das nötige Eigenkapital zu erlangen, Familienunternehmen sicherstellen müssen, dass sie sich an die Anforderungen und das Regelwerk des Kapitalmarktes halten. Diese Pflichten scheinen Veränderungen in den befragten Familienunternehmen auszulösen. So gaben die Probanden an, dass die Familienunternehmen durch die Börse extern beaufsichtigt werden, was deren unternehmerische Tätigkeit beeinflusst:

B4: „Es gibt da ja auch keine Aufsicht. Und da ist natürlich schon eine Art und Weise, wo man Geschäfte führen kann, die ist anders, als wenn man öffentlich bekannt geben muss. Also ich sag jetzt nicht, dass das schlechter oder besser ist, aber da ist ein ziemlich großer Unterschied, wie man Sachen angehen kann, würde ich jetzt sagen.“

Gemäß der Interviews stellen die regulatorischen Anforderungen der Börse die Familienunternehmen zunehmend vor neue Herausforderungen. So wurde immer wieder darauf verwiesen, dass die Richtlinien und Anforderungen des Kapitalmarktes in den letzten Jahren sukzessive verschärft wurden, wodurch sich die Familienunternehmen immer wieder neu anpassen mussten. Darüber hinaus scheinen Familienunternehmen bei Beachtung der Compliance-Anforderungen

am Kapitalmarkt teilweise auf Konformitätslücken zu stoßen. Regeln, Gesetze und Anforderungen des Kapitalmarktes scheinen folglich nicht auf die Bedürfnisse von Familienunternehmen ausgerichtet zu sein. Als Beispiel hierfür wurde unter anderem in den Interviews die Erstellung der börslichen Entsprechenserklärung genannt: Während es für ein Familienunternehmen selbstverständlich scheint, dass der familieninterne Vorstandsvorsitzende direkt in den Aufsichtsrat wechselt, fordern die Governance-Richtlinien des Kapitalmarktes für den Wechsel dieser Positionen eine Abkühlungsphase über mehrere Wochen. Hier scheint folglich eine Diskrepanz zwischen den regulatorischen Anforderungen des Kapitalmarktes und den Bedürfnissen eines Familienunternehmens vorzuliegen. Folgende Aussagen belegen die genannten Herausforderungen:

B4: „(...) also diese ganze Kontrolle seitens der Finanzaufsicht ist so scharf geworden, dass natürlich damit sehr viele zusätzliche Beschränkungen einhergehen.“

B4: „Und ich halte das für ein, also nicht nur bei uns, sondern eher allgemein im System, für ein großes Problem, dass die Governance, diese Reporting Sache, (...) dass die (...) nicht darauf schauen, dass die Governance eines Unternehmens vom Informationsfluss, die Stabilität dieser Governance, davon abhängt und die den wirklich unterbrechen, also rechtlich kappen. Es ist wirklich schwierig. Also ich sehe da keine Lösung, leider, aber ich sehe eine zunehmende Problematik.“

B7: „Ich glaube, jeden Unternehmer bringen die Flut von Regularien, die unter anderem durch die Börsennotierung mit sich kommt, zur Verzweiflung. Also es ist unglaublich, gerade auch was sich in den letzten 15 Jahren jetzt noch zusätzlich seit unserem Börsengang ergeben hat (...)“

B7: „Man merkt es übrigens auch daran, wenn man mal sich die Vorgaben zur Entsprechenserklärung, zur jährlichen, anschaut. Das ist nicht wirklich für Familienunternehmen gemacht. Natürlich geht der vorherige Vorstandsvorsitzende ohne Cooling Off direkt in den Aufsichtsrat, das ist sein Unternehmen, na logisch. Das passt nicht für Familienunternehmen, das ist für Konzerne gemacht, aber nicht für Familienunternehmen, (...)“

Im Rahmen der geführten Interviews wurde die Berichtspflicht oft als neue regulatorische Anforderung genannt, die in den Familienunternehmen zu Veränderungen führt. Daher wird nun folgend dieser Bereich und seine Auswirkungen auf Familienunternehmen genauer betrachtet.

4.1.1 Berichtspflicht & Transparenz

Besonders die Berichtspflicht scheint als große Veränderung und Herausforderung für Familienunternehmen wahrgenommen zu werden:

B7: „Und natürlich ist es auf einmal eine sehr, sehr hohe Transparenz. Ich glaube, das ist die größte Umstellung für die meisten Familienunternehmen, diese hohen Anforderungen an Transparenz (...).“

B8: „Das war die Publizität, das war der große Unterschied. (...) Und jetzt natürlich die volle Publizität. Das war schon Transparenz nach außen hin, auch eine größere Transparenz der Familie. Das ist klar schon eine größere Änderung gewesen.“

Viele Familienunternehmen scheinen sich an diese neue Berichtspflicht, die ein hohes Maß an buchhalterischer Präzision, Verlässlichkeit und Transparenz einfordert, gewöhnen und ihre Mitarbeitenden entsprechend ausbilden zu müssen. Die Belegschaft scheint ein so akkurates Berichtswesen in dieser Regelmäßigkeit nicht gewöhnt zu sein. In den Interviews wurde dies damit erklärt, dass die Mitarbeitenden zwar vor der Börsennotierung schon an die Inhaberfamilie und externe Investoren berichten mussten, diese Berichte sich aber stark von dem Umfang und der geforderten Präzision der Berichte des Kapitalmarkts unterscheiden. Folgende Zitate belegen diese Aussage:

B1: „Ja, wie gesagt, alles was so Richtung Quartalsberichterstattung ist. Das Getaktete, das war neu. Also wir haben klassisch vorher ein Geschäftsjahr berichtet, auch nach Extern. Natürlich hatten wir einen Geschäftsbericht als GmbH und haben das alles offengelegt. (...) Das war alles schon dabei, aber jetzt nicht so diese getaktete Quartalsbericht- und Finanzberichterstattung, darauf zu achten, wenn sich unterjährig was Maßgebliches verändert, dass man an Gewinnwarnungen denken muss (...). Das hat sich komplett verändert.“

B7: „Also die Ermittlung des Fertigstellungsgrades ist extrem schwierig, und wenn Sie sich da vertun, in einem Quartal, was jetzt bei einem Unternehmen mit <Zahl> Leuten, die das noch nie gemacht haben, nicht ganz so trivial ist, dann ist das echt schwierig. Also ich würde mal sagen, die Anforderungen an buchhalterische Präzision, Verlässlichkeit, Transparenz, die haben wir, glaube ich, unterschätzt. Nicht, dass wir es nicht wollten und nicht, dass es uns nicht klar war, sondern einfach die Frage, wie bewerkstellige ich das im Alltag, das jedes Quartal wieder hinzukriegen? Weil, das ist genau das, was natürlich auf einmal jetzt die Aktionäre erwarten. Das war natürlich

vorher auch schon eine Erwartungshaltung, aber da waren wir quasi alleine mit den Banken, aber die haben nicht jedes Quartal einen Zwischenbericht angefordert. Die haben sich im Zweifel mal die Zahlen zeigen lassen und mussten sich darauf verlassen, dass das so stimmt. Aber das ist schon eine große Veränderung, und das muss man wissen, (...)“

Für die Familienunternehmen scheinen die Berichtspflicht und die daraus entstehende Transparenz aber auch einige Vorteile mit sich zu bringen. So wurde angegeben, dass sie dadurch zum einen ihre Buchhaltung und ihr Controlling anpassen und professionalisieren müssen, wodurch sie einen Überblick über relevante Kennzahlen des eigenen Unternehmens erhalten, und zum anderen gezwungen werden, sich frühzeitig und strukturiert mit Themen, wie der Nachfolge oder Nachhaltigkeit, auseinander zu setzen, die sonst im unternehmerischen Alltag untergehen. Ein weiterer Vorteil scheint zu sein, dass der Arbeitsaufwand in der Kommunikation an vielen Stellen verkürzt wird, da Kunden, Partner und Lieferanten durch die Offenlegung eigenständigen Zugriff auf relevante Informationen haben. Diese Vorteile können durch folgende Aussagen belegt werden:

B4: „(...) aber allein dadurch, dass man bestimmte Dinge an die Presse weitergeben muss, zum Beispiel Nachhaltigkeitsberichte, so verpflichtet man sich automatisch dadurch Sachen gemäß einer bestimmten Guideline oder besser zu machen.“

B7: „Und dadurch, dass man auch gezwungen ist, über vieles zu berichten, macht man es auch, was zum Teil sehr heilsam ist, weil man sich einfach auch mit Themen beschäftigt, mit denen man sich sonst vielleicht nicht unbedingt beschäftigen würde. (...) Man stellt sich vielleicht sehr viel früher die Frage, ja, was ist jetzt, wenn einer der Vorstände für eine längere Zeit ausfällt, was niemand hofft. (...) Das bringt die Börsennotierung zum Beispiel mit sich. Weil man muss berichten, und der Wirtschaftsprüfer guckt sich das an (...)“

B7: „Aber gerade auch Kunden, ich meine, wir müssen an keinen Kunden mehr, das mussten wir früher ganz oft, testierte Bilanzen schicken. Das braucht heute kein Mensch mehr. Das können sie sich hier jeden Tag im Internet angucken, und zwar quartalsweise. Von daher, das ist schon an der Stelle dann auch gut. Und viele Informationen ziehen sich die Kunden oder potenziellen Kunden einfach dann über die Kapitalmarkt-Berichterstattung.“

Dennoch wurde in den Interviews auch darauf verwiesen, dass die Transparenz einen großen Nachteil mit sich bringt.

Die Öffentlichkeit hat durch die hohen Berichtsanforderungen Zugriff auf Zahlen und Informationen über das Unternehmen, gleiches gilt für die Konkurrenz. Es wird preisgegeben, wie viel das Unternehmen, aber auch die Inhaberfamilie verdient. Vorstandsgehälter, Umsatzzahlen und Aktienanteile werden im Detail mit der Öffentlichkeit geteilt. Diese hohe Transparenz kann die Inhaberfamilie und ihr Privatleben angreifbar machen:

B2: „Also den Geschäftsbericht, wie ihn die <Unternehmen> (...) veröffentlicht, der enthält natürlich extrem viele Daten, die auch für Mitbewerber interessant sind. Das macht man ja normalerweise nicht. Also <Konkurrenz> sollte eigentlich nicht wissen, wie unser Cashflow und so weiter ist.“

B7: „Das war nicht mehr aushaltbar, muss ich Ihnen ehrlich sagen. Wissen Sie, beim Bäcker, beim Metzger, jeden Tag: „Wieso ist die Aktie runter? Und Sie haben ja nur profitiert davon.“. Das war etwas, was wir uns irgendwann nicht mehr antun wollten. (...) Ich will nur sagen, 10.000 Leute, die müssen nur in der Tankstelle unten fragen: „Sie würden gerne einen Blumenstrauß bei <Name der Inhaberfamilie> abgeben, wo wohnen die denn?“ Und dann stehen die direkt vor der Tür. Ja, also auch das waren Sachen (...). Aber das sind so Grenzbereiche, wo man einfach merkt, der Wunsch nach Transparenz der Aktionäre und der Governance ist nachvollziehbar, aber da ist es manchmal in dieser Konstellation, Familienunternehmen und Kapitalmarktorientierung, nicht ganz leicht (...).“

B8: „(...) aber Sie sehen ja jetzt wieder die Reichenliste vom Manager Magazin, diese unsäglichen Listen mit den ganzen Namen. (...) Ja es ist nicht schön. Aber das hat die Familie natürlich schon geprägt. Wir haben, Gott sei Dank, bisher nie Probleme gehabt, aber die Sorge ist natürlich schon mehr da, dass eben etwas passieren kann.“

4.1.2 Weitere Stakeholder-Gruppen

Durch die Interviews wurde deutlich, dass durch die Börsennotierung neue Stakeholder-Gruppen an die Familienunternehmen herantreten.

Aktionäre scheinen Druck auf die befragten Familienunternehmen auszuüben, indem sie ihre Anlageentscheidungen von persönlichen Kriterien abhängig machen, die von den Unternehmen berücksichtigt werden müssen, um sich auf dem Börsenmarkt attraktiv zu positionieren. Dennoch scheint der Einfluss von Aktionären auf börsennotierte Familienunternehmen deutlich reduziert zu sein, da die Inhaberfamilie die Sperrminorität und damit weiterhin die Entscheidungsgewalt hält¹².

B5: „Diese Entwicklung ist eigentlich eher kontraproduktiv. Da geht es um den Wettbewerb des tollsten Waschens und des besten Glänzens und die wirkliche Nachhaltigkeit tritt in den Hintergrund. Und man muss sich aber an diesen anderen Dingen beteiligen, sonst wird man von den Investoren, ich sag mal, abgestraft.“

Auch auf die Öffentlichkeit als weiteren Stakeholder wurde in den Interviews vermehrt verwiesen. So scheint durch den Börsengang das Interesse der Öffentlichkeit an den Familienunternehmen deutlich zu steigen. Gemäß der Befragten liegt dies primär an der gesteigerten Transparenz der Familienunternehmen, die dazu einlädt sich eine Meinung zu diesen zu bilden. Auch das Interesse an den Inhaberfamilien scheint dadurch zu wachsen, da diese oft als Gesicht hinter den Familienunternehmen wahrgenommen werden. So wird offenbar vermehrt auf deren Verhalten und Auftreten in der Öffentlichkeit geachtet.

B4: „(...) und man ist auf dem Radar viel mehr als vorher. Und das kommt mit allen möglichen (lacht) Einflüssen von rechts und links.“

B6: „Man schaut, sagen wir so, bei Hauptversammlungen, und so weiter, sehr genau auf das Verhalten der Familienmitglieder. (...) Wie verhält er sich gegenüber den Kleinaktionären? Akzeptiert er die? Nimmt er die ernst? Berücksichtigt er auch die Interessen der Kleinaktionäre? Und wenn dann diese Aktionäre das Gefühl haben, dass das nicht der Fall ist, dann kommen recht schnell auch die Vorwürfe im Sinne von Gutsherrenart, et cetera.“

B7: „Also ich glaube, dass hat gar nicht so sehr mit der Börse direkt zu tun (...). Sondern generell mit der größeren Sichtbarkeit, die man als börsennotiertes Unternehmen hat, bei den Mitarbeitern, bei den Aktionären, in der Presse. Man hat eine sehr viel größere Sichtbarkeit, weil man natürlich auch sehr viel intensiver kommuniziert und auch von außen wahrgenommen wird (...).“

Zusammenfassend scheinen Familienunternehmen durch die Börsennotierung mit neuen Herausforderungen, wie den Interessen neuer Stakeholder-Gruppen und neuen Anforderungen und Regularien, konfrontiert zu werden. Inwieweit diese neuen Herausforderungen zu Veränderungen in den Familienunternehmen führen, wird durch die weiteren vier Hauptkategorien erklärt.

4.2 Unternehmenskultur

Auch die Unternehmenskultur wurde in den Interviews vielfach angesprochen. Die Hauptkategorie „Unternehmenskultur“ beschreibt die Persönlichkeit eines Unternehmens, die das Arbeitsumfeld und das Miteinander innerhalb einer Firma beeinflusst und formt. Unter diese Kategorie

¹² Dieser Punkt wird ausführlicher in Kapitel 4.3: „Organisationsstruktur“ dargelegt.

fallen Themenbereiche wie die Werte und Normen, der Führungsstil, die Kommunikation, die Arbeitspraktiken und der Zusammenhalt innerhalb einer Firma.

