Universität Stuttgart
Lehrstuhl Controlling

Seidenschwarz & Comp.
from idea to value®

Boerse Stuttgart

Mittelstands-finanzierung in Deutschland

Trends
Herausforderungen
Finanzierungsalternativen

Inhaltsverzeichnis

Management Summary

Angesichts zunehmender Volatilitäten im Unternehmensumfeld hat die Bedeutung einer **strategisch ausgerichteten Unternehmensfinanzierung** stark zugenommen. Die verantwortlichen Finanzmanager mittelständischer Unternehmen stehen vor der Herausforderung, einerseits die Finanzierung für Aufschwung- und Wachstumsphasen zu sichern und andererseits eine ausreichende „Schockresistenz“ der Finanzierungsstruktur bei konjunkturellen Rückschlägen zu gewährleisten. Gleichzeitig haben sich in den vergangenen Jahren **neue Finanzierungsinstrumente** herausgebildet bzw. sind auch mittelständischen Unternehmen zugänglich geworden.

In der vorliegenden Studie „**Mittelstandsfinanzierung in Deutschland**“ wurden daher aktuelle Herausforderungen der Unternehmensfinanzierung, Trends und zukünftige Entwicklungen aus der Perspektive mittelständischer Unternehmen beleuchtet. Ein Schwerpunkt lag dabei auf **Instrumenten der Fremdfinanzierung** und darin besonders auf der **Unternehmensanleihe** als innovativem Finanzierungsinstrument für mittelständische Unternehmen. Im Folgenden werden die **zentralen Ergebnisse** zusammengefasst:

- **92%*** der Befragten sind der Meinung, dass **innovative Finanzierungsinstrumente** zukünftig im Finanzierungsmix mittelständischer Unternehmen eine **größere Rolle** spielen werden.
- Bezogen auf das innovative Instrument der **Unternehmensanleihe** sind **83%** der befragten mittelständischen Unternehmen überzeugt, dass die **Attraktivität** dieser Finanzierungsmöglichkeit zukünftig **zunehmen** wird.
- **69%** der Befragten stimmen der Aussage zu, dass sich mittelständische Unternehmen stärker am **Kapitalmarkt** orientieren sollten und eine **Unternehmensanleihe** dazu ein **geeigneter erster Schritt** ist.
- Für einen Einsatz von Unternehmensanleihen werden insbesondere **Wachstums**-, **Akquisitions**- und **Anschlussfinanzierungen** als relevante **Finanzierungssituationen** erachtet, und nur in untergeordnetem Maße die Finanzierung des laufenden Geschäfts.
- Besondere **Vorteile** von **Unternehmensanleihen** sehen die Befragten in einer höheren Unabhängigkeit von Banken, hoher Finanzierungssicherheit, Sicherung der Liquidität, einer ausgewogeneren Investorenstruktur durch Einbezug von Privatanlegern, der flexiblen Gestaltung von Fristigkeiten, geringen finanziellen Covenants und einem geringem Kündigungsrisiko durch die Gläubiger.
- Dem stehen nach Einschätzung der Befragten die einmaligen Kosten einer Anleiheemission, die notwendige Vorbereitungsdauer, zu geringe Finanzierungsbedarfe und allgemein ein zu geringes Wissen über die Durchführung einer Emission als **mögliche Hindernisse** gegenüber.
- Der letztgenannte Punkt spiegelt sich auch in der Einschätzung von knapp der Hälfte der Befragten, dass mittelständische Unternehmen in der Regel **nicht** über ein auf der **Unternehmensstrategie** basierendes **Finanzierungsmanagement** verfügen, verbunden mit der Einschätzung, dass bei der Optimierung des Finanzierungsmix noch **erhebliche Ergebnispotenziale** gehoben werden können.

* Diese und alle nachfolgenden Zahlen werden im Sinne einer einfacheren Lesbarkeit nach den üblichen Maßstäben gerundet dargestellt.

1. Unternehmensanleihen als Finanzierungsalternative für den Mittelstand?

Spätestens seit der Wirtschafts- und Finanzkrise der Jahre 2007 bis 2009 kam in vielen mittelständischen Unternehmen verstärkt die Frage auf die Tagesordnung, ob die oft überwiegend selbstfinanzierungs- und kreditzentrierten Finanzierungsstrukturen geeignet sind, auch mit größeren Schwankungen im Geschäft und verschärften Bedingungen für die Kreditvergabe umzugehen.

Dies gilt für Rezessionsphasen und zunehmend gleichermaßen für Phasen des Wachstums. Denn wenn aus der Finanz- und Wirtschaftskrise und den Jahren danach aus Sicht der Unternehmen eine Konsequenz gezogen werden kann, dann die, dass auch Phasen des Aufschwungs abrupt wieder enden können und die Rahmenbedingungen unternehmerischen Handelns künftig insgesamt deutlich volatiler sein werden.

Damit stellt sich die Frage, ob auch die mittelständische Unternehmensfinanzierung begonnen hat, sich zu verändern und wie die Finanzierungsbasis – auch unter Nutzung neuer Finanzierungsinstrumente – verbreitert und stabilisiert werden kann.

Die Möglichkeiten der Finanzierung für mittelständische Unternehmen haben sich in den letzten Jahren bereits erweitert. Heute gehören etwa Mezzanine-Finanzierungen, Schuldscheindarlehen oder Genussscheine zur Klaviatur vieler mittelständischer CFOs. Auch innovative Finanzierungsformen haben sich herausgebildet.

Ein vergleichsweise neues und derzeit stark nachgefragtes Instrument ist die Unternehmensanleihe, mit der seit 2010 auch mittelständische Unternehmen Zugang zum Kapitalmarkt und zu einem erweiterten Investorenkreis einschließlich Privatanlegern erhalten können.

Vor dem Hintergrund dieser Herausforderungen und neuen Möglichkeiten untersucht die Studie „Mittelstandsfinanzierung in Deutschland“ das aktuelle Bild der Finanzierungs-alternativen für mittelständische Unternehmen. Dabei wird der Fokus vor allem auf Quellen der Fremdfinanzierung und hierbei wiederum vor allem auf die Unternehmensanleihe gelegt.

2. Zielsetzungen und Vorgehensweise der Studie

Ziel der vorliegenden Studie „Mittelstandsfinanzierung in Deutschland“ ist es, einen Überblick über den aktuellen Stand der Unternehmensfinanzierung sowie die damit verbundenen Herausforderungen und Trends zu geben. Sie soll darüber hinaus einen Einblick in die Einschätzungen mittelständischer Unternehmen zu verschiedenen aktuellen Finanzierungsalternativen und dort insbesondere zur Unternehmensanleihe schaffen.

Die Studie wurde zu diesem Zweck von der Börse Stuttgart in Auftrag gegeben, wo mit dem marktprägenden Segment Bondm seit 2010 zahlreiche mittelständische Unternehmen über eine Emission von Unternehmensanleihen den Weg auf den Kapitalmarkt gefunden haben. Diese Pionierstellung wird auch durch die hohe Bekanntheit des Bondm-Segments von knapp 80% unter den im Rahmen der Studie befragten Unternehmen dokumentiert. Die Durchführung der Studie erfolgte als Kooperationsprojekt der Unternehmensberatung Seidenschwarz & Comp. GmbH, Starnberg, mit Prof. Dr. Burkhard Pedell, Leiter des Lehrstuhls Controlling an der Universität Stuttgart. In der ersten Studienphase wurde eine großzahlige empirische Erhebung mit einem standardisierten Fragebogen durchgeführt. Die Ergebnisse dieser Befragung wurden anschließend in der zweiten Phase im Rahmen von ausgewählten Interviews mit Studienteilnehmern analysiert und vertieft.

Der 14-seitige Fragebogen gliederte sich in drei inhaltliche Themenblöcke. Im ersten Themenblock wurden die teilnehmenden Unternehmen nach ihrer aktuellen Finanzierungsstruktur und ihrer Zufriedenheit damit befragt. Der zweite Themenblock konzentrierte sich auf Fragen zu den Erwartungen der Teilnehmer an alternative Finanzierungsformen, wobei insbesondere die Einschätzung der Unternehmensanleihe als Finanzierungsinstrument im Vergleich zu anderen verbreiteten Instrumenten einen Schwerpunkt bildete. Dabei wurden verschiedene Finanzierungsformen anhand ihres Beitrags zu Finanzierungszielen wie der Liquiditätssicherung, der Flexibilität oder der Entwicklung der Kapitalkosten gespiegelt und bewertet. Der dritte Themenblock zielte darauf ab, zukünftige Entwicklungen in der Unternehmensfinanzierung einzuschätzen. Dabei wurden sowohl generelle als auch unternehmensspezifische Themenfelder behandelt.

Die fragebogengestützte Erhebung der ersten Phase wurde von Januar bis Juni 2011 bei mittelständischen Unternehmen unterschiedlicher Branchen durchgeführt. Insgesamt wurden 187 Unternehmen unter Einbezug einer größen- und postleitzahlenbezogenen Selektion aus der Hoppenstedt-Datenbank zunächst telefonisch angesprochen und erhielten im Nachgang einen Fragebogen. Nach drei Wochen wurde eine telefonische Erinnerungsaktion durchgeführt. Dadurch konnte ein Rücklauf von insgesamt 52 auswertbaren Fragebögen erzielt werden. Angesichts des Umfangs und Detaillierungsgrads des Fragebogens ist dieser Rücklauf als zufriedenstellend zu beurteilen. In der zweiten Phase wurden die Befragungsergebnisse in Interviews von ein- bis eineinhalbstündiger Dauer mit ausgewählten Teilnehmern reflektiert und vertieft. Die Gesamtergebnisse aus diesem zweistufigen Vorgehen sind im Folgenden dokumentiert.