Der erste Anhaltspunkt für die Unternehmenskultur der befragten Unternehmen ist deren Identifikation: Identifizieren sich die einzelnen, börsennotierten Unternehmen weiterhin als Familienunternehmen? Dies ist, gemäß der Interviews, der Fall. Für die meisten Inhaberfamilien scheint der Begriff „Familienunternehmen“ weiterhin einen hohen Stellenwert einzunehmen und ist auch oft in den Werten der Unternehmen verankert. Dies verdeutlichen exemplarisch folgende Aussagen:

B4: „Wir haben bei <Unternehmen> fünf Werte, die unternehmensweit existieren. Einer davon ist, dass es ein Familienunternehmen ist. Also ich glaube, das ist eine sehr signifikante Komponente von <Unternehmen>, wie sich das Unternehmen auch selber identifiziert. Mit all den Vorteilen und vielleicht auch Nachteilen, die damit einhergehen, würde ich sagen, identifiziert sich <Unternehmen> sehr stark als Familienunternehmen.“

B7: „Also wir finden es wichtig, wir fühlen uns auch als Familienunternehmen. Durch die starke Präsenz im Verwaltungsrat, würde ich denken, das ist auch so. (...) Uns ist es sehr wichtig, in der Wahrnehmung ist es auch so. (...) Von außen werden wir schon als Familienunternehmen wahrgenommen.“

Nur zwei der Befragten gaben in den Interviews an, dass sich ihr Unternehmen mehr als hybride Form versteht, also als börsennotiertes Unternehmen mit Einfluss der Inhaberfamilie.

Um den Mitarbeitenden das Bewusstsein zu vermitteln, dass es sich bei den Unternehmen auch weiterhin um Familienunternehmen handelt, scheint die Präsenz der Inhaberfamilie eine maßgebliche Rolle zu spielen. Gemäß der Befragten wird diese Präsenz erreicht, indem Events veranstaltet werden, bei denen die Inhaberfamilie bewusst im Unternehmen auftritt, die NextGen Praktika im Unternehmen macht, Teile der Inhaberfamilien an wichtigen Konferenzen teilnehmen und sie auch sonst den alltäglichen Kontakt im Unternehmen suchen:

B7: „Wir versuchen auch sehr präsent zu sein. Wir sind auch immer bei den jährlichen Managementtagen, da sind die etwa 100 wichtigsten Manager unseres Unternehmens, egal wo auf der Welt, zusammen, da gehen wir immer auch hin, um auch präsent zu sein, auch als Familie präsent zu sein, mein Mann und ich.“

B8: „Und die Familie hat immer noch einen sehr hohen Stellenwert. Das liegt auch daran, weil wir dazu beitragen. Ist eben so. Ich meine, ich gehe

immer in die Kantine hier, ich rede mit den Leuten. Ganz bewusst gibt es dann Auftritte der Familie bei den Managementkonferenzen. Die Familie ist immer präsent. Wir tun sehr viel dafür, dass die Familie präsent ist, sowohl im Inland als auch im Ausland.“

Auch bei den Mitarbeitenden scheint die Präsenz der Inhaberfamilie etwas zu bewirken. So scheint die Inhaberfamilie auch weiterhin bei den Mitarbeitenden einen gewissen Stolz und eine besondere Form der Wertschätzung auszulösen und gibt ihnen eine emotionale Orientierung. Folgende Aussage verdeutlicht dies beispielhaft:

B1: „Also ja, die Familie <Name der Inhaberfamilie> löst was aus, ohne dass viele Menschen die Familie <Name der Inhaberfamilie> kennen. (...) Dann so jemanden zu haben, die Visitenkarte ganz oben, die er nach außen abgibt, und so stolz auf, gefühlt, sein Unternehmen ist. Und das macht was aus. Es gibt diese Wertschätzung, die kann der direkte Chef in der Form gar nicht geben, wie es dann jemand von der Familiengesellschaft von dieser Größenordnung macht. Das weiß man sehr zu schätzen.“

Die Inhaberfamilie scheint nach dem Börsengang weiterhin eine wesentliche Rolle in ihrem Unternehmen zu spielen und die Unternehmenskultur zu prägen.

Generell scheint der Kapitalmarkt kaum Einfluss auf die Unternehmenskultur der Familienunternehmen auszuüben. Trotz der Börsennotierung können die befragten Unternehmen viele als typisch geltende Eigenschaften eines Familienunternehmens vorweisen, wie beispielsweise eine ausgeprägte Werteorientierung, den Einfluss der Inhaberfamilie und die familiäre Rücksichtnahme gegenüber Mitarbeitenden:

B1: „Und die Unternehmenskultur: Ja, stark geprägt durch die Inhaberfamilie auf jeden Fall. Die Prägung haben wir immer noch.“

B4: „Und dass die Werte der Familie eben auch ins Unternehmen weitergegeben werden können, ist schon toll. Also, ich würde sagen, das ist ein großer Unterschied.“

B6: „Ein anderer Unterschied (...) ist, glaube ich, auch, dass wahrscheinlich beim Familienunternehmen, die haben, glaube ich, schon eine bestimmte Kultur, -nicht alle - aber weil es familiärer ist. Und ich fasse das so zusammen, dass die Mitarbeiter bei bestimmten Familienunternehmen wirklich ernstgenommene Stakeholder sind. Das heißt, das Management oder der Familienvertreter im Management hat bei seinen Entscheidungen auch immer da die Interessen der Mitarbeiter im Hinterkopf.“

B8: „Ja, da (...) ist eine andere Arbeitsatmosphäre. Ja, denn die Familie, ich meine, wir haben zum Beispiel noch nie betriebsbedingte Kündigungen gehabt, seit dem zweiten Weltkrieg. Gibt es nicht.“

Dennoch konnten die Befragten auch einzelne Veränderungen, die nach der Börsennotierung in der Unternehmenskultur ihres Unternehmens stattgefunden haben, identifizieren. Zum einen wurde angegeben, dass sich das Unternehmen zunehmend anonymisiert hat. So scheint sich die Belegschaft untereinander nicht mehr unbedingt persönlich zu kennen und die Inhaberfamilie schafft es nicht mehr alle Mitarbeitenden persönlich zu treffen. Allerdings ist hier stark zu vermuten, dass diese Anonymisierung keine direkte Veränderung durch die Börsennotierung ist, sondern eine Konsequenz des Wachstums. Daher wird diese Veränderung im weiteren Verlauf der Arbeit nicht thematisiert.

Eine weitere Veränderung, gemäß der Befragten, ist das Bewusstsein der Mitarbeitenden, dass ihr Unternehmen an der Börse ist. So scheinen Mitarbeitende nun täglich den Aktienkurs zu verfolgen und bekommen die gesamte börsliche Infrastruktur in ihrem Unternehmen mit:

B7: „Also, je näher die an der Zentrale in <Ort> sind, umso klarer ist es, dass wir börsennotiert sind, weil die ganzen Funktionen da sind, da ist IR¹³, da sind alle Funktionen, sind die ganzen Themen, da findet die Hauptversammlung statt, da ist man sehr nah dran, da ist es sehr bewusst. Ich glaube, alle gucken jeden Tag auf den Börsenkurs und so, auch wenn es eher so, weil man damit zu tun hat, ist.“

Ansonsten scheint sich der Führungsstil der Familienunternehmen durch die Börse wahrnehmbar verändert zu haben. So gaben die Befragten an, dass Entscheidungen seit der Börsennotierung nicht mehr impulsiv und instinktiv von der Inhaberfamilie getroffen werden können, sondern genau abgewogen werden, damit sie im Nachhinein vor Aktionären und Analysten gerechtfertigt werden können:

B1: „Und das ist der positive Treiber. Ich muss, wenn ich an der Börse bin, das Thema Risikomanagement anders besetzen. Als Familienunternehmen bin ich vielleicht noch stärker in der Kultur 'ich will aber', ohne systematisch Chancen und Risiken bewertet zu haben.“

B7: „Sie müssen anders kommunizieren, wenn sie bestimmte Veränderungen in ihrem Geschäftsmodell oder eben in Kostenstrukturen haben. Das muss ein nicht börsennotiertes Familienunternehmen im Zweifel nicht. Die entscheiden einfach, sie gehen jetzt zwei Jahre

investieren in irgendein Thema, während wir jedes Vierteljahr darüber berichten müssen, ob das jetzt schon weitergekommen ist, ob wir denken, dass das eine gute Idee ist und ob das was bringt und wann es, vor allem, was bringt.“

Zusammenfassend scheint sich die Unternehmenskultur von börsennotierten Familienunternehmen durch den Kapitalmarkt nur marginal zu verändern. Die typischen Eigenschaften eines Familienunternehmens bleiben offenbar größtenteils unverändert. Trotzdem wurde durch die Befragten angegeben, dass geringe Veränderungen im Führungsstil und in dem Bewusstsein der Mitarbeitenden stattgefunden haben.

4.3 Organisationsstruktur

Die dritte Hauptkategorie, die durch die Interviews identifiziert werden konnte, ist die Organisationsstruktur. Diese umfasst die Hierarchie und den Aufbau einer Organisation, die Abteilungen und einzelnen Funktionen, die Kontrolle, die Arbeitsverteilung, die Koordination und das Organigramm eines Unternehmens.

Die meisten börsennotierten Familienunternehmen scheinen unter der Führung einer aktiven Eigentümerfamilie¹⁴ zu stehen. Dies deckt sich mit der Tendenz, dass sich, gemäß der Interviews, ein Großteil der Inhaberfamilien vor oder während des Börsengangs aus dem operativen Geschäft der Familienunternehmen zurückgezogen hat, um den Familieneinfluss über Gremien, wie dem Aufsichtsrat oder dem Familienrat, zu organisieren. Diese Tendenz kann mit folgenden Aussagen belegt werden:

B1: „(...) unser Vorstandsvorsitzender und auch Hauptanteilseigner der Familiengesellschaft (...) war danach auch noch drei weitere Jahre in dieser Rolle, bevor er sich dann aus dem Operativen zurückgezogen hat und dann den Vorsitz des Aufsichtsrats übernommen hat.“

B7: „Die Umwandlung in eine monistische SE ist dann entstanden, mit der Beschäftigung damit, dass wir gesehen haben, wir können uns zu einem sehr frühen Zeitpunkt aus dem operativen Management zurückziehen.“

B8: „(...) als ich damals in den Gesellschafterrat gewählt wurde, da gab es noch in der Geschäftsleitung drei oder vier Familienmitglieder. Jetzt gibt es keine mehr.“

Trotz des vermehrten Rückzuges aus dem operativen Geschäft, scheinen die Inhaberfamilien Vorbereitungen in ihrem Familienunternehmen getroffen zu haben, um einen maßgeblichen Einfluss und eine übergreifende Kontrolle über das

¹³ IR = Investor Relations.

¹⁴ Siehe Kapitel 2.1.2: „Das Drei-Kreis-Modell & pragmatische Paradoxien eines Familienunternehmens“.

eigene Unternehmen zu behalten. Gemäß der Befragten zählt zu diesen Vorbereitungen unter anderem die Auswahl einer entsprechenden Rechtsstruktur. Innerhalb der Familienunternehmen der Stichprobe scheinen die Rechtsformen der KGaA und der AG & Co. KGaA besonders beliebt zu sein, um den Einfluss der Inhaberfamilie auf das eigene Unternehmen zu wahren.

Exkurs: Die Rechtsstrukturen der KGaA und der AG & Co. KGaA scheinen sich für börsennotierte Familienunternehmen anzubieten. Ein Vorteil der beiden Rechtsformen ist beispielsweise, dass die Inhaberfamilie sowohl die Funktion des Kommanditaktionärs als auch die Funktion des Komplementärs einnehmen kann. Dies erlaubt ihr ein hohes Maß an Flexibilität und das Beeinflussen unternehmerischer Entscheidungen (Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz, 2024a; MüKo, 2023).

Folgende Aussagen belegen die strategische Überlegung, den Erhalt der Kontrolle der Inhaberfamilie durch die Auswahl der Rechtsstruktur zu verfestigen:

B2: „Und man hat sich dann überlegt, eine Kommanditgesellschaft auf Aktien zu machen, um das langfristig zu sichern, dass die Familie auch den möglichst großen Einfluss hat (...) und so kann man langfristig die Entscheidungsgewalt, was bei <Unternehmen> passiert, innerhalb der Familie halten. Das ist dieses Struktur gegeben.“

B5: „Also wie gesagt, ist jetzt nicht mehr so, dass 100 % der Stimmrechte im Familienbesitz sind, aber es ist weiterhin so, dass die Kontrolle zu 100 % bei der Familie liegt, das liegt aber an der KGaA Struktur.“

B8: „Ganz einfach, weil wir damit die Kontrolle behalten. (...) aber diese Struktur erlaubt uns eben, selbst wenn wir den Anteil von 70 % auf 50 %, oder 30 %, oder 20 % abschmelzen würden, weiterhin die volle Kontrolle des Unternehmens zu halten, aufgrund einfach der Governance Strukturen, die eine KGaA, oder rechtlichen Struktur, die die KGaA gibt. Das war eigentlich der Hauptgrund: Kontrolle durch die Familie so weit wie möglich zu sichern.“

Gemäß der Probanden ist eine zusätzliche Maßnahme zum Erhalt der Kontrolle der Inhaberfamilie, dass sie Mehrheitsaktionär im eigenen Unternehmen ist und bleibt. Durch diese Mehrheitsbeteiligung hält die Inhaberfamilie auch gleichzeitig die Mehrheit der Stimmrechte und kann so nach wie vor die Entscheidungen für das Unternehmen treffen. Bei den befragten Unternehmen liegt der Stimmenanteil der Inhaberfamilie ungefähr zwischen 30 und 70 %. Durch ihre Mehrheitsbeteiligung scheint die Inhaberfamilie nicht nur ihren Einfluss, sondern auch ihr Unternehmen vor den externen Einflüssen des Kapitalmarktes zu schützen. Laut den Interviews kann die Inhaberfamilie so beispielsweise die strategische Ausrichtung des Unternehmens vorgeben

und das Unternehmen auch vor externen Übernahmen bewahren. Auch der Einfluss der familienexternen Aktionäre scheint durch diese Maßnahme reduziert. Diese können zwar ihre Meinungen äußern, scheinen aber daran gehindert zu sein bei unternehmerischen Entscheidungen mitzuwirken:

B4: „Und ohne jetzt übermäßig arrogant rüberkommen zu wollen, ist es natürlich schwierig, wenn man eine <Zahl> % Mehrheit hat und die Entscheidung getroffen hat, dann kann man diskutieren, aber nicht umentscheiden, bei den meisten Entscheidungen. Das ist sicher nicht sehr populär bei besagten Aktionären, die gerne anders denken. Aber das ist halt ein Teil des Familienunternehmens. Das sichert dann auch die Langfristigkeit und et cetera et cetera. Also das kommt auch mit den Vorteilen einher.“

B6: „Trotzdem haben wir hier ein Mehrheitsverhältnis bei den Stimmrechten und deshalb, da sollte man sich nichts vormachen, das sind also jetzt nicht gleichberechtigte Interessen, sondern der, der die meisten Anteile hat, hat auch das Recht, das meiste Interesse, sozusagen, vertreten zu bekommen, und das stört, glaube ich, einige kleine, aber so ist das.“

Um die Vorteile der Mehrheitsbeteiligung nutzen zu können, muss die Familie sich bei Abstimmungen geschlossen entscheiden. Um dies sicherzustellen, nutzen einige der Befragten Bindungsmaßnahmen, um die Aktien und damit die Stimmanteile zu binden. Beispiele dafür sind unter anderem Aktienbindungsverträge oder Zwischengesellschaften. Zwischengesellschaften werden zwischen die Inhaberfamilie und ihre Aktien geschaltet, sodass die Inhaberfamilie keine direkten Aktien besitzt, aber die Dividende durch die Ausschüttung der Gesellschaft erhält:

B4: „Ja, also es besteht immer noch ein Unterschied, dadurch, dass die familieninternen Aktionäre ihre Aktien gebunden haben in dem Aktienbindungsvertrag. (...) Das heißt, die Familie versucht, durch Konsensfindung, mit einer Stimme zu sprechen und damit ist jedes einzelne Familienmitglied in dieser Konsensfindung dabei und stimmt letztendlich auch direkt mit ab, zu den Entscheidungen.“

B8: „Unsere Gesellschafter haben keine Aktien. (...) Wir haben keine Aktien, weil wir diese Zwischengesellschaft, die Konzernobergesellschaft, die KG, halten. Die haben wir dazwischengeschaltet. (...) Und das war im Grunde genommen der Trick dabei, dass wir diese Zwischengesellschaft haben. Das Kommanditkapital, die <Zahl> %, werden gehalten davon und die gehört zu 100 % der Familie und zu 0,1 % der Geschäftsleitung, (...) Aber um die

Familie zusammenzuhalten, wurde das eben so strukturiert, das war die Governance.“

Betrachtet man die übrige Organisationsstruktur, scheint der Kapitalmarkt, laut den Befragten, wenig Einfluss auf das Kerngeschäft und die Governance Strukturen zu haben:

B1: „Also in der Kernorganisation, in den Geschäftsfeldern, in denen wir tätig waren, gab es, ich würde sagen, keinerlei Veränderung. Also wir haben nicht wegen dem Börsengang irgendwas Grundsätzliches in unserem Unternehmen verändert.“

Trotzdem mussten die meisten Familienunternehmen offenbar eine börsliche Infrastruktur mit einigen neuen Bereichen und Events errichten, um den Anforderungen des Kapitalmarktes gerecht zu werden. Laut den Befragten zählen unter anderem die Abteilung Investor Relations, die Hauptversammlung und die Kapitalmarkttag zu diesen Neuerungen:

B6: „Man muss also viel mehr kommunizieren, viel mehr offenlegen, als das als rein eigentümergeführtes Unternehmen der Fall wäre. Und das erfordert auch, natürlich, eine bestimmte Infrastruktur, die man sonst gar nicht besitzen würde (...)“

B8: „Wir haben natürlich einen Investor Relations Bereich. Wir machen Kapitalmarkttag. Das haben wir alles früher nicht gehabt. Das heißt, es gibt viele Funktionen und Kollegen, die es vor der Börsennotierung nicht gab (...)“

Seit der Börsennotierung wurde ein starkes Wachstum der Familienunternehmen von den meisten Befragten wahrgenommen. Dieses wurde durch die Probanden dadurch erklärt, dass man durch den Kapitalmarkt Eigenkapital erhält, womit die Unternehmen Expansions- und Wachstumsmöglichkeiten finanzieren können. Trotzdem scheint dieses Wachstum auch Herausforderungen mit sich zu bringen. So wurde unter anderem darauf hingewiesen, dass ein Familienunternehmen die damit verbundene Aufskalierung des Unternehmens zunächst realisieren muss:

B2: „Und man hatte Kapital und hatte andere Möglichkeiten (...) dann kamen sozusagen weitere Services und Geschäftsfelder dazu. (...) Es hat sich breiter aufgefächert. (...) Also das Unternehmen vorher: verschlossener, weniger auf Expansionskurs, das Unternehmen danach: offener und breiter aufgestellt, in den nächsten Jahren der Entwicklung, weitere Möglichkeiten. Der Möglichkeitsraum hat sich eröffnet.“

B4: „Aber ich glaube, dass dann gleichzeitig die Skalierung der gesamten Geschäftstätigkeiten

als riesige Herausforderungen im Raum steht. Und das besonders, wenn man ein Familienunternehmen ist, wo die Familie operativ tätig ist. Da muss man sich dieser Herausforderung wirklich bewusst sein, dass man plötzlich die Firma innerhalb sehr, sehr kurzer Zeit um einen Faktor n, als 10x, 20x, 30x, vergrößern muss, (...) Das heißt, man muss das irgendwo aufskalieren.“

Eine weitere Veränderung durch die Börse scheint der hohe Grad der Professionalisierung zu sein. So haben einige der Befragten angegeben, dass sich beispielsweise ihre Governance, ihre Buchführung, ihre Kommunikation, ihr Reporting und ihr Controlling professionalisiert haben, um den strengen Anforderungen des Kapitalmarktes gerecht zu werden. Diese Professionalisierung scheint folglich in verschiedenen Bereichen stattgefunden zu haben. Dies verdeutlichen exemplarisch die folgenden Aussagen:

B1: „Positiv daran: Es ist klarer, für viele. Vorher war es dann halt auch eben nur die Familie – na ja dann redet man halt drüber – „Ah, das ist nicht so wichtig, wenn das jemand weiß“ – das Stammtischgeplaudere. (...) Das hat sich verändert. (...) Jetzt haben wir eine klare, aufgeschriebene, strategisch aufbereitete Guidance, die wir auch brauchen, um zu zeigen, wie ist unser Weg in den nächsten 10 Jahren oder 20, die wir natürlich auch intern den Mitarbeitern erzählen können. Klar ist, jeder Bereich sendet die gleichen Signale, das ist eine einheitliche Strategie geworden, kommunizierbar. Und das ist ein extrem positiver Impuls.“

B2: „Also die Buchführung war, glaub ich, auch eine ganz andere Art, weil es ganz andere Anforderungen gab. Die Buchführung war ja dafür da, um den Geldgebern oder der Familie zu erklären, wie es läuft und man hat da nicht so viele Daten erheben müssen. Das war auch eher ein aus dem Gefühl heraus und nach dem Börsengang war es dann natürlich ein neues Level.“

B7: „Da ist ein hoher Grad an Professionalität, mit der Governance Struktur angefangen, bis zur Berichterstattung, einfach.“

Zusammenfassend scheinen Inhaberfamilien auch nach der Börsennotierung verschiedene Maßnahmen im eigenen Unternehmen integriert zu haben, die den Erhalt ihres Einflusses sichern und den externen Einfluss des Kapitalmarktes reduzieren. Ansonsten scheint sich die Organisationsstruktur durch die Anforderungen des Kapitalmarktes professionalisiert zu haben. Die Familienunternehmen wurden um eine börsliche Infrastruktur erweitert.

4.4 Strategische Orientierung

Ein weiterer Aspekt, den die Interviewten immer wieder erwähnt haben, ist die strategische Orientierung. Strategi-

sche Orientierung bezieht sich hier auf die strategische Ausrichtung eines Familienunternehmens, welche den Zeithorizont der Strategie, die Strategieformulierung, die Einflussfaktoren und die Veränderungen umfasst.

Die Langfristigkeit spielt offenbar auch nach der Börsennotierung eine signifikante Rolle in der Strategiefindung der Familienunternehmen. So scheinen die börsennotierten Familienunternehmen einen Vorteil in dieser zu sehen, der sie von börsennotierten Nicht-Familienunternehmen unterscheidet:

B1: „Ja und, Gott sei Dank ist es bei uns so, dass wir ein familiengeführtes, börsennotiertes Unternehmen sind, und wir haben dieses Langfristig-Denken auch bei uns heute noch.“

B6: „Da ist der primäre Fokus auf der langfristigen Entwicklung. Wir, beziehungsweise das Management, trifft keine Entscheidungen von Bedeutung, die irgendeine Relevanz hätten, um einen Quartalsergebnis zu schönen - Darf man das sagen? - zu verändern. Der Fokus wird nicht mit dem Quartal getroffen.“

Generell scheint der Kapitalmarkt die langfristige, strategische Orientierung börsennotierter Familienunternehmen nur marginal zu beeinflussen. So geben börsennotierte Familienunternehmen an, dass sie bei der Strategieentwicklung keinen wesentlichen Schwerpunkt auf den Kapitalmarkt setzen und weisen das für börsennotierte Unternehmen als „typisch“ geltende Quartalsdenken stets von sich:

B1: „Aber wie gesagt, das Quartalsdenken, das gab es bei uns nicht und wird es so schnell nicht geben.“

B1: „Klar, wir müssen auch Quartalsberichterstattungen machen, ja und es gibt genauso diese Investoren-Roadshows und alles Mögliche. Die Instrumente werden bei uns genauso angewendet. Aber das ist nicht das Leadinginstrument. Also das ist nicht das, warum wir das machen, sondern da haben wir einen strategischen Ansatz, und der Rest muss halt dazu auch stimmen.“

Obwohl, wie bereits oben herausgestellt, die Interessen des Kapitalmarktes für die langfristige Strategiebildung kaum berücksichtigt werden, gewinnen diese in der Kurzfrist an Bedeutung. Dies wird dadurch deutlich, dass die Interviewpartner die Relevanz eines steigenden Aktienkurses und zuträglicher kurzfristiger Unternehmensentscheidungen durchaus bejaht haben. So geben die meisten Befragten an, dass der Aktienkurs für das Familienunternehmen von Relevanz sei, und auch die Interessen der Aktionäre berücksichtigt werden, indem kleinere Entscheidungen kurzfristig getroffen werden:

B4: „Das wir also auch uns darum kümmern müssen, dass die Börse so wenig negativ wie möglich reagiert, weil wir auch die Investoren bedienen müssen, in gewisser Weise. Es geht ja nicht nur um die Kunden oder nur um die Zulieferer, sondern auch um die Investoren, die ihr Kapital auch rein investieren. (...) und damit geht einher, auch zum Teil kurzfristigere Entscheidungen auf kurzfristigerer Basis treffen zu müssen. Meines Erachtens sind das von der Größe her kleinere Entscheidungen. Macht ja auch Sinn. Aber die sind trotzdem sicher signifikant und werden signifikanter (...)“

B8: „(...) ich sage immer: „Wir denken in Generationen, nicht in Quartalen, aber die Quartalsergebnisse müssen stimmen.“

Ein paar der Befragten haben auch Veränderungen in dem strategischen Setting des Unternehmens durch die Börsennotierung wahrgenommen. So gibt ein Befragter an, dass die Komplexität in der Strategieformulierung höher geworden ist, da nicht nur die Interessen der Kunden, sondern auch die der Aktionäre berücksichtigt werden müssen:

B2: „Und das ist sozusagen dieser Spagat, dass man das Unternehmen attraktiv macht für die Aktionäre und gleichzeitig attraktiv macht für die Kunden. Und die Kunden wollen immer das Günstigste, die beste Leistung, zum günstigsten Preis. Und die Aktionäre wollen den höchsten Gewinn für den wenigsten Aufwand. (...) Also dieses, die zwei sich eigentlich widersprechenden Dinge in Einklang zu bringen, ist eigentlich so die Kernherausforderung für eine Aktiengesellschaft.“

Des Weiteren haben Befragte angegeben, dass sie vor der Börsennotierung noch keine formulierte Strategie hatten, sondern diese erst nach dem Börsengang formuliert wurde:

B5: „Also das, was früher noch so ging, durch Working Round, muss jetzt irgendwie anders kommuniziert werden. Man muss das dann auch mal aufschreiben. Und wir hatten bis <Jahreszahl> tatsächlich keine Strategie. Ging auch so, gar nicht schlecht. (...) Und dann war aber klar, (...) da müssen wir das mal aufschreiben, (...)“

B8: „Ich meine, vorher gab es nie eine richtige Strategie. Strategie wurde so am Küchentisch gemacht. Das ist alles jetzt anders.“

Folglich scheinen Familienunternehmen durch die Börsennotierung teilweise eine steigende Komplexität wahrzunehmen und ihr strategisches Setting zu professionalisieren.

Trotzdem scheint der maßgebliche, strategische Einfluss nicht vom Kapitalmarkt auszugehen. Stattdessen prägt die

Inhaberfamilie offenbar nach wie vor die strategische Orientierung ihres Familienunternehmens. Sie gibt die strategische Richtung des Familienunternehmens vor und wird bei strategischen Entscheidungen berücksichtigt:

B5: „Das, würde ich sagen, ist gleichgeblieben. Die ist mehr maßgeblich durch die Familie oder durch mich bestimmt. Wenn ich sage: „Profit ist nicht so wichtig, wir wollen lieber erstmal Plätze besetzen.“, dann macht die Organisation das und umgekehrt. Also das gibt nicht die Börse vor.“

B7: „Und wie gesagt, im Management ist nach wie vor eine hohe Akzeptanz da, dass wir die Dinge entscheiden. (...) Das wird dann nicht entschieden, auch wenn ich de facto nur eine bin, die sich enthält oder dagegen stimmt, und die mich überstimmen könnten, das machen die nicht. Das macht der Verwaltungsrat nicht, weil es ein Familienunternehmen ist und es eben dann schon auch wichtig ist, dass gerade die Familie hinter einer wesentlichen Entscheidung steht und es nicht nur nach Stimmen geht.“

B8: „Wir geben ihnen das vor, welche Richtung wir gehen wollen. Also wir sind unternehmerisch aktiv; nicht im Tagesgeschäft, aber in der Kontrolle und in der Ausübung und wohin die Reise gehen soll.“

Zusammenfassend scheint die Inhaberfamilie nach wie vor den größeren Einfluss auf die strategische Orientierung eines börsennotierten Familienunternehmens zu haben als der Kapitalmarkt. Die Ergebnisse lassen vermuten, dass der Einfluss des Kapitalmarktes die Kurzfristigkeit in der Strategie antreibt, während die Familie sich langfristig ausrichten möchte.

4.5 Familie

Die letzte ermittelte Hauptkategorie wurde „Familie“ genannt und umfasst alle Aspekte, die die Inhaberfamilie, ihre Bindung zueinander und ihre Bindung zum Familienunternehmen beeinflussen.