3. Teilnehmer der Studie

Um ein übergreifendes Bild von der Finanzierung mittelständischer Unternehmen zu gewinnen, wurden Unternehmen aus unterschiedlichen Branchen befragt. Abbildung 1 zeigt die Branchenverteilung der teilnehmenden Unternehmen. Insbesondere die Bereiche Maschinen-/Anlagenbau und Automotive (Hersteller, Zulieferer, Dienstleistungen) sind mit einem Anteil von insgesamt 38% im Kreis der teilnehmenden Unternehmen stark vertreten.

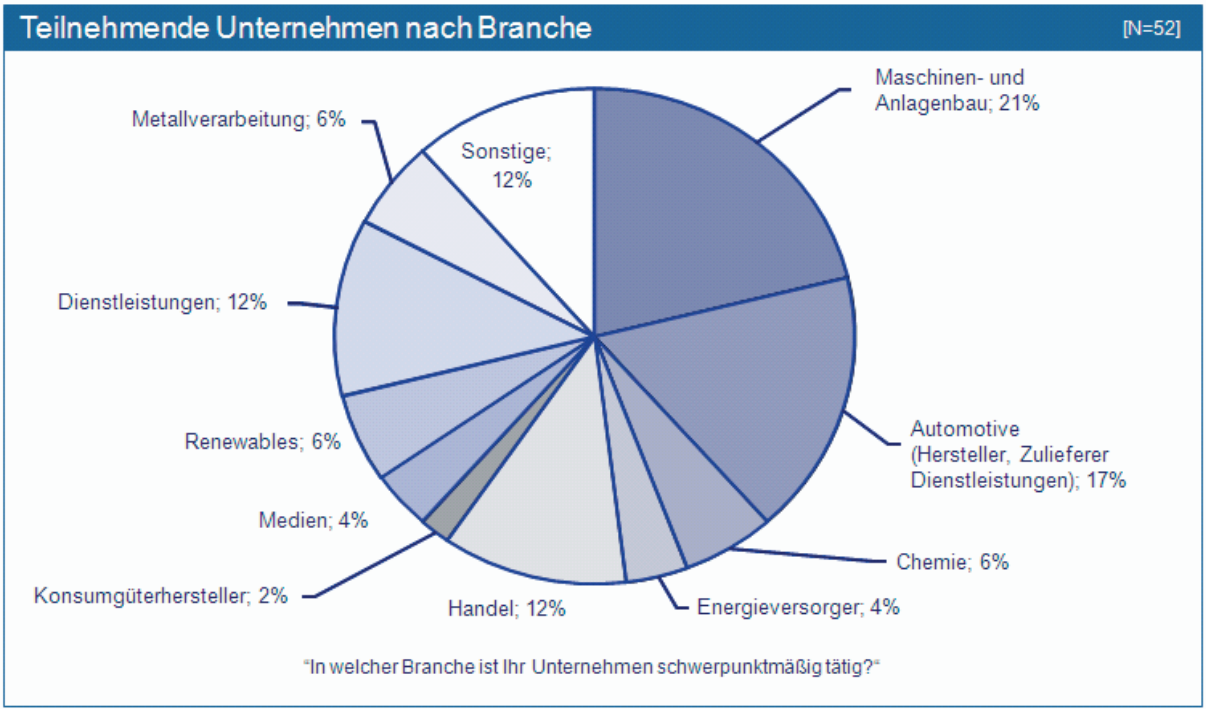

Abbildung 1: Teilnehmende Unternehmen nach Branche

Die Studienteilnehmer üben überwiegend hochrangige Leitungsfunktionen in ihren Unternehmen aus. Einen Überblick über die von den Teilnehmern bekleideten Funktionen liefert Abbildung 2. Die meisten Teilnehmer sind Vorstand bzw. Geschäftsführung (21%), kaufmännischen Geschäftsführungsfunktionen (23%) oder anderen kaufmännischen Leitungsfunktionen (insgesamt 48%) zuzuordnen. Damit ist sichergestellt, dass die Beantwortung der Fragebögen von fachkundigen und erfahrenen Personen vorgenommen wurde, die über umfassende und detaillierte Kenntnisse der Finanzierungssituation ihrer Unternehmen verfügen.

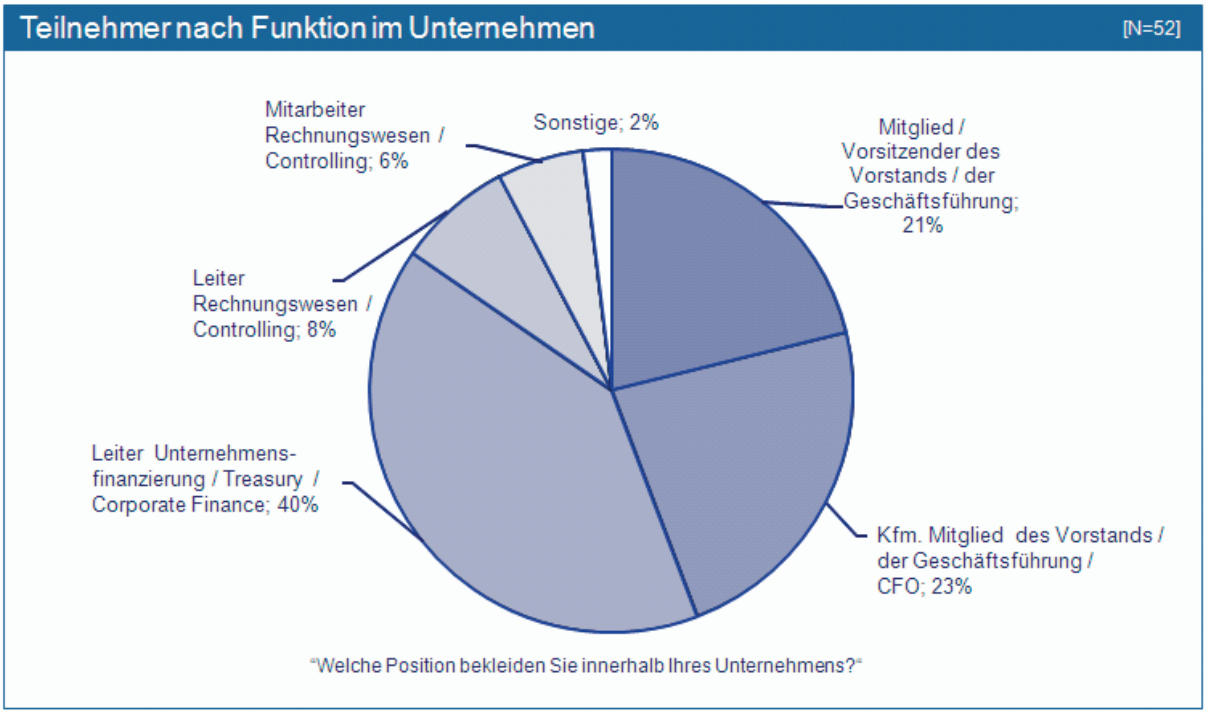

Abbildung 2: Teilnehmer nach Funktion im Unternehmen

Gemessen an der Mitarbeiterzahl gehören die teilnehmenden Unternehmen dem gehobenen Mittelstand an: 70% beschäftigen mehr als 1.000 Mitarbeiter und fast ein Viertel sogar mehr als 5.000 Mitarbeiter (vgl. Abbildung 3).