Für die Inhaberfamilie scheint ein Börsengang einige Veränderungen mit sich zu bringen. Zum einen, weil neben der Inhaberfamilie eine neue Eigentümergruppe in das Familienunternehmen hinzukommt: die Aktionäre. Gemäß der Befragten hält die Inhaberfamilie zwar weiterhin die Entscheidungsgewalt, muss nun aber weitere Interessen berücksichtigen. Bei den geführten Interviews wurde deutlich, dass dies von der Inhaberfamilie als eine deutliche Veränderung empfunden wird. Dies verdeutlichen exemplarisch folgende Aussagen:

B6: „Wenn man vorher der Eigentümer eines Unternehmens war und dann später durch einen Börsengang plötzlich Miteigentümer hat, dann ist das natürlich schon eine ziemliche

Umstellung, von das ist mein Unternehmen, hinzu its a Public Company. Das ist, glaube ich, nicht ganz einfach auch zu akzeptieren, dass Kleinaktionäre, Minderheitsaktionäre, Aktionäre, die nicht die gleichen Anteile haben wie ich als Gründer, sehr wohl berechnete Interessen an dem Unternehmen haben. Das sind Miteigentümer. Und das ist schon eine, glaube ich, für einen Familienunternehmer, eine große Herausforderung, das zu akzeptieren und nicht nur immer zu denken, das ist mein Unternehmen, sondern zu akzeptieren, dass Anteilseigner, auch wenn sie viel kleinere Anteile haben, trotzdem Miteigentümer des Unternehmens sind.“

B7: „Ja, natürlich auf einmal sind Sie nicht mehr alleine und können alleine entscheiden, (...)“

Zum anderen scheinen die neuen Anforderungen und Regeln des Kapitalmarktes einen massiven Einfluss auf die Inhaberfamilie zu haben. Dies scheint primär an §53a des Aktiengesetzes zu liegen, der die Gleichbehandlung aller Aktionäre fordert (Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz, 2024c). Durch dieses Gesetz scheint die Inhaberfamilie vor der Herausforderung zu stehen, dass sie weiterhin strategische Entscheidungen für ihr Unternehmen treffen möchte, aber nur die gleichen, stark limitierten Informationen wie die Aktionäre erhalten darf.

Gemäß den Befragten kann dieses Problem gelöst werden, indem nur ein selektierter Teil der Inhaberfamilie Insiderinformationen über das Unternehmen erhält. Dies ist laut der Interviewten möglich, da haftende Gesellschafter und Personen, die eine operative Verantwortung tragen, Insiderinformationen zu dem betreffenden Unternehmen erhalten dürfen und so von der Gleichbehandlung der Aktionäre bei der Informationsvergabe befreit sind. So scheint die Inhaberfamilie sicherzustellen, dass einem Teil der Familie das Wissen zur Verfügung steht, um strategische Entscheidungen für das Unternehmen treffen zu können. Der andere Teil der Inhaberfamilie darf rechtlich bei diesem Vorgehen keine Insiderinformationen über das eigene Unternehmen erhalten, sondern muss auf das Urteilsvermögen des anderen Teils vertrauen. Infolgedessen scheint in der Inhaberfamilie, durch den Einfluss des Kapitalmarktes, eine exklusive Informationsverteilung und eine exklusive Entscheidungsgewalt zu entstehen¹⁵. Ein großer Teil der Inhaberfamilie muss sich folglich aus den operativen Geschäften des Familienunternehmens zurückziehen. Gemäß der Befragten kann diese Teilung der Inhaberfamilie zu Unstimmigkeiten und Unverständnis führen. Folgende Zitate der Befragten verdeutlichen diese Herausforderung:

B4: „Das Problem ist natürlich auch, dass Entscheidungen basierend auf dem Informationsfluss getroffen werden, die natürlich nur

¹⁵ Im weiteren Verlauf dieser Arbeit wird diese Veränderung exklusiver Informationsaustausch und exklusive Entscheidungsgewalt genannt.

der GA {Gesellschafterausschuss} hat oder nur das Kontrollgremium hat. Und der Familie, das heißt, auch wenn man diskutieren könnte, ob die Entscheidung jetzt richtig ist, müsste man ja eigentlich das gesamte Material weitergeben, und dann sind natürlich alle möglichen Gesetze gebrochen. Also die Diskussion geht schon nicht.“

B8: „Ja gut, der Unterschied ist natürlich schon gewaltig. Das fängt damit an, dass Familienmitglieder bis heute noch immer sagen: "Ja, wie, bekommen wir keine Informationen?" Gebetsmühlenartig sage ich denen dann: "Wir sind börsennotiert, wir müssen den Fremddaktionären (...) genau dieselben Informationen geben wie euch. Also, wir dürfen nichts anderes sagen. Also, das Verständnis, dass man nicht mehr als Familie das uneingeschränkte Informationsrecht und Recht hat, zu sagen, wo es entlang geht, ist schwierig, ist immer noch schwierig.“

Durch die Implementierung eines Gesellschafterausschusses oder eines Familienrates setzen einige befragte Inhaberfamilien die Forderung nach der exklusiven Entscheidungsgewalt um, da Mitglieder eines solchen Gremiums operative Verantwortung im Unternehmen erlangen, und so Insiderinformationen über dieses erhalten dürfen:

B4: „Nachdem die Familie so groß ist, dass wir nicht alle zu Insidern machen können, wird der Gesellschafterausschuss durch Insider (...) mandatiert, die Entscheidungen zu treffen für die Familie, zum Beispiel Akquisitionen oder strukturelle Themen, die eben nicht aufgrund der ganzen Governance und Insider-Problematik in der allgemeinen Familie diskutiert werden können.“

B8: „Die Familie hat das Sagen nicht mehr. (...) Damals habe ich schon gesagt: "Wir müssen sehen, dass der Familienrat aktionsfähig ist." (...) Insofern haben die Gesellschafter alle Rechte an den Familienrat gegeben, bis auf Wahl des Familienrates und Änderung der Familienverfassung. (...) Alles andere macht der Familienrat. Die Familie ist also doch deutlich einen Schritt zurückgesetzt worden vom Unternehmen dadurch; nicht der Familienrat, aber die Familie.“

Trotz dieser genannten Herausforderungen besteht der Wunsch bei allen befragten Inhaberfamilien, dass die Kontrolle und Führung des Familienunternehmens weiterhin in ihrer Hand liegen. Die Bindung der Inhaberfamilie zum Familienunternehmen scheint sich durch den Börsengang nicht verändert zu haben. So wird diese scheinbar weiterhin durch Events o.ä. Maßnahmen verfestigt und ausgebaut. Dies belegen folgende Aussagen:

B4: „Andererseits haben wir bei <Unternehmen> meines Erachtens mehr Treffen und Versammlungen und Korrespondenz als so gut wie alle anderen Familienunternehmen in Deutschland. (...) Ich meine, dass da die Bindung, die emotionale Bindung ziemlich hoch ist und natürlich auch heranwächst. (...) Das heißt, das liegt an der Familie, diese emotionale Bindung auch zu fördern und zu fordern.“

B8: „Die Nähe zum Unternehmen ist nicht mehr so. Das haben wir ausgearbeitet, aber die mentale Verbundenheit mit dem Unternehmen ist noch da, mit der Firma. Das erwartet man auch nicht anders. Seit <Zahl> Jahren ist es so. Das wird sich nicht ändern.“

Zusammenfassend, scheint die Inhaberfamilie auch nach dem Börsengang stark mit ihrem Familienunternehmen verbunden zu sein, auch wenn der Kapitalmarkt massiven Einfluss ausübt. So scheint sich innerhalb der Unternehmerfamilie eine besondere Form der Exklusivität herauszubilden, durch die die Inhaberfamilie professionalisierte Entscheidungsstrukturen etablieren muss.

5 Diskussion

Um die Diskussion aus einer theoretisch-übergeordneten Perspektive zu führen, wird diese mit Hilfe des Drei-Kreis-Modells gegliedert.

5.1 Eigentum

Das Sozialsystem Eigentum der börsennotierten Familienunternehmen scheint sich auf den ersten Blick durch den IPO signifikant zu verändern. Es werden Unternehmensanteile an der Börse verkauft, wodurch die Inhaberfamilie Anteile und Stimmrechte im eigenen Unternehmen verliert (Hennerkes, 1998, S. 318-339). Auch tritt eine neue Gruppe an Anteilseignern, die Aktionäre, an das Unternehmen heran (Bruppacher & Anderes, 2019), deren Interessen und Anforderungen berücksichtigt werden müssen (Federspiel, 2020).

Trotzdem geht aus der Stichprobe dieser Studie hervor, dass die Inhaberfamilie weiterhin einen direkten und indirekten Einfluss auf das Unternehmen ausübt. So wird beispielsweise angegeben, dass sie weiterhin die strategische Orientierung und die Unternehmenskultur des Familienunternehmens prägt und die wichtigsten Entscheidungen für das Unternehmen fällt. Zwar scheinen familienexterne Aktionäre ihre Meinungen in den Hauptversammlungen äußern zu können, aber einen wirklich ausschlaggebenden Einfluss haben sie laut den Befragten nicht.

Dies scheint gezielten Maßnahmen der Inhaberfamilie geschuldet zu sein, die die Kontrolle dieser langfristig an der Börse sichern. Unter diese Maßnahmen fallen, gemäß der Befragten, eine entsprechende Auswahl der Rechtsstruktur, das Halten der Mehrheitsbeteiligung in Familienhand und das Poolen der familieninternen Aktien.

Damit scheint die bei Familienunternehmen typische Konzentration der Kontrolle auf die Inhaberfamilie (May, 2008) auch bei börsennotierten Familienunternehmen bestehen zu bleiben. Hieraus folgt die Annahme, dass die Prinzipal-Agent-Theorie (Leinich, 2010) bei Familienunternehmen durch den Einfluss des Kapitalmarktes nicht in Kraft tritt, da Eigentum und Kontrolle weiterhin in einer Hand liegen.

Aus diesen gewonnenen Erkenntnissen lässt sich eine erste Schlussfolgerung ableiten:

Schlussfolgerung 1: Die Inhaberfamilie hält auch nach dem Börsengang weiterhin die Kontrolle in ihrem Familienunternehmen.

Zusammenfassend scheint sich das Sozialsystem „Eigentum“ durch den Börsengang nur geringfügig zu verändern. Hier scheint der Börsengang für Inhaberfamilien eine Win-Win-Situation darzustellen, da er ihnen erlaubt eine verbesserte Finanzierung ihres Unternehmens zu erlangen, aber sie gleichzeitig die Kontrolle behalten können.

5.2 Unternehmen

Schaut man sich das Sozialsystem „Unternehmen“ an, ist auffällig, dass laut den Befragten einige Eigenschaften eines typischen Familienunternehmens auch in einem börsennotierten Familienunternehmen vorhanden bleiben. So haben alle Probanden der Stichprobe angegeben, dass die Inhaberfamilie weiterhin einen hohen Einfluss auf ihr Unternehmen hat und dieses prägt. Auch die Unternehmensstrategie bleibt langfristig orientiert. Diese Eigenschaften zählen, wie bereits im theoretischen Rahmen dargelegt, zu den typischen Eigenschaften eines Familienunternehmens (R. Wimmer et al., 2018). Darüber hinaus scheinen sich die meisten befragten Familienunternehmen auch weiterhin stark als Familienunternehmen zu identifizieren und auch die Kultur scheint typische Familienunternehmenseigenschaften, wie eine ausgeprägte Werteorientierung (R. Wimmer et al., 2018), eine emotionale Bindung zwischen der Inhaberfamilie und den Mitarbeitenden und ein daraus resultierendes Zugehörigkeitsgefühl zum Unternehmen (Hennerkes, 1998, S. 22-59) aufweisen zu können. So scheint der Identitätskern eines Familienunternehmens trotz des Börsengangs bewahrt zu bleiben.

Dies kann auch durch ein Zitat von Dr. Simone Bagel-Trah, der Vorsitzenden des Aufsichtsrates und des Gesellschafterausschusses der Henkel AG & Co. KGaA, bestätigt werden. Diese äußerte sich in einem Interview mit der Stiftung Familienunternehmen zu dem Thema börsennotierte Familienunternehmen wie folgt: *„Börsennotierte Familienkonzerne können dabei das Beste aus zwei Welten verbinden: eine erhöhte Transparenz und Vergleichbarkeit mit Wettbewerbern kombiniert mit einer langfristigen Perspektive und einer familiegeprägten Unternehmenskultur.“* (Stiftung Familienunternehmen, 2022). Durch dieses Zitat bestätigt sie indirekt und in einem, von dieser Arbeit, unabhängig geführten Interview, dass typische Familienunternehmenseigenschaften, wie

eine familiegeprägte Unternehmenskultur und Langfristigkeit, auch an der Börse bestehen bleiben können.

Es ist stark davon auszugehen, dass sich die Sicherung dieses Identitätskerns durch die bereits beschriebenen Maßnahmen zum Kontrollerhalt der Inhaberfamilien erklären lässt. So hält die Inhaberfamilie laut der Befragten auch nach dem Börsengang weiterhin die primäre Kontrolle in den Familienunternehmen und kann diese nach ihren eigenen Vorstellungen prägen. Darüber hinaus lässt sich aus den geführten Interviews ablesen, wie wichtig den befragten Mitgliedern von Inhaberfamilien ist, Eigenschaften von Familienunternehmen zu bewahren. Dies lässt sich aus folgenden Zitaten ablesen:

B4: „Ich glaube, dass die Langfristigkeit, also dass man eben langfristig ist, und das hat ein Familienunternehmen als großen Vorteil über die anderen Unternehmen.“

B8: „Und die Familie hat immer noch einen sehr hohen Stellenwert. Das liegt auch daran, weil wir dazu beitragen. (...) Ich meine, ich gehe immer in die Kantine hier. Ich rede mit den Leuten. (...) Die Familie ist immer präsent. Wir tun sehr viel dafür, dass die Familie präsent ist, sowohl im Inland als auch im Ausland.“

Die Inhaberfamilien scheinen folglich ein hohes Interesse daran zu haben, dass diese Eigenschaften eines Familienunternehmens in ihren Unternehmen bewahrt werden. Folglich lässt sich vermuten, dass die Inhaberfamilie ihren gesicherten Einfluss für das Bewahren dieser Eigenschaften gezielt einsetzt.

Darüber hinaus lassen die Ergebnisse der Forschungsarbeit vermuten, dass der starke Einfluss der Inhaberfamilie nicht nur die Eigenschaften eines Familienunternehmens bewahrt, sondern sogar den Einfluss des Kapitalmarktes reduzieren kann. So wurde von den Befragten angegeben, dass der Einfluss der Aktionäre stark durch die Mehrheitsbeteiligung der Inhaberfamilie reduziert wird, sodass Aktionäre meist nur geringen Einfluss auf Unternehmensentscheidungen haben und die Unternehmen vor Risiken, wie Übernahmen, geschützt sind. Dies verdeutlicht exemplarisch folgende Aussage:

B3: „Das da viele Aktionäre eine Rolle spielen und beim <Unternehmen> nicht. Beim <Unternehmen> ist das ein Familienunternehmen.“

B4: „Also man ist automatisch als Unternehmen geschützt vor Übernahme, vor Aktivisten, vor allem Möglichen. (...) Also, die können natürlich zur Presse gehen und Krach machen, aber prinzipiell ist man dadurch geschützt.“

Darüber hinaus zeigen Aspekte, wie die beibehaltene langfristige Orientierung von Familienunternehmen, die im Widerspruch zu der häufig auftretenden Kurzfristorientierung des Kapitalmarktes steht (Federspiel, 2020; Wimmer,

2010), dass börsennotierte Familienunternehmen sich durch den starken Einfluss der Inhaberfamilie den Anforderungen des Kapitalmarktes nicht vollständig beugen müssen. Dies lässt sich auch daran erkennen, dass von befragten Familienunternehmen im Rahmen dieser Forschung angegeben wurde, dass sie sich über Anforderungen der Stakeholder des Kapitalmarktes, wenn diese nicht mit der Governance des Familienunternehmens harmonisieren, hinwegsetzen:

B7: „Das passt nicht für Familienunternehmen, das ist für Konzerne gemacht, aber nicht für Familienunternehmen, deswegen, da muss man sich ehrlich gesagt, glaube ich, auch eine dicke Haut zulegen. Wir haben viele Jahre dem einfach nicht entsprochen, haben gesagt: „Wir sind ein Familienunternehmen, das ist uns wichtig, deswegen machen wir das so. (...)“

Somit scheint die Inhaberfamilie den Einfluss des Kapitalmarktes durch ihre implementierten Kontrollmechanismen zu reduzieren. Hieraus lässt sich die zweite Schlussfolgerung dieser Diskussion ziehen:

Schlussfolgerung 2: Dadurch, dass die Inhaberfamilie beim Börsengang die Kontrolle über ihr Familienunternehmen behält, kann sie den externen Einfluss des Kapitalmarktes reduzieren und den Identitätskern des Familienunternehmens schützen.

Dies scheint auch langfristig der Fall zu sein, da auch die befragten Familienunternehmen, die bereits seit ≈ 40 Jahren börsennotiert sind, diesen Identitätskern vorweisen können.

Trotzdem lassen die induktiv gesammelten Ergebnisse vermuten, dass die börsennotierten Familienunternehmen in einem Abhängigkeitsverhältnis zum Kapitalmarkt stehen. So wurde von einigen Befragten angegeben, dass der Kapitalmarkt entscheidend für das Familienunternehmen ist, da er als primäre Eigenkapitalquelle dient und damit die langfristige Unternehmenssicherung garantiert. Der Kapitalmarkt scheint folglich zwar einen durch die Inhaberfamilie reduzierten, aber trotzdem vorhandenen Einfluss als Eigenkapitalquelle auf die Familienunternehmen auszuüben. Erfolgsentscheidend scheint hier zu sein, dass die Unternehmerfamilie eine Balance zwischen der eigenen Kontrolle und den Bedürfnissen des Kapitalmarktes findet. Dies führt zur dritten Schlussfolgerung, die lautet:

Schlussfolgerung 3: Trotz der Kontrolle der Inhaberfamilie entsteht eine Abhängigkeit des Familienunternehmens zum Kapitalmarkt. Die Inhaberfamilie muss eine Balance zwischen ihren eigenen Interessen und denen des Kapitalmarktes finden.

Dieser Einfluss des Kapitalmarktes erklärt auch die Veränderungen in den befragten Unternehmen, die durch diese Forschungsarbeit identifiziert werden konnten.

So gibt die Börse strikte Corporate-Governance-Vorgaben und Standards vor, an die sich börsennotierte Unternehmen halten müssen (Bandov et al., 2019; Steinbach & Mair, 2017). Um diesen Anforderungen gerecht zu werden, scheinen Familienunternehmen gewisse Anpassungen vornehmen zu müssen.

Private Familienunternehmen kennzeichnen sich häufig durch interne Strukturen, die sich aus der Tradition heraus informell um die Bedürfnisse der Inhaberfamilie gebildet haben (Hilse & Wimmer, 2009; R. Wimmer et al., 2018). Diese Strukturen scheinen an der Börse aufgebrochen und durch professionelle Governance Strukturen ersetzt zu werden. Instrumente, wie Investor Relations (inkl. der Hauptversammlung), oder Bereiche, wie das Controlling, die Buchhaltung, die Unternehmenskommunikation, etc., müssen ausgebaut und professionalisiert werden. Es bildet sich eine börsliche Infrastruktur in den Unternehmen.

Die hier identifizierte Professionalisierung von Familienunternehmen an der Börse wird auch durch bereits existierende Literatur bestätigt. So erklärte Stefan Fuchs, der familieninterne Vorstandsvorsitzende von der Fuchs Petrolub SE, in einem Interview mit dem Magazin GoingPublic: *„Ein börsennotiertes familiengeführtes Unternehmen verbindet das Beste aus beiden Welten: Einerseits die Professionalität und die Strukturen, die durch die Börsennotierung gegeben sind, andererseits aber auch ein starkes familiäres Zusammengehörigkeitsgefühl und eine hohe Identifikation mit dem Unternehmen.“* (Rieger & Paulsen, 2022).

Für börsennotierte Familienunternehmen scheint eine weitere Veränderung die aktive Berücksichtigung der Bedürfnisse des Kapitalmarktes zu sein. Dies zeigt sich zum einen daran, dass einige Familienunternehmen angaben, die Interessen der Aktionäre in ihrer Strategie zu berücksichtigen und zum anderen daran, dass sich der Führungsstil in börsennotierten Familienunternehmen durch den Einfluss der Börse zu verändern scheint. Wird der Führungsstil in privaten Familienunternehmen oft als impulsiv und intuitiv beschrieben (Hilse & Wimmer, 2009), ändert sich dies in börsennotierten Familienunternehmen. Entscheidungen scheinen nun unter Berücksichtigung der Interessen der Stakeholder des Kapitalmarktes getroffen zu werden. Folglich ist zu vermuten, dass der Führungsstil in börsennotierten Familienunternehmen bedachter und weniger impulsiv wird.

Auch die Transparenz, die durch die Berichtspflichten in den börsennotierten Familienunternehmen gefordert wird, scheint größere Veränderungen mit sich zu bringen. So scheinen sich die sonst häufig verschwiegenen Familienunternehmen nun der Öffentlichkeit öffnen zu müssen (R. Wimmer et al., 2018).

Eine weitere Veränderung konnte durch die Interviews identifiziert werden: das kapitalfinanzierte Wachstum der Unternehmen. Diese Veränderung ist allerdings kritisch zu hinterfragen:

Wie bereits erwähnt, handelt es sich bei dieser Forschungsarbeit um eine rein qualitative Recherche, was bedeutet, dass die Kausalität der in den Interviews identifizierten Veränderungen nicht festgestellt werden konnte.

Tabelle 4: Umsatzwachstum der befragten, börsennotierten Familienunternehmen (eigene Darstellung)

	U1	U2	U3	U4	U5	U6	U7
2 Jahre nach dem IPO	1,6 %	71 %	n.a.	23,5 %	13,8 %	1,7 %	6 %
1 Jahr nach dem IPO	2,9 %	46,5 %	n.a.	17 %	13,2 %	171,5%	-7,2 %
1 Jahr vor dem IPO	8 %	190,2%	n.a.	n.a.	21,1 %	n.a.	-1,3 %
2 Jahre vor dem IPO	10,6 %	56,5 %	n.a.	n.a.	8,7 %	n.a.	110 %

*Zur Sicherstellung der Anonymität wurden die Unternehmen hier nicht den Probanden der Interviews zugeordnet, sondern zufällig aufgezählt. Die hier dargestellten Zahlen wurden aus den Jahresabschlüssen der Unternehmen entnommen. Wenn diese nicht mehr öffentlich geteilt wurden, wurden die Informationen von der Website „TraderFox“ genommen (TraderFox, 2024). Aus Gründen der Anonymität werden die genauen Quellen nicht angegeben.

Es handelt sich bei den dargelegten Ausführungen folglich nur um unbewiesene Annahmen, dass der Einfluss des Kapitalmarktes diese Veränderungen in börsennotierten Familienunternehmen bewirkt.

Bei einigen der identifizierten Veränderungen ist die Vermutung größer, dass diese alleinig oder primär durch die Börse entstanden sind, da sie in einem direkten Zusammenhang mit dem Börsengang stehen. Bei anderen Veränderungen bleibt jedoch fraglich, ob diese primär von der Börse beeinflusst wurden. Dies ist besonders der Fall bei der Veränderung „Wachstum“, da durch die Probanden der Stichprobe angegeben wurde, dass ein entsprechendes Wachstum bereits vor dem Börsengang in den einzelnen Unternehmen vorlag.

Obwohl die Ursache-Wirkungs-Beziehung unklar ist, kann eindeutig belegt werden, dass die Finanzierung von Wachstum eines der Hauptmotive der Familienunternehmen für den IPO war:

B1: „Und im Vorfeld stand einfach eine nächste Wachstumsstufe an, wo viel Geld in die Hand genommen werden musste. Und dann hat man sich aus strategischen Gründen entschieden, diesen Börsengang durchzumachen, (...)“

B7: „Und da erschien uns dieser neue Markt, der sich da aufgetan hat, für uns eine geniale Chance das Wachstum des Unternehmens, was wirklich sehr stark war, auch in dieser Zeit zu finanzieren. Und so sind wir überhaupt auf die Idee gekommen, an den neuen Markt und damit an die Börse zu gehen - um das Wachstum des Unternehmens zu finanzieren, weil es uns anders nicht möglich erschien, das zu tun.“

Ein dem Unternehmenswachstum nach dem Börsengang entsprechendes Wachstum schien also auch vor dem Börsengang in einigen Familienunternehmen vorzuliegen. Dies lässt hinterfragen, ob Wachstum eine Veränderung ist, die durch die Börse verursacht wurde.

Um zu prüfen, ob Wachstum in den Unternehmen auch vor dem Börsengang vorhanden war, hat sich diese Studie in einem zweiten Schritt das Umsatzwachstum der einzelnen Unternehmen jeweils zwei Jahre vor dem IPO und zwei Jahre nach dem IPO angeschaut:

Anhand der aufgezeigten Wachstumszahlen ist zu erkennen, dass der Großteil der befragten Familienunternehmen kurz vor dem Börsengang ein stärkeres Wachstum im eigenen Unternehmen verzeichnete als nach dem Börsengang. Dies lässt vermuten, dass es sich bei der Komponente Wachstum um keine Veränderung handelt, die alleinig durch die Börse entstanden ist, sondern dass Wachstum auch vor dem Börsengang in den meisten Familienunternehmen eine tragende Rolle gespielt hat. Aus diesem Grund wird die Veränderung „Wachstum“ in dieser Arbeit nicht weiter thematisiert.

Zusammenfassend scheint der familiäre, informelle Charakter eines Familienunternehmens an der Börse reduziert zu werden. Informelle Strukturen, intuitive und impulsive Führungspraktiken und unternehmerische Verschwiegenheit scheinen durch den Kapitalmarkt aufgebrochen zu werden, sodass sich die Familienunternehmen professionalisieren und öffnen müssen. Hieraus kann folgende Schlussfolgerung formuliert werden:

Schlussfolgerung 4: Durch den Einfluss des Kapitalmarktes wird der familiäre, informelle Charakter der Organisationsstruktur der Familienunternehmen aufgebrochen. Die Unternehmen müssen sich professionalisieren und öffnen.

5.3 Familie

Im Folgenden wird das Sozialsystem „Familie“ auf Veränderungen nach dem Börsengang analysiert. Auch hier scheint die Börse einige Veränderungen mit sich zu bringen. Die Probanden gaben an, dass nicht nur das Familienunternehmen, sondern auch die dazugehörige Inhaberfamilie zunehmend in das Interesse der Öffentlichkeit gerückt wird, da diese das Unternehmen repräsentiert.

Auch die Komponente der Transparenz, die bewirkt, dass Gehälter und Dividenden öffentlich zugänglich gemacht werden, scheint einen Einfluss auf die Inhaberfamilie zu haben. Für einige der befragten Familienmitglieder scheint diese Transparenz irrelevant zu sein, andere wiederum befürchten, dass diese Offenlegung sie und ihre Familie angreifbar macht.

Darüber hinaus scheint sich eine Exklusivität durch den Börsengang innerhalb der Inhaberfamilien zu bilden. Aufgrund der Regelung zur Gleichbehandlung aller Aktionäre gab der Großteil der befragten Inhaberfamilien an,

dass nun nur noch ein selektierter Teil der Inhaberfamilie Insiderwissen über das Familienunternehmen erhalten darf. Durch diese Exklusivität der Informationsverteilung entsteht oftmals auch eine exklusive Entscheidungsgewalt, da dem anderen Teil der Inhaberfamilie relevante Informationen zur Abwägung von Entscheidungen fehlen. Die Informationsverteilung und die Entscheidungsgewalt von Familienunternehmen scheint durch die Börse folglich exklusiv zu werden. Um diese Exklusivität herzustellen, scheinen oftmals die Strukturen der Familie professionalisiert zu werden, indem familieninterne Entscheidungsgremien etabliert werden.

Trotz dieser Umstellung konnte in dieser Forschung keine Veränderung der finanziellen oder emotionalen Bindung zwischen Familienunternehmen und Inhaberfamilie festgestellt werden. Somit scheint bei Inhaberfamilien auch nach der Börsennotierung eine hohe Identifikation mit dem eigenen Unternehmen zu bestehen. Das bereits verwendete Zitat von Stefan Fuchs (*„Ein börsennotiertes familiengeführtes Unternehmen verbindet das Beste aus beiden Welten: Einerseits die Professionalität und die Strukturen, die durch die Börsennotierung gegeben sind, andererseits aber auch ein starkes familiäres Zusammengehörigkeitsgefühl und eine hohe Identifikation mit dem Unternehmen.“* (Rieger & Paulsen, 2022)) bestätigt diese Aussage.

Zusammenfassend scheint sich ein Großteil der Inhaberfamilie nach dem Börsengang aus dem unternehmerischen Geschehen des Familienunternehmens zurückzuziehen. In der Öffentlichkeit wird die Familie aber nach wie vor als Gesicht des Unternehmens wahrgenommen. Folglich kann man die Schlussfolgerung ziehen:

Schlussfolgerung 5: Auch die Inhaberfamilie muss sich an die Anforderungen des Kapitalmarktes anpassen, da sich ein Großteil der Familie aus dem strategischen Geschehen des Unternehmens zurückziehen muss und sie verstärkt in das öffentliche Interesse gerückt wird.

Schaut man sich die Einflüsse des Kapitalmarktes auf die Familienunternehmen an, lässt sich durch die geführten Interviews vermuten, dass primär die börsenspezifischen Anforderungen und Regularien Einfluss auf börsennotierte Familienunternehmen ausüben, während der Einfluss von Aktionären durch den Einfluss der Inhaberfamilie stark reduziert wird. Dies kann mit folgenden Aussagen belegt werden:

B4: „Wohingegen ein externer Aktionär mit der augenblicklichen Stimmenverteilung eigentlich nicht zu der Entscheidung signifikant beitragen kann.“

B6: „Trotzdem haben wir hier ein klares Mehrheitsverhältnis bei den Stimmrechten und deshalb, da sollte man sich nichts vormachen, das sind also jetzt nicht gleichberechtigte Interessen, sondern der, der die meisten Anteile

hat, hat auch das Recht, das meiste Interesse, sozusagen, vertreten zu bekommen (...).“

B7: „Und natürlich ist es auf einmal eine sehr, sehr hohe Transparenz. Ich glaube, das ist die größte Umstellung für die meisten Familienunternehmen, diese hohen Anforderungen an Transparenz (...).“

B8: „Das war die Publizität, das war der große Unterschied. (...) Und jetzt natürlich die volle Publizität. Das war schon Transparenz nach außen hin, auch eine größere Transparenz der Familie. Das ist klar schon eine größere Änderung gewesen.“

Zusammenfassend kann folgende Theorie aus den gesammelten Ergebnissen dieser Arbeit formuliert werden:

Inhaberfamilien scheinen auch nach dem IPO durch gezielte Maßnahmen die Kontrolle in und den Einfluss auf ihre Familienunternehmen zu halten. Durch diese Kontrolle scheinen sie die externen Einflüsse des Kapitalmarktes auf ihre Familienunternehmen zu reduzieren und den Identitätskern ihrer Familienunternehmen, und damit die zentralen Eigenschaften, die ein Familienunternehmen ausmachen, zu bewahren, sodass ihre Familienunternehmen trotz der Börsennotierung langfristig als Familienunternehmen bestehen bleiben können.