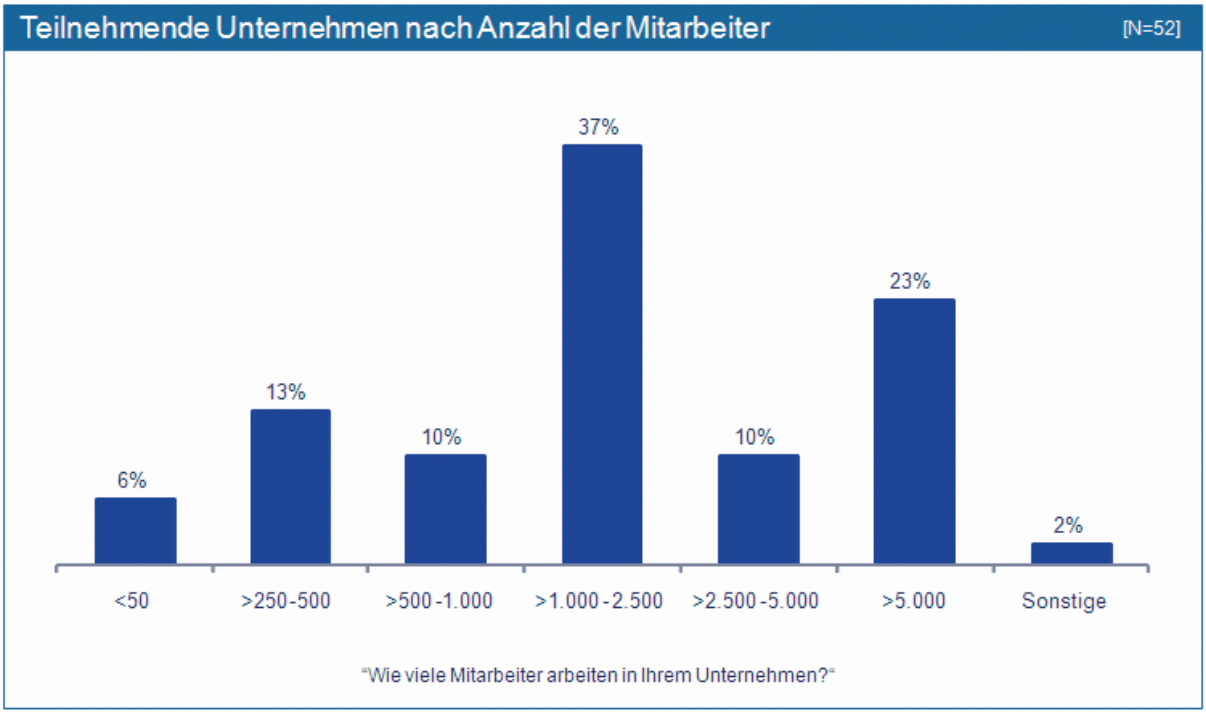

Abbildung 3: Teilnehmende Unternehmen nach Anzahl der Mitarbeiter

Dieses Bild zeigt sich auch bei der Umsatzsituation (vgl. Abbildung 4). Knapp zwei Drittel der befragten Unternehmen haben im letzten abgelaufenen Geschäftsjahr einen Umsatz von über 250 Mio. Euro erzielt.

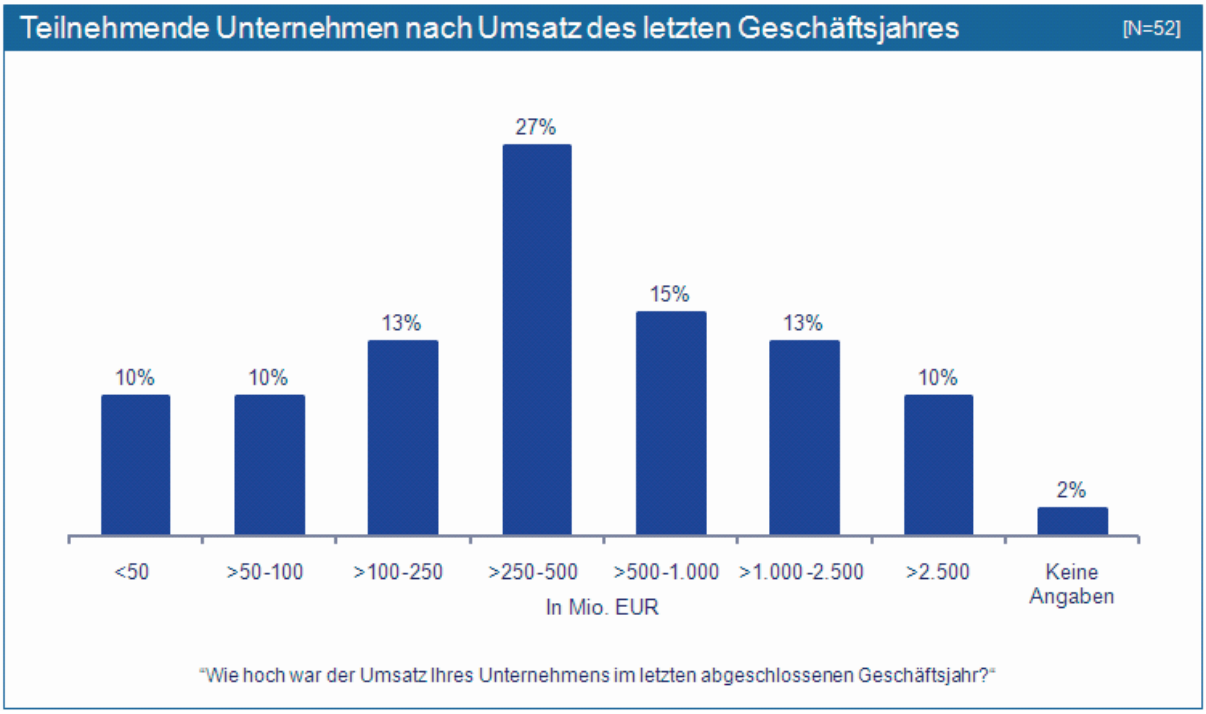

Abbildung 4: Teilnehmende Unternehmen nach Umsatz des letzten Geschäftsjahres

Entsprechend dieser Größenverteilung beim Umsatz stellt sich auch die Aufteilung auf verschiedene Rechtsformen dar. Mit der AG (Aktiengesellschaft), der SE (Societas Europaea) und der GmbH (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) sind Kapitalgesellschaften mit einem Anteil von insgesamt 81% vertreten (vgl. Abbildung 5).

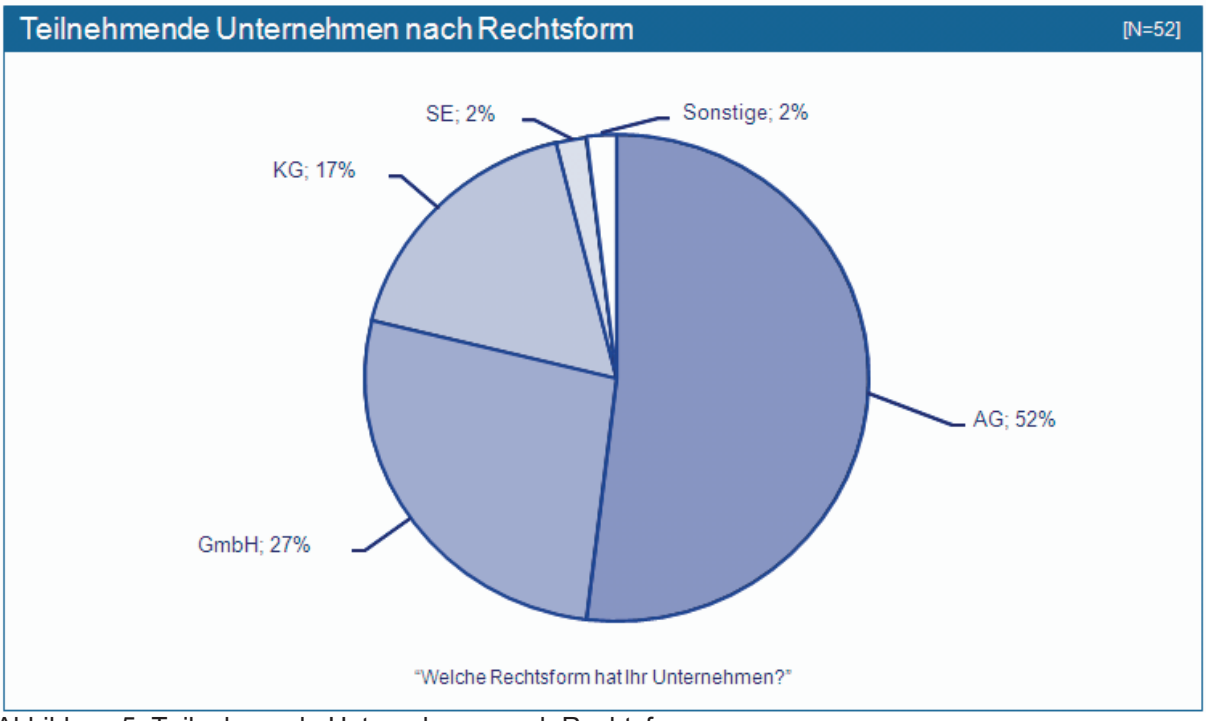

Abbildung 5: Teilnehmende Unternehmen nach Rechtsform

Insgesamt ermöglicht die beschriebene Zusammensetzung des Teilnehmerkreises mit einem Schwerpunkt auf größeren mittelständischen Unternehmen mit entsprechenden Kapitalbedarfen und Finanzierungsvolumina die in der durchgeführten Studie angestrebte breite und differenzierte Untersuchung von Finanzierungsalternativen.

4. Aktuelle Situation der Mittelstandsfinanzierung

In diesem Abschnitt wird zunächst ein Bild der aktuellen Finanzierungsstruktur der teilnehmenden Unternehmen und der Entwicklungen der letzten Jahre gezeichnet. Darauf aufbauend werden Einschätzungen zur Zufriedenheit der Unternehmen insbesondere mit der klassischen Kreditfinanzierung dargestellt.

Hoher Fremdfinanzierungsanteil

Ein Großteil (66%) der Unternehmen weist zum Zeitpunkt der Befragung eine Fremdkapitalquote von über 40% auf. Knapp 6% der Unternehmen liegen sogar bei einer Fremdkapitalquote von mehr als 80% (vgl. Abbildung 6). Damit bestätigt sich die Ausgangshypothese, dass neben der Selbstfinanzierung aus dem Umsatz die Fremdfinanzierung bei mittelständischen Unternehmen nach wie vor eine überragende Rolle spielt, und dies unabhängig von der Unternehmensgröße.