Trotzdem scheinen börsennotierte Familienunternehmen in einem Abhängigkeitsverhältnis zum Kapitalmarkt zu stehen, wodurch dieser dennoch Einfluss auf sie ausübt. Dies betrifft insbesondere die Compliance und Transparenz des Unternehmens. Um den börslichen Regularien und Anforderungen gerecht werden zu können, wird scheinbar besonders die Organisationsstruktur in Familienunternehmen aufgebrochen, professionalisiert und durch eine börsengerechte Infrastruktur ergänzt. So müssen offenbar auch börsennotierte Familienunternehmen in ihrer unternehmerischen Tätigkeit Rücksicht auf die Interessen des Kapitalmarktes nehmen und sich der Öffentlichkeit gegenüber öffnen.

Auch die Inhaberfamilie scheint nicht immun gegen die Regularien des Kapitalmarktes zu sein. So muss sich ein Großteil dieser, laut den Ergebnissen dieser Forschungsarbeit, aus dem operativen Geschehen des Familienunternehmens zurückziehen. Folglich bildet sich ein exklusiver Informationsaustausch und eine exklusive Entscheidungsgewalt innerhalb der Inhaberfamilie. Des Weiteren scheint auch die Inhaberfamilie, wie ihr Unternehmen, nun vermehrt im Interesse der Öffentlichkeit zu stehen, was durch die geforderte Transparenz der Börse verstärkt wird.

Die erarbeiteten Erkenntnisse lassen sich übersichtlich in dem folgenden Modell visualisieren:

Als Grundlage des Modells dient das in der Diskussion bereits angewendete Drei-Kreis-Modell, um die drei Sozialsysteme, die ein Familienunternehmen ausmachen übersichtlich darzustellen. Anhand dieser Systeme können die Veränderungen in den Familienunternehmen durch die Börse veranschaulicht werden. Der Kreis des Sozialsystems Familie ist

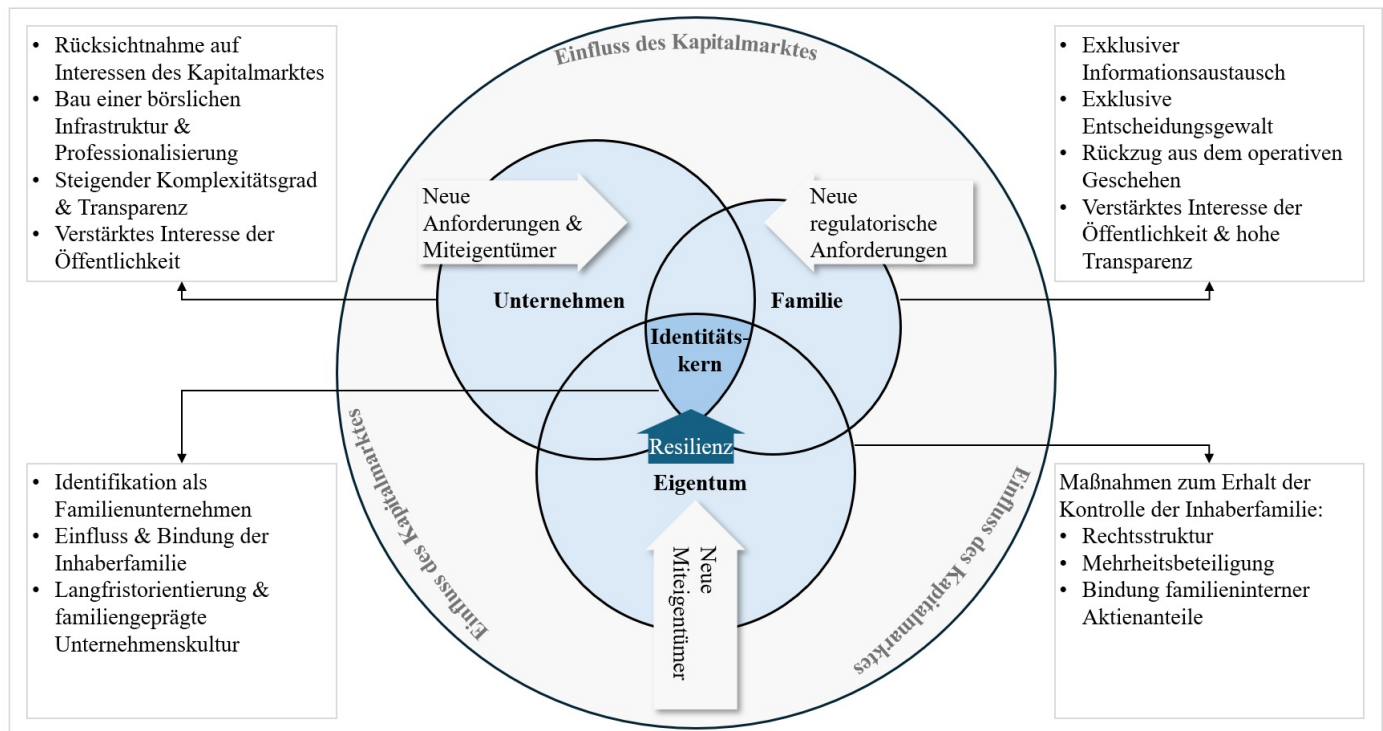


Abbildung 4: Modell, das die Veränderungen in Familienunternehmen durch den Einfluss der Börse darstellt (eigene Darstellung)

in dem Modell bewusst kleiner gewählt, um zu verdeutlichen, dass ein Großteil der Familie sich aus dem operativen Geschehen des Unternehmens, aufgrund der regulatorischen Anforderungen der Börse, zurückziehen muss (exklusiver Informationsaustausch und exklusive Entscheidungsgewalt).

Um das gesamte Drei-Kreis-Modell ist ein vierter Kreis gezogen, der den externen Einfluss durch den Kapitalmarkt darstellen soll. Das Modell wird also um einen Kreis erweitert. Wie bereits in der Diskussion dargelegt, hat der Kapitalmarkt auf alle drei Sozialsysteme Einfluss. Dieser Einfluss äußert sich, wie die Ergebnisse dieser Arbeit vermuten lassen, durch unterschiedliche Einflussfaktoren, die durch große, graue Pfeile dargestellt werden sollen. Von jedem Kreis geht ein langer, schwarzer Pfeil aus, der zu einem Kasten mit Informationen zeigt. In den Kästen befinden sich die Veränderungen in den einzelnen Sozialsystemen, die durch die Interviews identifiziert werden konnten.

In dem Bereich, wo alle drei Kreise einen Schnittpunkt bilden, befindet sich der sog. Identitätskern. Dieser beinhaltet die Eigenschaften, die ein Familienunternehmen ausmachen und die weiterhin, auch nach der Börsennotierung in den Unternehmen vorhanden bleiben, wie z. B. die Langfristigkeit. Dadurch verdeutlicht das Modell, dass trotz der, von dem Börsengang ausgelösten, Veränderungen der Identitätskern des Familienunternehmens erhalten bleibt. Diese Sicherung der Identität wird durch Maßnahmen innerhalb des „Sozialsystems“ Eigentum erreicht, die den Einfluss der Familie sichern sollen. Diese Maßnahmen scheinen als eine Art Resilienz zu fungieren, die die Einflüsse des Kapitalmarktes reduzieren und den Identitätskern eines Familienunternehmens

wahren. Dies wird durch den dunkelblauen Pfeil dargestellt, der von dem Sozialsystem Eigentum zu dem Identitätskern zeigt und mit Resilienz beschriftet ist.

In dem theoretischen Rahmen wurde anhand des Vergleichs zwischen den Eigenschaften von Familienunternehmen mit den Eigenschaften von börsennotierten Unternehmen die These aufgestellt, dass die Unternehmenstypen „Familienunternehmen“ und „börsennotiertes Unternehmen“ sehr unterschiedlich sind, und teilweise sogar im Widerspruch zueinanderstehen.

Trotz dieser Veränderungen wurde von den Befragten wiederholt angemerkt, dass sie die Veränderungen durch den Börsengang vielmehr als eine Bereicherung und eine Ergänzung des eigenen Unternehmens wahrnehmen. Traditionell erwachsene Strukturen der befragten Familienunternehmen scheinen durch den Börsengang aufgebrochen worden zu sein. Gerade der informelle Charakter der Familienunternehmen, der teilweise in der Literatur als Nachteil gesehen wird (Hennerkes, 1998, S. 60-107), scheint unter dem Einfluss des Kapitalmarktes professionalisiert zu werden. Dies kann anhand folgender Aussagen belegt werden:

B7: „(...) und das ist die gute Nachricht dran, es hat uns zu einem sehr frühen Zeitpunkt der Unternehmensentwicklung ein hohes Maß an Transparenz gegeben. Ich glaube, wir sind dadurch sehr viel früher, sehr viel intensiver, in eine Steuerung, in eine Controlling-Funktion über Zahlen, über KPIs, gekommen, als das normalerweise Unternehmen unserer Größe,

und vielleicht auch ein Familienunternehmen, machen würden.“

B8: „Ich meine, vorher gab es nie eine richtige Strategie. Strategie wurde so am Küchentisch gemacht. Das ist alles jetzt anders.“

Die Unternehmenstypen „Familienunternehmen“ und „börsennotiertes Unternehmen“ scheinen sich geradezu ergänzen. So wurde in den Interviews immer wieder angegeben, dass die typischen Eigenschaften eines Familienunternehmens in dem neuen börsennotierten Unternehmen als deutliche Vorteile angesehen werden. Scheinbar wirkt sich der familiär geprägte Charakter eines Familienunternehmens positiv auf börsennotierte Unternehmen aus. Folgende Zitate unterstützen diese These:

B4: „Ich glaube, dass die Langfristigkeit, also dass man eben langfristig ist, und das hat ein Familienunternehmen als großen Vorteil über die anderen Unternehmen.“

B5: „Das andere ist die Gewissheit für Mitarbeiter und Kunden, dass es eine letzte Instanz gibt. Wenn man ganz verzweifelt, kann man da noch hingehen. Das hat, glaube ich, auch schon doch einen hohen Wert.“

So scheinen sich die Eigenschaften eines Familienunternehmens und die eines börsennotierten Unternehmen nicht zu widersprechen, sondern eher positiv zu beeinflussen: Das Familienunternehmen wird durch die Kombination beider Modelle professionalisiert und das börsennotierte Unternehmen familiarisiert.

Diese Stärke der Kombination der beiden Unternehmenstypen wurde längst von einigen Personen aus der Familienunternehmenszene erkannt. So äußerte sich der Rechtswissenschaftler und Rechtsanwalt Herr Prof. Marc Binz 2016 wie folgt zu börsennotierten Familienunternehmen: „*Ich halte das Modell, dass ein Familienunternehmen an der Börse gelistet ist und sich damit professionellen Standards unterwerfen muss, andererseits aber von einer Unternehmerfamilie kontrolliert wird, für eine geniale Symbiose.*“ (Schnell, 2016). Und auch das erwähnte Zitat von Simone Bagel-Trah legt eine ähnliche Wertschätzung der Kombination der Unternehmensformen nahe: „*Börsennotierte Familienkonzerne können dabei das Beste aus zwei Welten verbinden: eine erhöhte Transparenz und Vergleichbarkeit mit Wettbewerbern kombiniert mit einer langfristigen Perspektive und einer familiengeprägten Unternehmenskultur. Eine Familie als Ankeraktionär hat ein besonderes Interesse daran, dass das Unternehmen langfristig erfolgreich ist und wettbewerbsfähig bleibt.*“ (Stiftung Familienunternehmen, 2022).

5.4 Praktische Handlungsempfehlungen

Obwohl das eigentliche Ziel dieser Arbeit darin besteht, einen theoretischen, wissenschaftlichen Beitrag zu leisten, konnten aus den gewonnenen Erkenntnissen auch einige

praktische Handlungsempfehlungen identifiziert werden. Diese können für Familienunternehmen, die Interesse an einem Börsengang haben bzw. diesen vorbereiten, hilfreich sein.

Eigentum: Schaut man zunächst auf das Sozialsystem Eigentum, lässt sich aus den Interviews und ihrer Analyse schließen, dass Inhaberfamilien von Familienunternehmen auch nach dem Börsengang weiterhin die Kontrolle in ihren Unternehmen halten und diese weiter prägen wollen. Diese Kontrolle kann durch die Etablierung einer zielgerichteten Struktur sichergestellt werden.

Gegebenenfalls sollte die Kontrollsicherung schon in einem frühen Stadium in die IPO-Strategie integriert werden. Um einen reibungslosen Übergang des Börsengangs sicherzustellen, sollte bereits vorab definiert worden sein, welche Maßnahmen zum Kontrollerhalt wie und wann umgesetzt werden. Folgende Maßnahmen konnten identifiziert werden:

Auswahl einer passenden Rechtsform: Hier stehen die Rechtsformen der SE, der AG und der KGaA (und weitere Mischformen derer) zur Auswahl. Eine klare Empfehlung für eine Rechtsform konnte im Rahmen dieser Studie allerdings nicht formuliert werden.

Inhaberfamilie hält Mehrheitsbeteiligung: Durch das Halten der Mehrheit der Stammaktien kann die Inhaberfamilie sicherstellen, dass sie auch nach dem Börsengang die Stimmmehrheit und damit die finale Entscheidungsgewalt in ihrem Unternehmen hält.

Bindung der familieninternen Aktien: Die Bindung der Aktien ist empfehlenswert, da so die Zersplitterung der Aktien vermieden und der Erhalt der Stimmmehrheit der Inhaberfamilie sichergestellt werden kann. Aktien können beispielsweise durch einen Vertrag oder eine Zwischengesellschaft gebunden werden.

Unternehmen: Durch einen Börsengang kommen Veränderungen auf das Unternehmen zu. So müssen Familienunternehmen durch einen IPO unter anderem mit einem steigenden Komplexitätsgrad, einer zunehmenden Professionalisierung der Organisationsstruktur und dem Aufbau einer börslichen Infrastruktur rechnen.