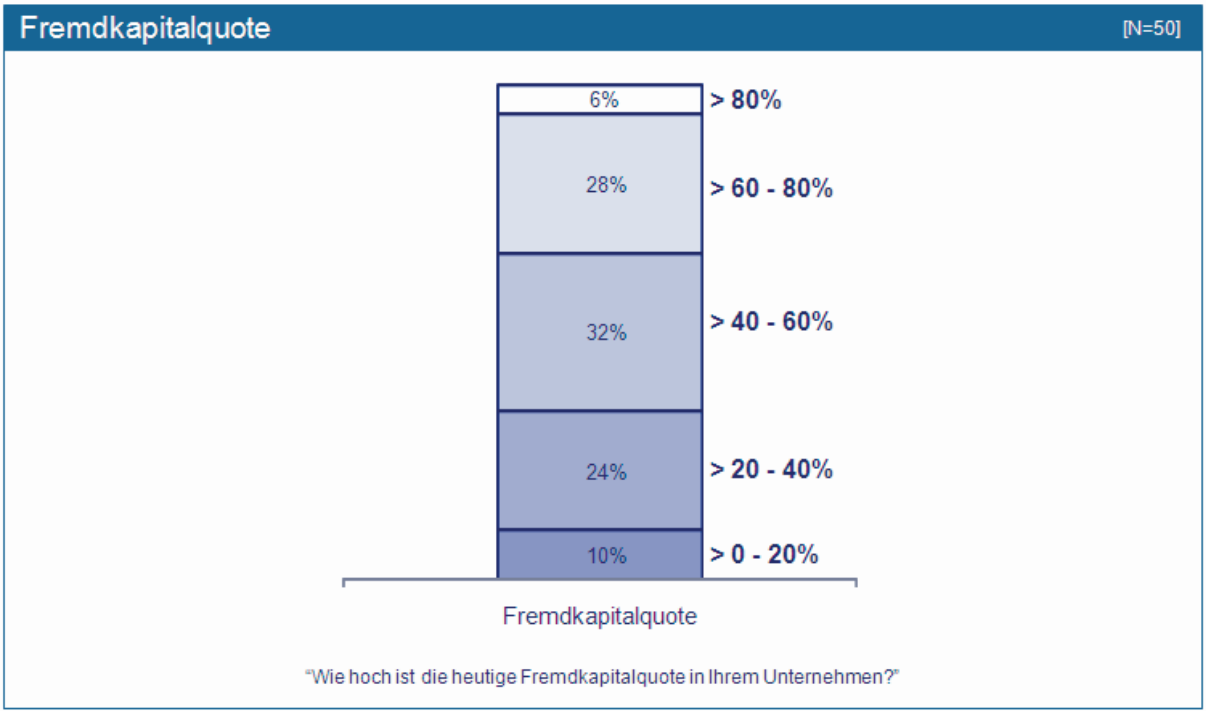

Abbildung 6: Fremdkapitalquote

Starke Fokussierung auf klassische Bankkredite

Insbesondere der Bankkredit spielt heute eine zentrale Rolle bei der Finanzierung der befragten Unternehmen: Knapp 90% sind aktuell bei Privatbanken und über 70% bei Sparkassen oder Raiffeisenbanken über Kredite finanziert (vgl. Abbildung 7).

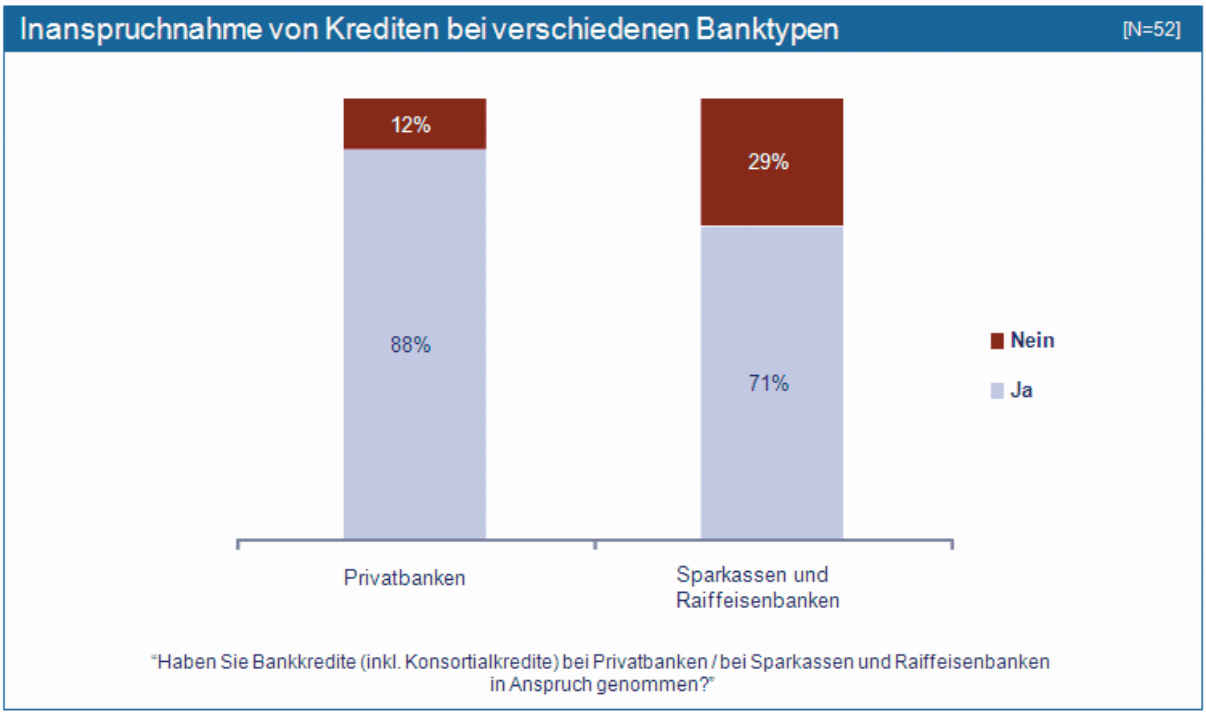

Abbildung 7: Inanspruchnahme von Krediten bei verschiedenen Banktypen

Im Mittel halten die befragten Unternehmen bei 7 Banken Kredite oder besitzen vorgemerkte Linien. Bei 20% der Unternehmen werden > 60% bis 80% und bei 26% der Befragten sogar mehr als 80% des gesamten Fremdfinanzierungsvolumens durch Bankkredite repräsentiert (vgl. Abbildung 8).

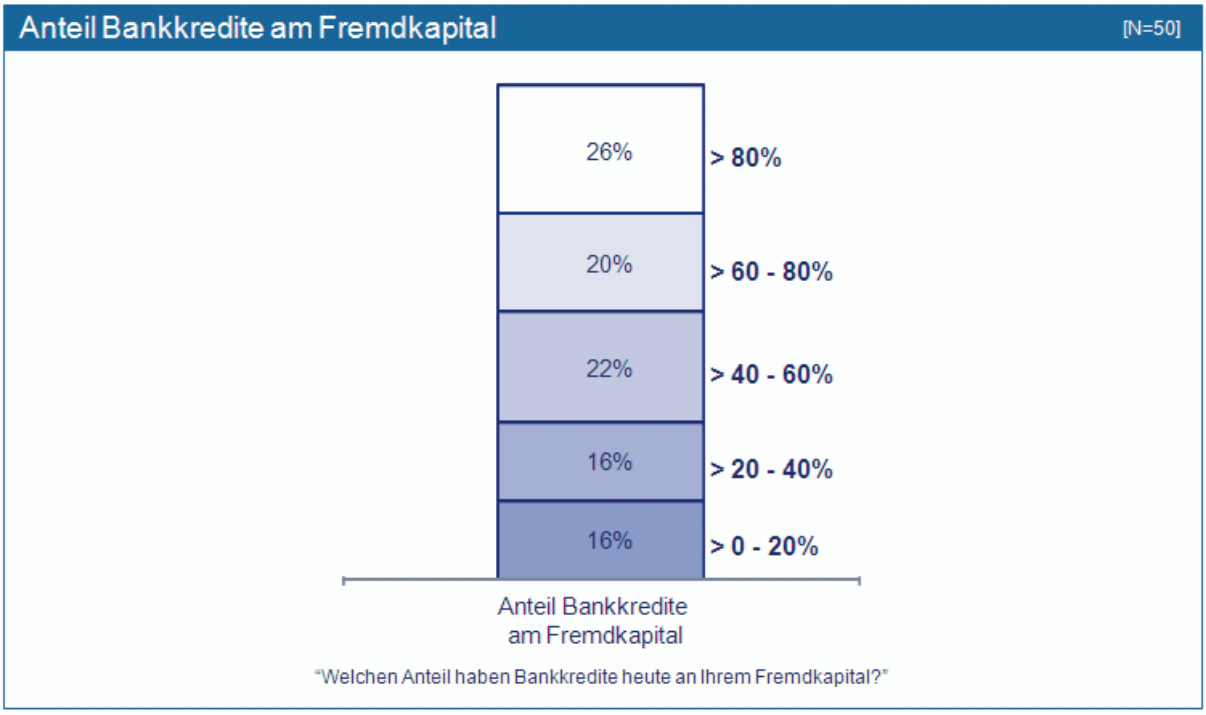

Abbildung 8: Anteil Bankkredite am Fremdkapital

In Kombination mit der Feststellung, dass bei einem großen Anteil der Unternehmen eher kurzfristige Darlehen (bei 51% der Unternehmen mit durchschnittlichen Laufzeiten bis zu 3 Jahren, vgl. Abbildung 9) und gleichzeitig größere Blockfälligkeiten bestehen, wird deutlich, dass viele Unternehmen in den nächsten Jahren vor großen Herausforderungen bei der Refinanzierung stehen dürften.

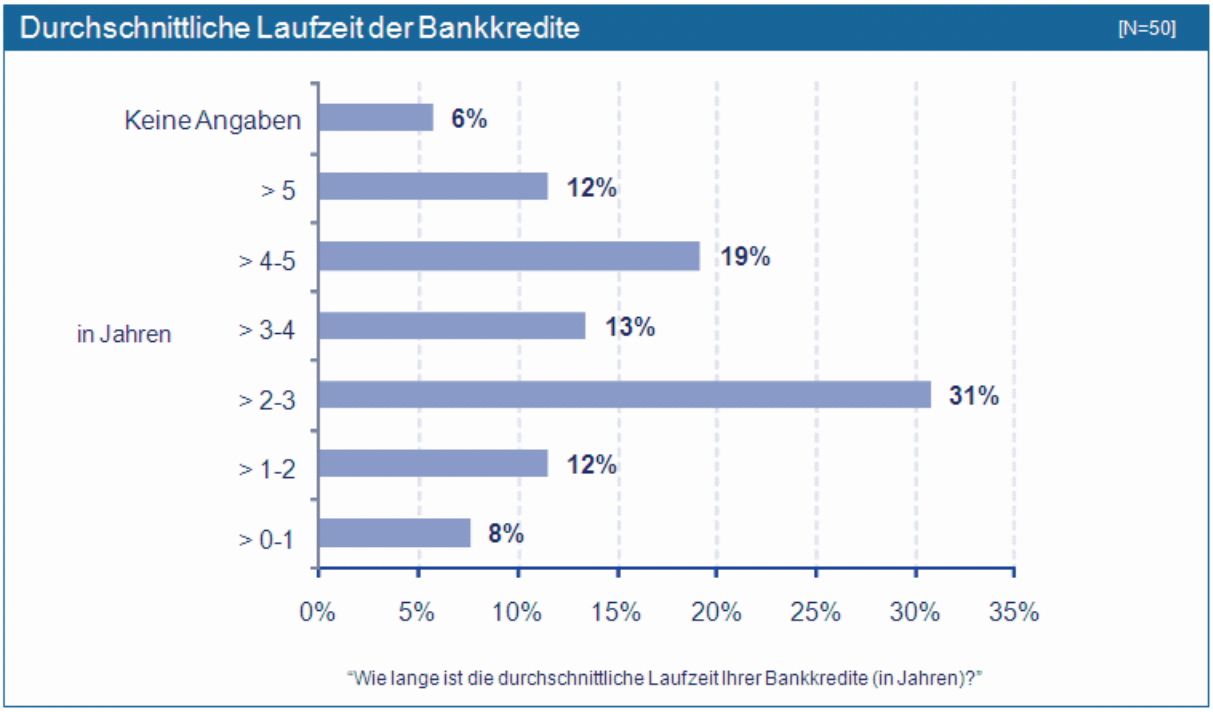

Abbildung 9: Durchschnittliche Laufzeit der Bankkredite

Eingeschränkte Zufriedenheit mit der Kreditfinanzierung

Bei der derzeitigen Zufriedenheit mit der Qualität von Bankkrediten (eingeschätzt anhand von Abwicklung, Betreuung, Bearbeitungsdauer und Verhandlungsklima) ist zunächst nach dem Bankentyp zu differenzieren. Während hinsichtlich der ausgereichten Kredite auf einer Skala von „1 = sehr zufrieden“ bis „7 = sehr unzufrieden“ bei Sparkassen und Raiffeisenbanken eine mittlere Zufriedenheit von 2,92 besteht, liegt der Wert für Privatbanken mit 3,50 deutlich darunter. 28% der befragten Unternehmen, die Kredite von Privatbanken in Anspruch nehmen, sind mit der Qualität der Kredite derzeit unzufrieden oder sogar sehr unzufrieden.

Dieses Bild ist sicherlich nach wie vor auch von den Erfahrungen der Finanz- und Wirtschaftskrise geprägt. So konstatieren die Befragten, dass sich aus Sicht der Unternehmen die Bedingungen für eine Inanspruchnahme von Bankkrediten seit 2007 verschärft haben. Insbesondere wird die Attraktivität einer bankenorientierten Kreditfinanzierung durch den gestiegenen Dokumentationsaufwand, die zunehmende Strenge von finanziellen Covenants sowie höhere Zinsaufschläge (Spreads) und Gebühren gemindert (vgl. Abbildung 10 auf der folgenden Seite).

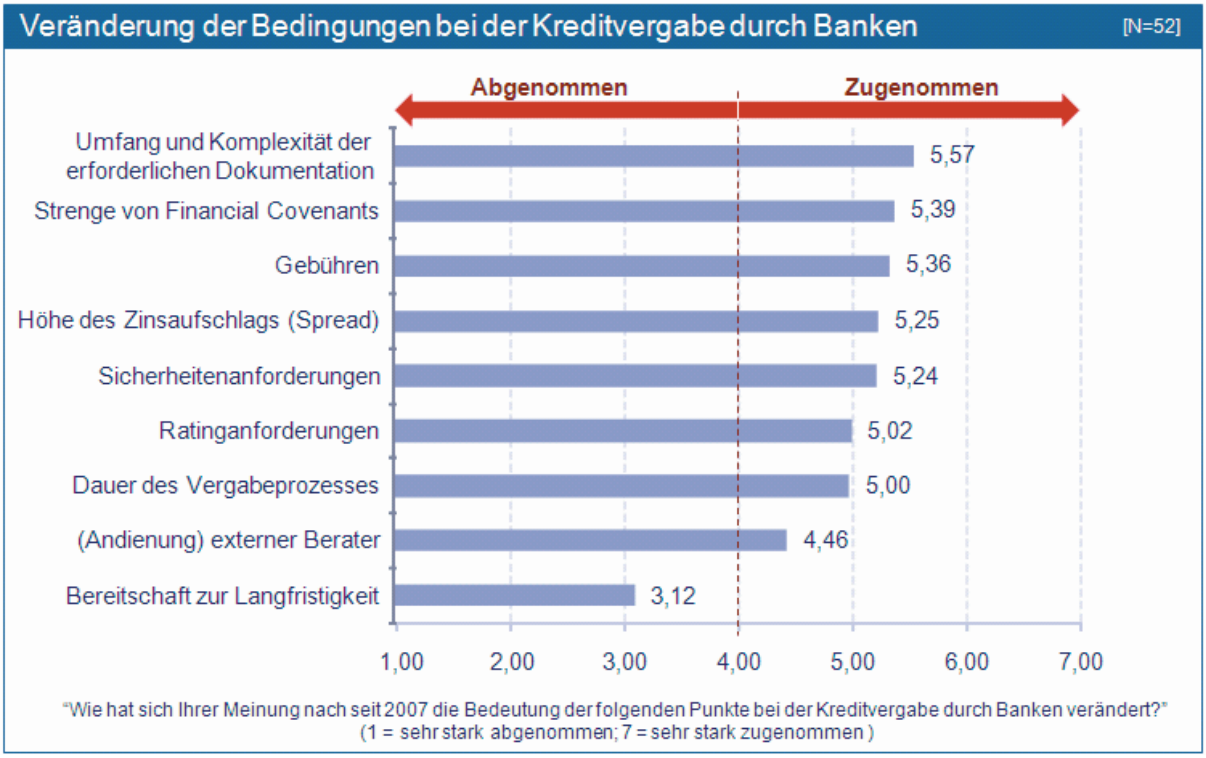

Abbildung 10: Veränderung der Bedingungen bei der Kreditvergabe durch Banken

Alternative Finanzierungsformen

Neben dem Bankkredit nutzen heute viele Unternehmen auch eigenkapitalnahe Finanzierungsformen. Unter den Studienteilnehmern liegt der Schwerpunkt hierbei auf der Mezzanine-Finanzierung, die von 21% der Befragten eingesetzt wird. Genussrechte/Genussscheine (10%) und vor allem Wandelanleihen (6%) spielen derzeit dagegen nur eine sehr untergeordnete Rolle im Finanzierungsmix der befragten Unternehmen (vgl. Abbildung 11).