Veränderungen im Sozialsystem Unternehmen betreffen die Mitarbeitenden eines Familienunternehmens. So entstehen beispielsweise durch den IPO neue, börsliche Anforderungen, die primär durch die Mitarbeitenden zu tragen sind, wie beispielsweise die Berichtsanforderungen. Hier ist ratsam, die Veränderungen, insbesondere die zusätzlichen Herausforderungen (beispielsweise die Erstellung von formalen Quartalsberichten und Ad-Hoc-Benachrichtigungen für Aktionäre) und die daraus entstehende Ungewissheit durch die Börse für die Mitarbeitenden nicht zu unterschätzen. Familienunternehmen können hier ihre Mitarbeitenden unterstützen, indem sie sie frühzeitig und transparent in den Prozess einbringen, ihnen ihre Beweggründe und die Wichtigkeit des Börsengangs für das Unternehmen aufzeigen und eine strukturierte Vorgehensweise des IPOs mit ihnen teilen. Dadurch können die Unsicherheiten der Mitarbeitenden hinsichtlich der Börse reduziert, und die Motivation, bei der Mitgestaltung des Börsengangs mitzuarbeiten, gesteigert werden.

Darüber hinaus sollten sich Familienunternehmen schon vor dem Börsengang auf kommende Anforderungen der Börse vorbereiten. Laut den Ergebnissen der Forschungsarbeit wird die Publikationspflicht als größte Herausforderung von Familienunternehmen wahrgenommen. Hier ist empfehlenswert, dass Familienunternehmen bereits vor dem Börsengang Prozesse definieren, um der gesetzlich geforderten Berichtspflicht gerecht zu werden. Des Weiteren sollte sichergestellt werden, dass Abteilungen wie das Controlling und die Buchhaltung professionell, mit klaren Arbeitsabläufen aufgestellt werden, da sich in diesen Abteilungen der Arbeitsaufwand durch die Publikationspflicht massiv erhöht.

Laut dieser Studie ist eine weitere Veränderung, die durch die Börse entsteht, die Professionalisierung der Organisationsstruktur. So scheinen traditionell gewachsene Organisationsstrukturen eines Familienunternehmens an der Börse aufgebrochen zu werden, um den strikten Corporate Governance Strukturen der Börse gerecht werden zu können. Über diese Veränderungen sollten sich Familienunternehmen, die planen an die Börse zu gehen, bewusst sein. Vorab können Familienunternehmen so bereits beginnen ihre Strukturen zu hinterfragen, anzupassen und zu professionalisieren, indem sie, wenn nötig, Arbeitsprozesse formalisieren, Hierarchien und Aufgabenbereiche neu definieren und eine entsprechende Governance etablieren.

Familie: Auch das Sozialsystem Familie wird durch den Börsengang verändert. So ist zu überlegen, wer aus der Inhaberfamilie im operativen Geschäft verbleiben sollte und wer nicht. Diese Arbeit zeigt auf, dass die meisten Inhaberfamilien ihre Strukturen professionalisieren und einen exklusiven Informationsaustausch sowie eine exklusive Entscheidungsgewalt etablieren müssen. So dürfen durch die Börse nicht mehr alle Familienmitglieder Insiderinformationen über das eigene Unternehmen erhalten, sondern nur noch die, die eine exponierte Rolle im Unternehmen tragen (bspw. durch persönliche Haftung oder operative Funktionen). Um diese Exklusivität umzusetzen, sollten familieninterne Entscheidungsgremien implementiert werden, die Entscheidungen zukünftig formell und strukturiert treffen. Hier eignen sich beispielsweise Gremien wie der Familienrat, der Gesellschafterausschuss oder der Gesellschafterrat. Darüber hinaus sollte vorab eine Strategie ausgearbeitet werden, die klare Regeln zu dieser Exklusivität formuliert. Diese sollte folgende Themen umfassen: (1) das Gremium und seine Mitglieder, die Insiderinformationen erhalten und damit auch Entscheidungen für das Familienunternehmen treffen dürfen, (2) die Kriterien, die Familienmitglieder erfüllen müssen, um in einen Familienrat oder ein anderes Gremium gewählt werden zu können und Insiderinformationen zu erhalten und (3) welche Entscheidungen diese im Namen der Familie fällen bzw. welche Entscheidungen die Familie weiterhin gemeinsam treffen wird.

Diese Strategieformulierung führt zu Transparenz und Klarheit für alle Familienmitglieder und limitiert etwaige Konfliktpotenziale.

Gemäß der Befragten kann gerade diese Exklusivität bei den informationsfernen Familienmitgliedern zu Frustration

und Verstimmung führen und so einige Konfliktpotenziale beinhalten. Ratsam wäre es daher konfliktreiche Themen, wie beispielsweise die Nachfolge, schon vor dem Börsengang zu regeln.

5.5 Limitationen und weiterführende Forschung

Bei der qualitativen Recherche müssen auch Limitationen bedacht werden. Nun folgend werden diese Limitationen dargelegt, und anhand dieser Anregungen für die weiterführende Forschung abgeleitet.

Bei den Limitationen dieser Arbeit muss zunächst die Stichprobe, die als Grundlage für diese Forschung diente, genauer betrachtet werden. Insgesamt wurden acht Probanden aus sieben börsennotierten Familienunternehmen befragt. Bei dieser Stichprobe handelt es sich um eine zufällig generierte Stichprobe, wobei angemerkt werden muss, dass der Großteil der Befragten (insgesamt sechs) aus dem Familienunternehmerumfeld der WIFU-Stiftung stammte. Daher ist anzunehmen, dass bei den meisten befragten Unternehmen ein grundlegendes Interesse an dem Familienunternehmersein vorliegt und diese über ein ähnliches theoretisches Vorwissen verfügen. Für eine weiterführende Forschung wäre hier eine größere Neutralität der Probanden wünschenswert.

Eine weitere Limitation ist die Homogenität. Zwar wurde bei der Merkmalsausprägung der Unternehmen der Stichprobe hinsichtlich Industriezweig, Börsennotierungszeit, Rechtsstruktur, mentalem Modell¹⁶ und Familienbeteiligung auf eine möglichst heterogene Merkmalskombination geachtet, nichtsdestotrotz muss hier kritisch angemerkt werden, dass es sich bei den befragten Unternehmen ausschließlich um Familienunternehmen handelt, die sehr erfolgreich an der Börse operieren und die die Entscheidung, an die Börse gegangen zu sein, als sehr positiv erachten. Dies wurde während der Interviews festgestellt. Zwar wurden Interviewanfragen auch an Familienunternehmen, die börsennotiert waren, aber sich wieder dekotiert haben, gesendet, diese Unternehmen konnten allerdings nicht als Interviewpartner für diese Studie gewonnen werden. Angesichts der zeitlichen Eingrenzung dieser Arbeit war eine Erweiterung der Auswahl der Stichprobe nicht möglich. Es ist allerdings davon auszugehen, dass Familienunternehmen, die keinen erfolgreichen Einstieg an der Börse erreichen konnten, oder sich wieder dekotiert haben, die Veränderungen an der Börse anders bewerten als Familienunternehmen, die erfolgreich an der Börse sind. Für eine weitergehende Forschung wären gerade die Erfahrungen dieser Familienunternehmen von großem Interesse.

Ein weiterer Aspekt, der kritisch angemerkt werden muss, ist, dass die Probanden dieser Studie verschiedene Positionen in ihrem Unternehmen innehielten. Einige der Befragten waren familienintern, andere familienextern. Einige hielten

¹⁶ Wobei beachtet werden muss, dass das patriarchale Modell aufgrund seiner starken Abhängigkeit von einer Person kaum an der Börse gefunden werden kann.

Mandate in Unternehmensführungsgremien, andere hielten verschiedene Positionen als Führungspersonal. Durch diese verschiedenen Positionen ist es möglich, dass die einzelnen Befragten unterschiedlich tiefe Einsichten in das jeweils dazugehörige Familienunternehmen und verschiedene Perspektiven zu den Veränderungen in ihrem Unternehmen durch die Börse haben. So haben beispielsweise familieninterne Probanden eine umfassendere Einsicht über die Veränderungen in dem Sozialsystem Familie als familienexterne Probanden. Hier wäre eine geringere Heterogenität der Probanden wünschenswert und sollte bei weiterführender Forschung beachtet werden.

Wie bereits erwähnt, konnten, durch die zeitliche Einschränkung dieses Forschungsprojektes, keine weiteren Interviewpartner gewonnen werden. Mit einer Stichprobe, bestehend aus acht Probanden, ist diese Arbeit nicht repräsentativ. Durch die geringe Größe der Stichprobe fehlt es der Arbeit an Signifikanz und die Ergebnisse sollten nicht pauschal auf alle Familienunternehmen generalisierend angewandt werden. Trotzdem kann man die Ergebnisse als ersten Ansatz und Screening sehen, um einen Einstieg in das Thema „Veränderungen in deutschen Familienunternehmen durch die Börse“ zu erlangen. So können zukünftige Forschungen diese Arbeit als Anreiz und Motivation nehmen, um die Theorie dieser Studie durch eine größere und neutralere Stichprobe zu testen und zu ergänzen.

Auch ist die fehlende Feststellung der Kausalität ein weiterer limitierender Faktor dieser Arbeit. Da es sich hier nur um eine rein qualitative Recherche handelt, und um keine quantitative, konnten in der Arbeit zwar Veränderungen der Familienunternehmen festgestellt werden, inwiefern und ob diese wirklich von der Börse verursacht wurden, konnte aber nicht geprüft werden. So bleibt bei einigen Veränderungen fraglich, ob diese wirklich im direkten Zusammenhang mit dem Börsengang stehen oder doch durch andere Einflussfaktoren manipuliert wurden. Bei diesen Ergebnissen liegt eine unklare Ursache-Wirkungs-Beziehung vor. So konnte bereits in der Diskussion bewiesen werden, dass das Wachstum, das in den Interviews als Veränderung durch die Börse angegeben wurde, auch schon vor dem Börsengang existiert hat und daher nicht als reine Veränderung durch den Börsengang gewertet werden darf. Deutliches Potenzial für zukünftige Forschungen besteht darin, die Kausalität der Ergebnisse dieser Forschungsarbeit durch eine quantitative Forschung zu erweitern und zu prüfen.

Im Rahmen dieser Arbeit wurde versucht ein Vergleich der Veränderungen in den Familienunternehmen anhand verschiedener Merkmale durchzuführen. Ziel hierbei war es, zu prüfen, ob Unterschiede bei verschiedenen Merkmalen der Stichprobe auffallen. Zum Beispiel, ob weniger Veränderungen in den Familienunternehmen geschehen, in denen die Inhaberfamilie mehr als 50 % der Unternehmensanteile hält, da hier anzunehmen ist, dass der Familieneinfluss noch präsenter ist. Es stellte sich heraus, dass diese Arbeit sich nicht für einen solchen Vergleich eignet, da hierfür die Stichprobe zu klein ist und die Positionen der Interviewten zu unterschiedlich sind. Um eine neutrale Vergleichbarkeit zu erreichen,

müssten heterogene Familienunternehmen mit familieninternen oder familienexternen Interviewpartnern analysiert werden, die zusätzlich ähnliche Positionen im Unternehmen halten. Auch ein solcher Vergleich könnte ein Ansatz für eine weiterführende Forschung sein. Die dafür nötigen Variablen (Anteile der Inhaberfamilie, Rechtsstruktur und mentale Modelle) konnten in dieser Arbeit bereits identifiziert werden.

Das Ziel dieser Studie bestand darin, die Forschungslücke der Veränderungen von deutschen Familienunternehmen an der Börse zu adressieren und eine erste Theorie diesbezüglich zu formulieren. Trotz der zunehmenden Bedeutung von deutschen, börsennotierten Familienunternehmen, wurden Veränderungen in diesen durch die Forschung bisher nicht analysiert. So konnten im Rahmen der durch diese Arbeit durchgeführten theoretischen Forschung keine wissenschaftlichen Artikel identifiziert werden, die sich zielgerichtet mit den Veränderungen in börsennotierten, deutschen Familienunternehmen befassen haben.

Trotz der aufgezeigten Limitationen kann diese Studie ihr Ziel erfüllen, wertvolle Ansätze und Erkenntnisse bieten und die Forschung dazu einladen, diesen vielversprechenden Forschungsbereich zukünftig auszubauen. Hierbei darf diese Studie nicht als generalisierbar verstanden werden, sondern soll zunächst nur ein Screening darstellen, dass einen ersten Einblick in mögliche Veränderungen von börsennotierten Familienunternehmen bietet.

Potenziale für die zukünftige Forschung bestehen unter anderem darin, diese Forschung mit einer größeren und neutraleren Stichprobe zu wiederholen. Hier wäre es auch interessant, ob eine größere Stichprobe Unterschiede bei verschiedenen Merkmalskombinationen erkennen lässt. Darüber hinaus kann die Kausalität der identifizierten Veränderungen dieser Arbeit durch eine quantitative Forschung geprüft werden.

6 Fazit

Bisher gab es in der Forschung wenig Erkenntnisse bezüglich der Veränderungen von Familienunternehmen nach einem Börsengang. Die vorliegende Arbeit liefert hierzu einen ersten entscheidenden Beitrag.

Zunächst konnte durch eine intensive Literaturrecherche gezeigt werden, dass es Unterschiede zwischen typischen Eigenschaften von Familienunternehmen und börsennotierten Unternehmen gibt. Diese lassen vermuten, dass sich Familienunternehmen nach dem Börsengang verändern. Um diese Hypothese weiter zu verifizieren, wurden anhand einer qualitativen Studie mit acht semistrukturierten Interviews neue Erkenntnisse zu den Veränderungen von Familienunternehmen durch einen Börsengang gewonnen. Es konnte festgestellt werden, dass Familienunternehmen auch nach dem Börsengang weiterhin als solche existieren. So scheinen börsennotierte Familienunternehmen typische Familienunternehmenseigenschaften in ihrem Unternehmen vorzuweisen. Der Identitätskern scheint folglich auch an der Börse bestehen zu bleiben. Ursache hierfür scheint die fortdauernde Kontrolle der Inhaberfamilie auf ihr Familienunternehmen

zu sein, die durch verschiedene Maßnahmen an der Börse gesichert werden kann. Dass Familienunternehmen auch langfristig als solche an der Börse bestehen bleiben können, ist an den drei befragten Unternehmen zu erkennen, die seit circa 40 Jahren börsennotiert sind.

Trotzdem konnten in dieser Forschungsarbeit einige Veränderungen in Familienunternehmen aufgezeigt werden, die von der Börse verursacht zu sein scheinen. Gemäß den Erkenntnissen dieser Arbeit scheinen besonders die Sozialsysteme Unternehmen und Familie von diesen Veränderungen betroffen zu sein.

Zu den identifizierten Veränderungen in dem Sozialsystem Unternehmen zählen die Etablierung einer börslichen Infrastruktur, die Professionalisierung essenzieller Bereiche der Organisationsstruktur, die steigende Komplexität im operativen Geschäft, die zunehmende Transparenz des Unternehmens und die Rücksichtnahme auf die Interessen des Kapitalmarktes. In dem Sozialsystem Familie konnten folgende Veränderungen identifiziert werden: exklusiver Informationsaustausch und exklusive Entscheidungsgewalt, Rückzug der Inhaberfamilie aus dem operativen Geschäft, eine hohe Transparenz und daraus entstehend, ein steigendes Interesse der Öffentlichkeit an der Familie.

Basierend auf den Ergebnissen erkennt man, dass die Unternehmenstypen „Familienunternehmen“ und „börsennotierte Unternehmen“ nicht ausschließlich, wie anfänglich vermutet, im Widerspruch zueinanderstehen. Es wurde deutlich, dass sich die Kombination der beiden Unternehmenstypen in einigen Bereichen sogar ergänzen und bereichern kann. Ein erfolgreicher IPO scheint eine Art der Symbiose zwischen den beiden Unternehmenstypen kreieren zu können.

Am Ende konnten durch diese Arbeit praktische Handlungsempfehlungen formuliert werden, die zu einem erfolgreichen IPO beitragen sollen. Besonders das Ziel, die Kontrolle der Inhaberfamilie nach dem Börsengang zu bewahren, sollte zu einem frühen Zeitpunkt in die IPO-Strategie integriert werden, damit diesbezügliche Maßnahmen ausreichend geplant und umgesetzt werden können. Darüber hinaus sollte sich ein Familienunternehmen vor dem Börsengang über die hier identifizierten Veränderungen bewusst sein und diese möglichst vorbereiten. Die Inhaberfamilie ist gefordert, das zukünftige Familienmanagement und die zukünftige Entscheidungsfindung im Unternehmen im Konsens zu gestalten.

Im Rahmen dieser Arbeit konnten wertvolle Ansätze und Erkenntnisse zu der Forschungslücke, wie sich deutsche Familienunternehmen an der Börse verändern, aufgezeigt werden. Die bereits existierenden, theoretischen und praktischen Erkenntnisse konnten ergänzt und erweitert, und somit ein wertvoller Beitrag für die Forschung an börsennotierten Familienunternehmen geschaffen werden.

Literatur

- Achleitner, A.-K. (2010). DAXplus family: Ein Aktienindex zur Darstellung der Performance von Familienunternehmen [https://www.econstor.eu/bitstream/10419/48422/1/636195708.pdf].
- Achleitner, A.-K., Braun, R., Kaserer, C., Jarchow, S., Keppler, H., & Szewczyk, J. (2019). Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland: Bedeutung, Merkmale, Performance [https://www.econstor.eu/bitstream/10419/250033/1/1789537495.pdf].
- Achleitner, A.-K., Kaserer, C., Günther, N., & Volk, S. (2011). Die Kapitalmarktfähigkeit von Familienunternehmen [https://www.familienunternehmen.de/media/pages/publikationen/die-kapitalmarktfähigkeit-von-familienunternehmen/kapitalmarktfähigkeit-von-familienunternehmen_ebook.pdf].
- Astrachan, J. H., Klein, S. B., & Smyrnios, K. X. (2002). The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem. *Family Business Review*, 15(1).
- BaFin. (2023). Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/boersenmaerkte_node.html].
- Bandov, R., Baumgartner, J., Schatzschneider, M., & Zanner, A. (2019). Der Börsengang für Familienunternehmen – Eine sinnvolle Möglichkeit zur Wachstumsfinanzierung und Nachfolgeplanung [https://www.wifu.de/bibliothek/der-boersengang-fuer-familienunternehmen/].
- Baums, T. (2020). *Institutionelle Investoren im Aktienrecht* (Techn. Ber.) (https://www.ilf-frankfurt.de/fileadmin/user_upload/ILF_WP159.pdf). Institute for Law & Finance, Working Paper No. 159.
- Blättchen, W., & Nespethal, U. (2013). Neue Facetten der Kapitalmarktfinanzierung für Familienunternehmen [https://www.blaettchen-fa.de/files/Neue%20Facetten%20der%20Kapitalmarktfinanzierung%20FuS.pdf]. *Zeitschrift für Familienunternehmen und Strategie*, (Heft 5).
- Böckler Impuls. (2008). Shareholder Value behindert Wachstum [https://www.boeckler.de/pdf/impuls_2008_01_4-5.pdf].
- Börse Frankfurt. (2023). Börse Frankfurt [https://www.boerse-frankfurt.de/einstieg/so-funktioniert-die-boerse].
- Breuer, W. (2023). Gablers Wirtschaftslexikon [https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/ipo-41684].
- Bruppacher, M., & Anderes, D. (2019). Welche Rechte die Aktionäre haben [https://barlaw.ch/images/Publikationen-PDF/2019_03_KMU_Magazin_Aktionaersrecht.pdf]. *KMU-Magazin*, (3).
- Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz. (2024a). Gesetze im Internet – Aktiengesetz § 278 Wesen der Kommanditgesellschaft auf Aktien [https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/_278.html].
- Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz. (2024b). Gesetze im Internet – Aktiengesetz § 3 Formkaufmann. Börsennotierung [https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/_3.html].
- Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz. (2024c). Gesetze im Internet – Aktiengesetz § 53a Gleichbehandlung der Aktionäre [https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/_53a.html].
- Daske, S., & Ehrhardt, O. (2002). *Kursunterschiede und Renditen deutscher Stamm- und Vorzugsaktien* (Techn. Ber.) (https://www.econstor.eu/bitstream/10419/65353/1/726294853.pdf). SFB 373 Discussion Paper, No. 2002/5, University of Berlin.
- Deutsche Börse Group. (2023). Stammaktie [https://www.deutsche-boerse.com/dbg-de/ueber-uns/kontakt/boersenlexikon/boersenlexikon-article/Stammaktie-248838].
- Deutsche-Börse. (2024). CDAX [https://live.deutsche-boerse.com/wissen/lexikon/cdax].
- Duong, M. (2003). Aktienkurse beeinflussen Investitionstätigkeit [https://www.econstor.eu/bitstream/10419/151256/1/03-41-2.pdf]. *Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW)*, 70(41).
- Federspiel, B. (2020). Investitionsasymmetrien und Corporate Governance auf Unternehmensebene – ein Europäisches Profil [https://www.academia.edu/97984680].
- Fischer, L. (1991). Der Typus des Aktionärs [https://www.ssoar.info/ssoar/bitstream/handle/document/20245/ssoar-zarchiv-1991-28-fischer-der_typus_des_aktionars.pdf]. *ZA-Information*, (28).

- Gioia, D. A., Corley, K. G., & Hamilton, A. L. (2012). Seeking Qualitative Rigor in Inductive Research: Notes on the Gioia Methodology. *Organizational Research Methods*, 16(1).
- Glaser, B. G., & Strauss, A. L. (1998). *Grounded Theory: Strategien qualitativer Forschung*. Huber.
- Halder, A. (2015). Definition. In *Innovationsfähigkeit und Entrepreneurial Orientation in Familienunternehmen* (S. 26–30). Springer Gabler.
- Hennerkes, B.-H. (1998). *Familienunternehmen sichern und optimieren*. Campus.
- Hilse, H., & Wimmer, R. (2009). Führung in Familienunternehmen. In A. von Schlippe, T. A. Rüsen & T. Groth (Hrsg.), *Familienunternehmen – Exploration einer Unternehmensform* (S. 25–46). Eul.
- Hofer, J. M. (2018). 1. Methode: grounded Theory. In *In Sprache der Transzendenz Erfahrungen* (S. 21–52). transcript.
- Huber, R., & Koller, M. (2013). Institutionelle Investoren als aktive Aktionäre [https://www.ius.uzh.ch].
- Kleve, H., & Rüsen, T. (2009). Die zehn wittener Thesen – Familienunternehmen: Chancen und Risiken einer besonderen Unternehmensform [https://www.wifu.de/bibliothek/die-zehn-wittener-thesen/].
- Koch, J. (2020). Informationsweitergabe und Informationsasymmetrien im Gesellschaftsrecht [https://www.degruyterbrill.com/de/document/doi/10.1515/zgr-2020-0009/html]. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*.
- Kormann, H. (2023). Die Nachteile eines Börsengangs von Familienunternehmen. In H. Kormann & B. Suberg (Hrsg.), *Themen der Governance von Familienunternehmen* (S. 111–116). Springer Gabler.
- Kuckartz, U., & Rädiker, S. (2022). Grundlage der Methode „Qualitative Inhaltsanalyse“. In *Qualitative Inhaltsanalyse. Methoden, Praxis, Computerunterstützung* (S. 15–52). Beltz Juventa.
- Leinich, R. (2010). Corporate Governance und Stakeholder-Ansatz – Implikationen für die betriebliche Finanzierung [https://unipub.unigraz.at/obvugrds/download/pdf/212926].
- May, P. (2008). Familienunternehmen: Nicht nur anders, sondern besser – Grundzüge einer Managementtheorie für Familienunternehmen. In C. Rödl, W. Scheffler & M. Winter (Hrsg.), *Internationale Familienunternehmen* (S. 417–429). C.H. Beck.
- Mayring, P. (2022). *Qualitative Inhaltsanalyse – Grundlagen und Techniken*. Beltz.
- MüKo. (2023). *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Auflage 6. AktG § 278 Wesen der Kommanditgesellschaft auf Aktien*. C.H. Beck.
- Pape, U., Reich, K., & Seehausen, S. (2014). *Pecking-Order-Theorie und Kapitalstrukturpolitik börsennotierter Familienunternehmen (Working Paper No. 62)* (Techn. Ber.) (https://escp.eu/sites/default/files/PDF/Chairs-Professorships/Chair-of-Finance/WP_62_Pape_01.pdf). ESCP Europe.
- Rieger, M., & Paulsen, N. (2022). Börsennotierte Familienunternehmen – Neue Studie: das Beste aus zwei Welten [https://www.goingpublic.de/going-public-und-being-public/boersennotierte-familienunternehmen/].
- Ruge, W. (2009). Grounded Theory [http://wolfgang-ruge.name/wp-content/uploads/2009/09/grounded-theory-ausarbeitung.pdf].
- Rüsen, T., von Schlippe, A., & Gimeno, A. (2012). Strukturelles Risiko und Mentale Modelle in Familienunternehmen [https://www.researchgate.net/publication/272785809].
- Rüsen, T., von Schlippe, A., & Groth, T. (2019). Mentale Modelle von Familienunternehmen – Wie Unternehmerfamilien über sich und ihre Verbindung zum Familienunternehmen denken [https://www.wifu.de/bibliothek/mentale-modelle-von-familienunternehmen/].
- Sánchez, L., Gallizo, J. L., & Moreno, J. (2019). The influence of the CEO in listed family businesses [https://upcommons.upc.edu/bitstream/handle/2117/176073/1353-5539-1-PB.pdf].
- Schnell, C. (2016). Das Beste aus zwei Welten [https://www.wiwo.de/unternehmen/familienunternehmen-das-beste-aus-zwei-welten/13838842.html].
- Selent, M. (2021). *Unternehmensführung in börsennotierten Familienunternehmen – Vorstand und Aufsichtsrat im Spannungsfeld zwischen Familie und Corporate Governance* [Diss., Universität Heidelberg] [https://archiv.ub.uni-heidelberg.de/volltextserver/29207/1/Selent.pdf].
- Steinbach, M., & Mair, D. (2017). Ihr Börsengang und die Zeit danach [https://www.ey.com/de_de].
- Stiftung Familienunternehmen. (2022). Börsennotierte Familienunternehmen erfolgreicher [https://www.familienunternehmen.de/de/pressebereich/meldungen/2022/2022-07-20/boersennotierte-familienunternehmen-erfolgreicher].
- Stiftung Familienunternehmen. (2023). Daten, Fakten, Zahlen zur volkswirtschaftlichen Bedeutung von Familienunternehmen [https://www.familienunternehmen.de/de/daten-fakten-zahlen].
- Tagiuri, R., & Davis, J. (1996). Bivalent Attributes of the Family Firm. *Family Business Review*, 9(2).
- Tanner, J. (2014). Zwischen Spekulationsblase und Crash: die Börse als kultureller Ort [https://www.zora.uzh.ch]. In *Wo ist Kultur? Perspektiven der Kulturanalyse*.
- TraderFox. (2024). TraderFox [https://traderfox.de].
- Truschkat, I., Kaiser-Belz, M., & Reinartz, V. (2007). Grounded Theory Methodologie in Qualifikationsarbeiten: zwischen Programmatik und Forschungspraktik – am Beispiel des Theoretical Samplings [https://www.ssoar.info/ssoar/handle/document/28864]. *Historical Social research Supplement*, (19).
- von Schlippe, A. (2009a). Bewusst mit Risiken umgehen – Paradoxienmanagement in Familienunternehmen. In T. A. Rüsen, A. von Schlippe & T. Groth (Hrsg.), *Familienunternehmen – Exploration einer Unternehmensform* (S. 47–72). EUL Verlag.
- von Schlippe, A. (2009b). Die zehn Wittener Thesen. In A. von Schlippe, T. A. Rüsen & T. Groth (Hrsg.), *Familienunternehmen – Exploration einer Unternehmensform* (S. 1–24). EUL Verlag.
- von Schlippe, A. (2020). Die Unternehmerfamilie – eine Spezies für sich. In T. Rüsen & A. Heider (Hrsg.), *Aktive Eigentümerschaft in Familienunternehmen – Gesellschafterkompetenz und Unternehmerfamilien entwickeln und anwenden* (S. 159–180). Erich Schmidt Verlag.
- von Schlippe, A. (2022). 4.4 Der Systembegriff der Systemtheorie. In *Das Karussell der Empörung* (S. 76–81). Vandenhoeck & Ruprecht Verlag.
- von Schlippe, A., Kessler, A., & Hermann, F. (2018). Bestimmungsfaktoren der Identität von Unternehmerfamilien [https://www.researchgate.net/publication/329970038].
- von der Crone, H. (2004). Risiko und Corporate Governance [https://www.ius.uzh.ch].
- von der Crone, H. C., & Steininger, T. (2010). Corporate Governance – Zusammenspiel der Gesellschaftsorgane [https://www.zora.uzh.ch]. *Der Schweizer Treuhänder*, 83.
- Wiechers, R. (2006). Familienunternehmen: ein ebenso wohl bekanntes wie unbekanntes Phänomen. In *Familienmanagement zwischen Unternehmen und Familie* (S. 13–31). Carl-Auer Verlag.
- WIFU Stiftung. (2023a). WIFU Stiftung [https://www.wifu.de/best-of-fu-wissen/familienunternehmen/].
- WIFU Stiftung. (2023b). WIFU Stiftung [https://www.wifu.de].
- Wimmer, R. (2010). Das Leitprinzip des Shareholder Value hat ausgedient. In U. Pasero, K. von den Berg & A. Kabalak (Hrsg.), *Capitalism revisited. Anmerkungen zur Zukunft des Kapitalismus* (S. 241–264). Metropolis Verlag.
- Wimmer, R., Domayer, E., Oswald, M., & Vater, G. (2018). 5. Familienunternehmen sind anders – Spezielle Aspekte des Erfolgs- und Risikomanagements. In *Familienunternehmen – Auslaufmodell oder Erfolgstyp?* (S. 95–175). Springer Gabler.
- Wimmer, R., Groth, T., & Simon, F. (2004). 1. Die Besonderheiten von Familienunternehmen. In *Erfolgsmuster von Mehrgenerationsunternehmen – Familienunternehmen (Wittener Diskussionspapiere)* (S. 3–16). Universität Witten/Herdecke.
- Wimmer, R., & Nagel, R. (2000). Der strategische Managementprozess: Zur Praxis der Überlebenssicherung in Unternehmen. In *Organisationsentwicklung* 19. Jg.
- Zahn, P. A. (1990). Familienunternehmen im Gegenwind? *GDI, Zukunft für Familienunternehmen*.