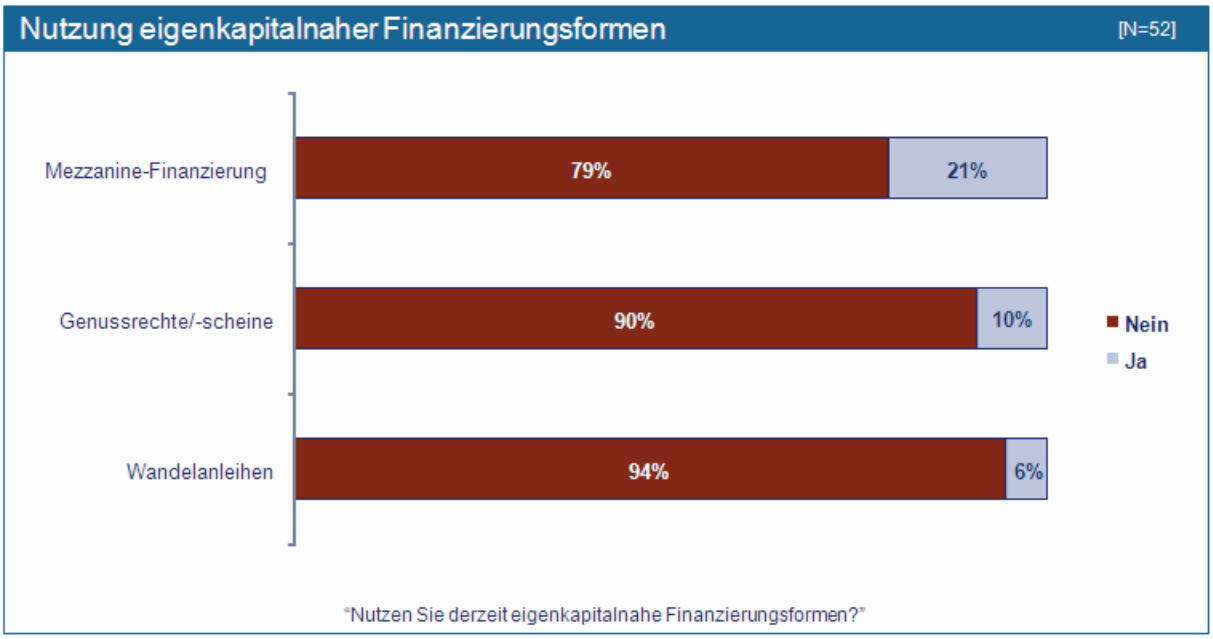

Abbildung 11: Nutzung eigenkapitalnaher Finanzierungsformen

Die Bewertung der drei abgefragten eigenkapitalnahen Finanzierungsformen korrespondiert mit dem jeweiligen Nutzungsgrad: Bei der Zufriedenheit der Teilnehmer rangiert in der Gesamtbewertung die vergleichsweise am häufigsten genutzte, standardmäßige Mezzanine-Finanzierung vor Genussrechten und den nur selten eingesetzten Wandelanleihen (vgl. Abbildung 12).

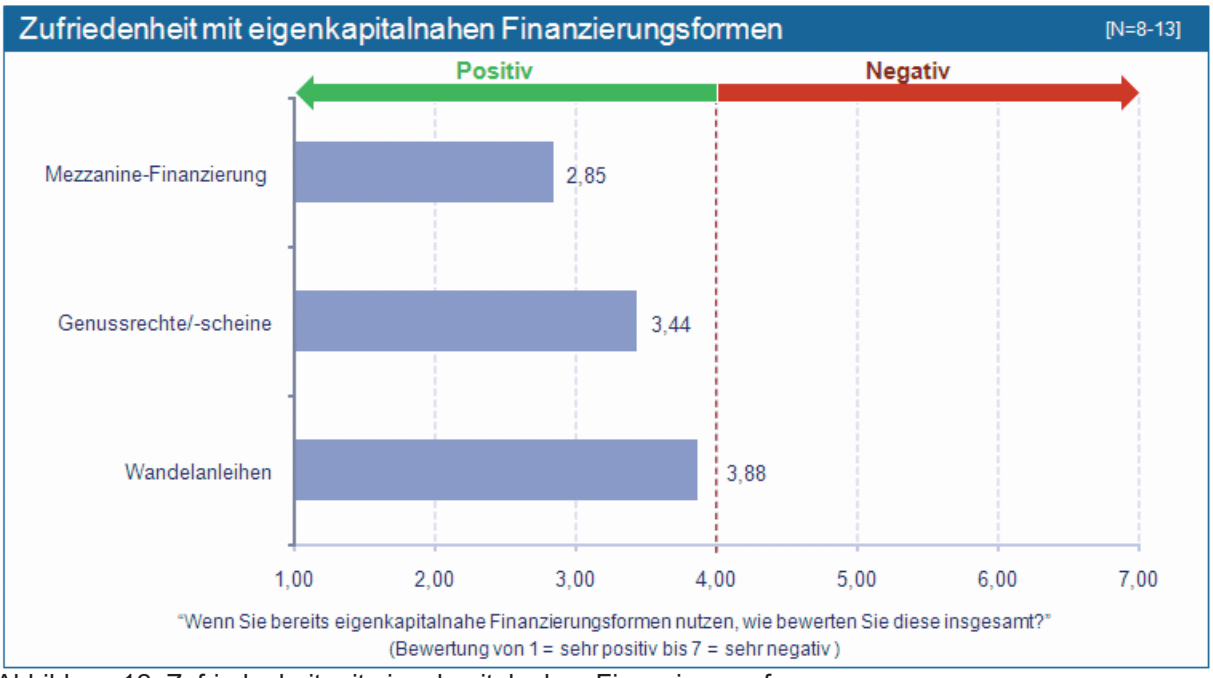

Abbildung 12: Zufriedenheit mit eigenkapitalnahen Finanzierungsformen

Während sich einerseits die Bedingungen für die Vergabe von – heute intensiv in Anspruch genommenen – Bankkrediten seit 2007 verschärft haben, werden die drei im Rahmen der Studie thematisierten eigenkapitalnahen Instrumente, mit Ausnahme der Mezzanine-Finanzierung, von den befragten Unternehmen vergleichsweise selten eingesetzt. Im nächsten Abschnitt werden daher mit Fokus auf die Fremdfinanzierung einige alternative Finanzierungsformen gegenübergestellt, mit deren Hilfe die Finanzierungsstruktur mittelständischer Unternehmen weiterentwickelt und diversifiziert werden kann.

5. Erwartungen an Unternehmensanleihen und andere Finanzierungsalternativen

Vor dem Hintergrund der aktuellen Finanzierungsstrukturen mittelständischer Unternehmen und der damit verbundenen Herausforderungen werden in diesem Abschnitt die Erfahrungen der Unternehmen mit alternativen Finanzierungsinstrumenten und ihre Erwartungen an diese Instrumente untersucht. Der Schwerpunkt liegt dabei vor allem auf der Unternehmensanleihe als ein für mittelständische Unternehmen vergleichsweise neues Finanzierungsinstrument.

Bisherige Nutzung und Zufriedenheit mit Unternehmensanleihen

Unter den befragten mittelständischen Unternehmen haben 15% in den vergangenen drei Jahren bereits Unternehmensanleihen genutzt. Diese Unternehmen bewerten Unternehmensanleihen ausnahmslos als positive oder sehr positive Finanzierungalternative (vgl. Abbildung 13). Dabei wurde am häufigsten ein Anteil von 40-70% des gesamten Finanzierungsbedarfs über Unternehmensanleihen abgedeckt (vgl. Abbildung 14).

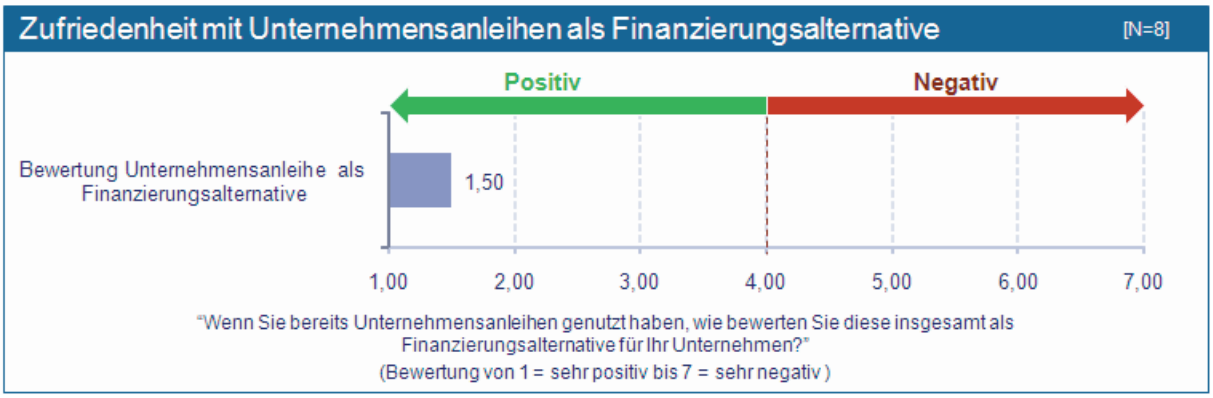

Abbildung 13: Zufriedenheit mit Unternehmensanleihen als Finanzierungsalternative

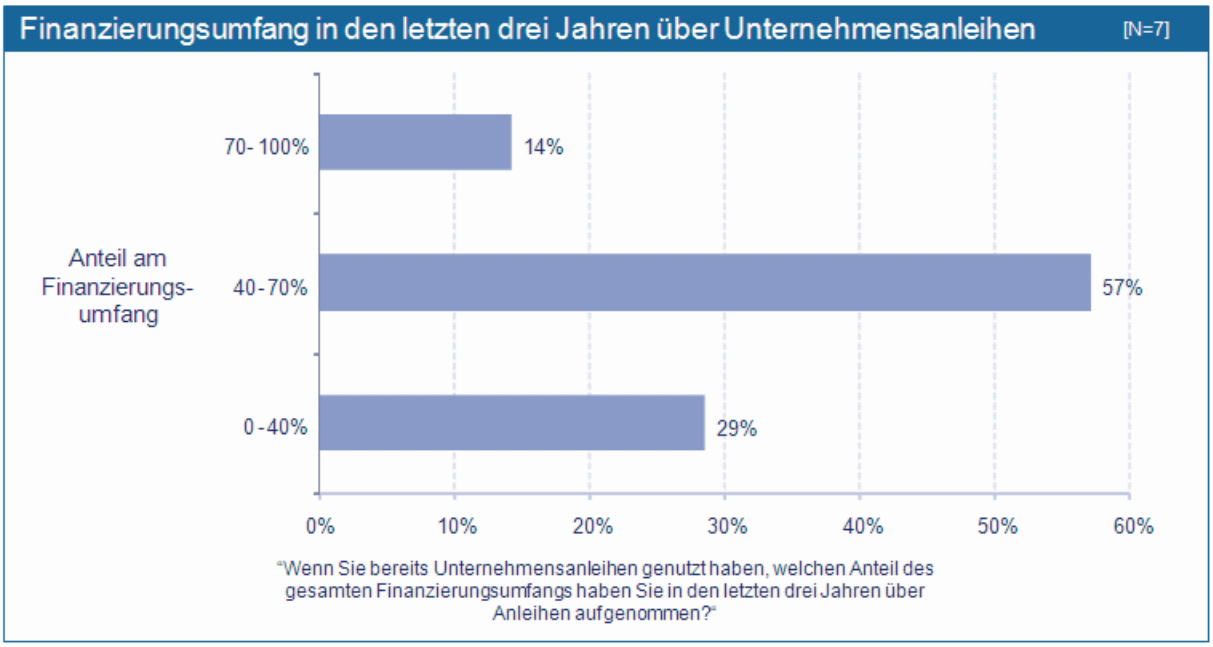

Abbildung 14: Anteil des gesamten Finanzierungsumfangs in den letzten drei Jahren über Unternehmensanleihen

Alternative Durchführungswege für Anleiheemissionen

Grundsätzlich stehen mit der Eigenemission oder der Emission über ein Bankenkonsortium zwei alternative Durchführungswege zur Begebung einer Anleihe zur Verfügung, wobei die Entscheidung für einen dieser Wege jeweils von der spezifischen unternehmerischen Lage und der Marktsituation beeinflusst wird.

Bei denjenigen Unternehmen, die bereits Unternehmensanleihen genutzt haben, wird die Eigenemission, also die bankenunabhängige Platzierung der Anleihe am Kapitalmarkt an einen diversifizierten Anlegerkreis, mit einer Bewertung von im Mittel 1,20 (auf einer Skala von 1 = „sehr positiv“ bis 7 = „sehr negativ“) präferiert, während die Emission über ein Bankenkonsortium mit einer mittleren Bewertung von 3,60 als weniger positiv angesehen wird. Als Begründung für den Erfolg einer Anleiheemission heben die Befragten für den Durchführungsweg „Bankenkonsortium“ mit Konzentration auf institutionelle Anleger die Vorteile einer besseren Platzierungssicherheit hervor. Als positiv für den Durchführungsweg „Eigenemission“ werden dagegen vor allem die im Vergleich schnellere Durchführung, die niedrigeren Kosten und der geringere Administrationsaufwand betont.

In den vertiefenden Gesprächen hoben die Teilnehmer zudem hervor, dass der Handelsplatz selbst als Faktor eine wichtige Rolle spielt: Je etablierter die Infrastruktur an einem Handelsplatz und je umfassender der „Track Record“, also die Anzahl bereits erfolgreich platzierter Emissionen, desto größere Sicherheit gewinnen die Unternehmen auch für ihre eigene Platzierungsentscheidung.

Einsatz für unterschiedliche Finanzierungssituationen

Bezüglich der Mittelverwendung aus einer Anleihefinanzierung besitzen die Unternehmen einen großen Gestaltungsspielraum. Als besonders geeignet sehen die Studienteilnehmer Anleihen für die Finanzierung von endogenem Wachstum (mittlere Bewertung von 2,58 auf einer Skala von 1 = sehr gut geeignet bis 7 = sehr schlecht geeignet; vgl. Abbildung 15). Auch Akquisitionen (2,71) oder Anschlussfinanzierungen (2,94) werden als geeignet erachtet. Eine anleihegestützte Finanzierung des laufenden, operativen Geschäfts wird dagegen mit einer mittleren Bewertung von 3,72 als deutlich weniger zielführend eingeschätzt; weniger als die Hälfte der Teilnehmer (47%) erachten diesen Finanzierungsfall als geeignet für Unternehmensanleihen. Insgesamt erscheint die Anleihe aus Sicht der Studienteilnehmer damit ein Instrument vor allem für strategisch ausgerichtete Finanzierungssituationen zu sein.

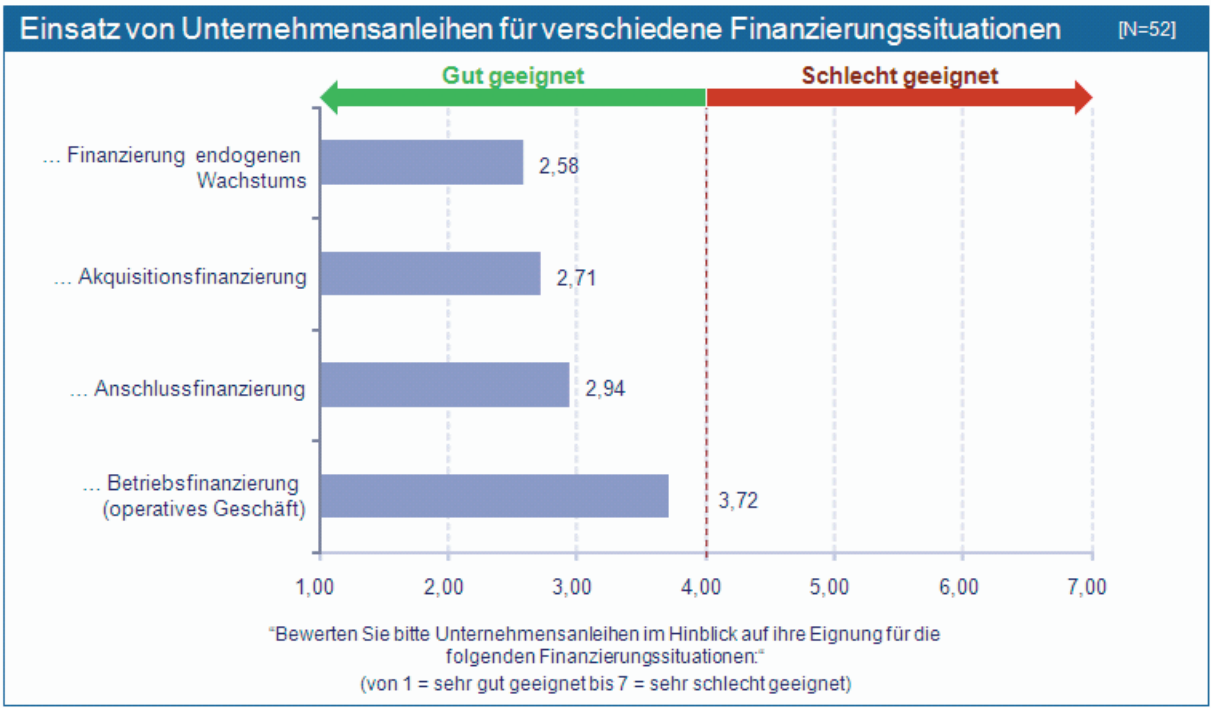

Abbildung 15: Bewertung des Einsatzes von Unternehmensanleihen für verschiedene Finanzierungssituationen

Beitrag von Unternehmensanleihen für die Erreichung von Finanzierungszielen

Je nach der eigenen Ausgangslage und strategischen Ausrichtung verfolgen Unternehmen unterschiedliche Finanzierungsziele bzw. legen eine differenzierte Gewichtung von Teilzielen an. Bezüglich der Einschätzung möglicher positiver Beiträge von Unternehmensanleihen auf die Erreichung allgemeiner Finanzierungsziele kann jedoch eine vergleichsweise ausgeprägte Homogenität in der Beantwortung – ob bei Unternehmen mit oder ohne eigene Erfahrung mit Unternehmensanleihen – festgestellt werden.

Fast einhellig wird eine höhere Bankenunabhängigkeit (96% der Befragten, vgl. Abbildung 16) als wichtiger Beitrag einer Anleihefinanzierung gesehen. Ähnlich positive Einschätzungen zeigen sich bei den Beiträgen zur Finanzierungssicherheit (90%), welcher gerade unter den eingangs geschilderten, zunehmend volatileren Rahmenbedingungen in den globalen Märkten eine besondere Bedeutung zukommen dürfte. Weitere Finanzierungsziele, die durch eine Anleihefinanzierung nach Einschätzung der befragten Unternehmen in besonderem Maße unterstützt werden, sind die Sicherung der Liquidität (90%) und der Erhalt der wirtschaftlichen Selbständigkeit (82%). Umgekehrt werden etwa für die Minimierung der Kapitalkosten nur von einem Viertel der Befragten (26%) nennenswerte Beiträge einer Anleihefinanzierung erwartet.

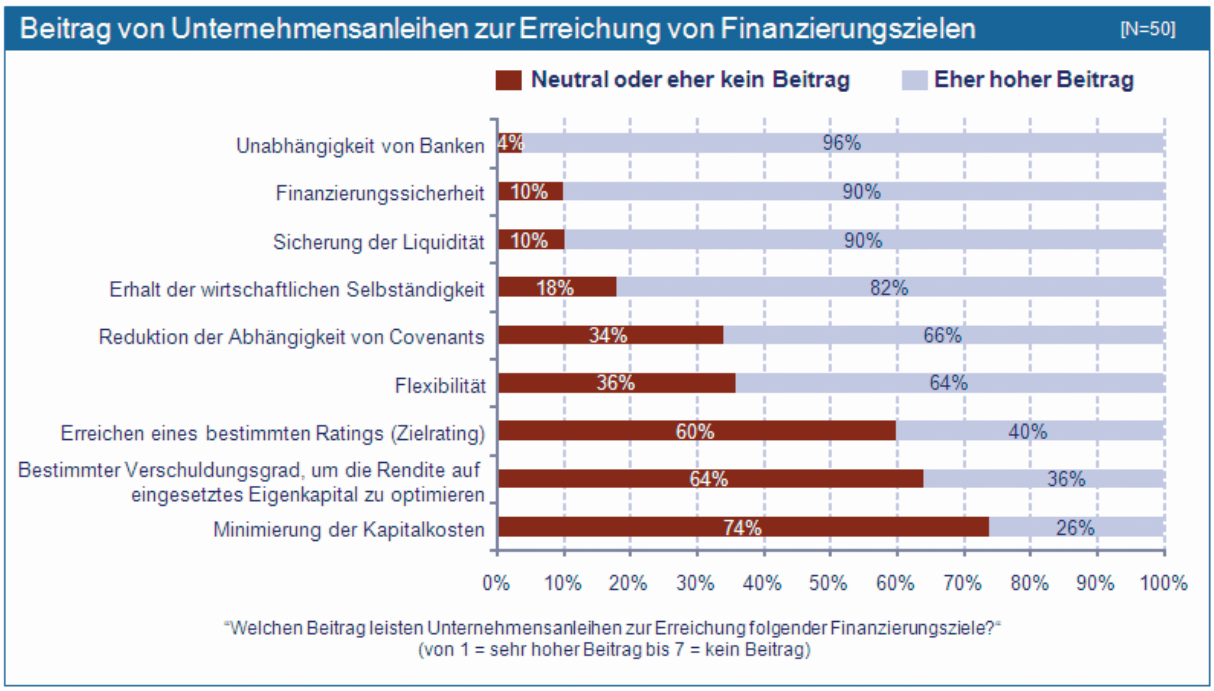

Abbildung 16: Beitrag von Unternehmensanleihen zur Erreichung von Finanzierungszielen

Erweiterung des Kapitalgeberkreises auf Privatanleger

Ein zusätzlich mit der Emission von Unternehmensanleihen verbundener Aspekt ist die Möglichkeit, als mittelständisches Unternehmen eine breitere Investorenbasis und dabei auch Privatanleger in die Fremdfinanzierung mit einzubeziehen. Dies wird von den Befragten – ob mit oder ohne eigene Erfahrung mit Anleihen – ganz überwiegend als positiv oder sehr positiv eingeschätzt (74%). Nur etwa 8% der Befragten sehen eine solche Erweiterung des Kapitalgeberkreises negativ.

Einzelne Effekte durch den Einbezug von Privatanlegern werden unterschiedlich bewertet (vgl. Abbildung 17). Als besonders vorteilhaft wird eine ausgewogenere Struktur privater und institutioneller Investoren angesehen; aus Sicht von 83% der Teilnehmer trifft dieser Aspekt zu. In einem vertiefenden Gespräch betonte ein Interviewpartner die dahinterliegende Überlegung, dass institutionelle Anleger in wirtschaftlich angespannten Situationen ihre Investitionsentscheidungen vergleichsweise schneller in Frage stellen, während vom Privatanleger gerade in solchen Zeiten eine stabilisierende Wirkung erwartet wird. Eine Steigerung des Bekanntheitsgrades am Markt wird von 71% der Teilnehmer von einem Einbezug von Privatanlegern erwartet. Aber auch der langfristige Aufbau eines „guten Namens“ bei Privatanlegern wird positiv gesehen, zumal dadurch, wie oben angesprochen, ein neuer, kontinuierlicher Investorenkreis erschlossen und aufgebaut werden kann. Dagegen verspricht sich nur ein Drittel der Unternehmen, über eine Gewinnung von Privatanlegern als Fremdkapitalgeber den Risikoaufschlag reduzieren zu können – ein positiver Effekt einer Beteiligung von Privatanlegern auf die Finanzierungskosten wird diesbezüglich also überwiegend nicht erwartet.

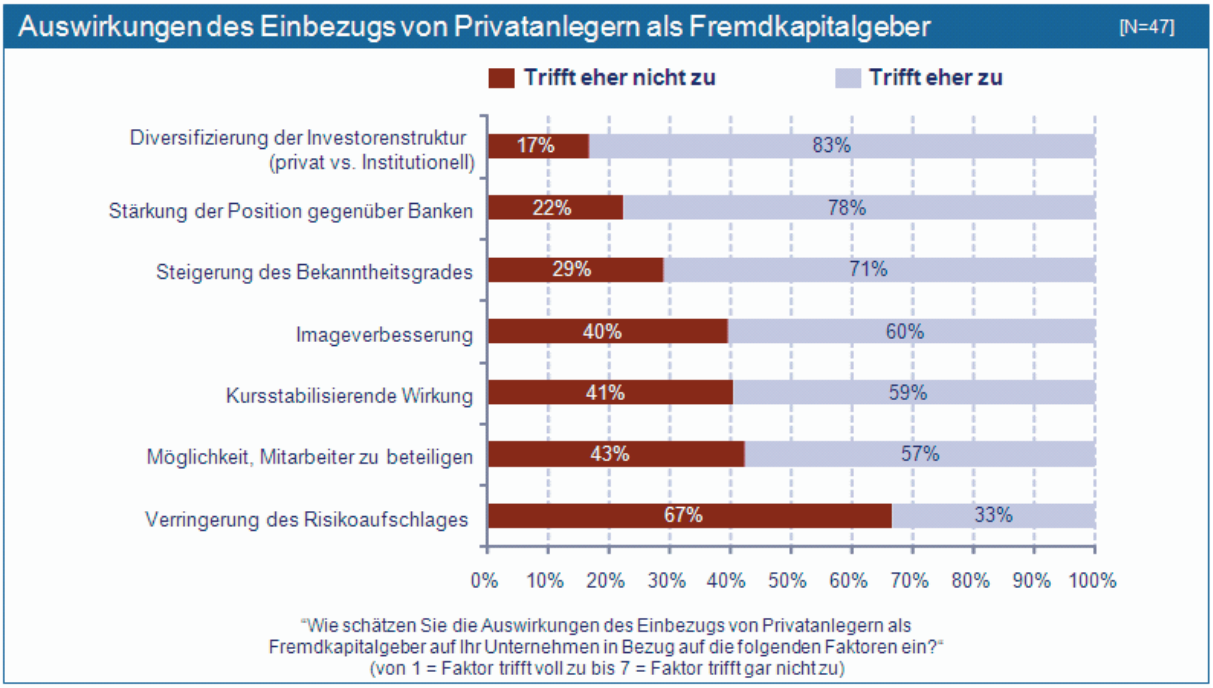

Abbildung 17: Auswirkungen des Einbezugs von Privatanlegern als Fremdkapitalgeber

Zusätzliche Vorteile einer Finanzierung über Unternehmensanleihen

Über unmittelbare Beiträge zu Finanzierungszielen und die mit dem Einbezug von Privatanlegern verbundenen Auswirkungen hinaus erwarten die Befragten von einer Begebung von Unternehmensanleihen zusätzliche Nutzenaspekte für ihre Unternehmen, die sowohl nach außen zum Markt hin als auch nach innen in das Unternehmen wirken können.

Neben einer erhöhten medialen Aufmerksamkeit und dem Imagegewinn am Markt wird vor allem eine mögliche Ausstrahlung auf den Unternehmenswert als positiv erachtet (vgl. Abbildung 18 mit der Darstellung der mittleren Bewertung durch die Teilnehmer). Der Teilnehmer eines vertiefenden Interviews betonte, dass „uns die Anleihe Rückhalt in der Branche gibt und uns auch darüber hinaus bekannt gemacht hat“. Auch die bessere Vernetzung am Kapitalmarkt wird als positiver Nebeneffekt ins Feld geführt.

Die mit der Begebung einer Anleihe verbundenen Transparenzanforderungen werden zwar oftmals als Hürde angesehen, haben jedoch aus Sicht der Befragten auch einen „heilsamen Disziplinierungseffekt“, wenn es darum geht, interne Strukturen und Abläufe im Unternehmen generell stärker zu professionalisieren. Vor allem auf inhabergeführte Unternehmen scheint dieser Aspekt zuzutreffen oder sogar eine zentrale Rolle bei den Überlegungen zu einer Anleihefinanzierung zu spielen. Ein Teilnehmer fasste dies im vertiefenden Gespräch so zusammen: „Dem Unternehmen hat es ausgesprochen gut getan, sich den Regeln für eine Anleiheemission zu stellen; wir denken auch darüber nach, eine zweite Anleihe zu begeben und werden uns dann wesentlich leichter tun.“ Dies zeigt sich auch in der hohen Zustimmung der Teilnehmer (69%) und vor allem der bereits kapitalmarkterfahrenen Unternehmen (knapp 30% der Befragten) zu der Aussage: „Mittelständische Unternehmen sollten sich stärker am Kapitalmarkt orientieren – eine Unternehmensanleihe ist dazu ein geeigneter erster Schritt.“ (vgl. Abbildung 27).

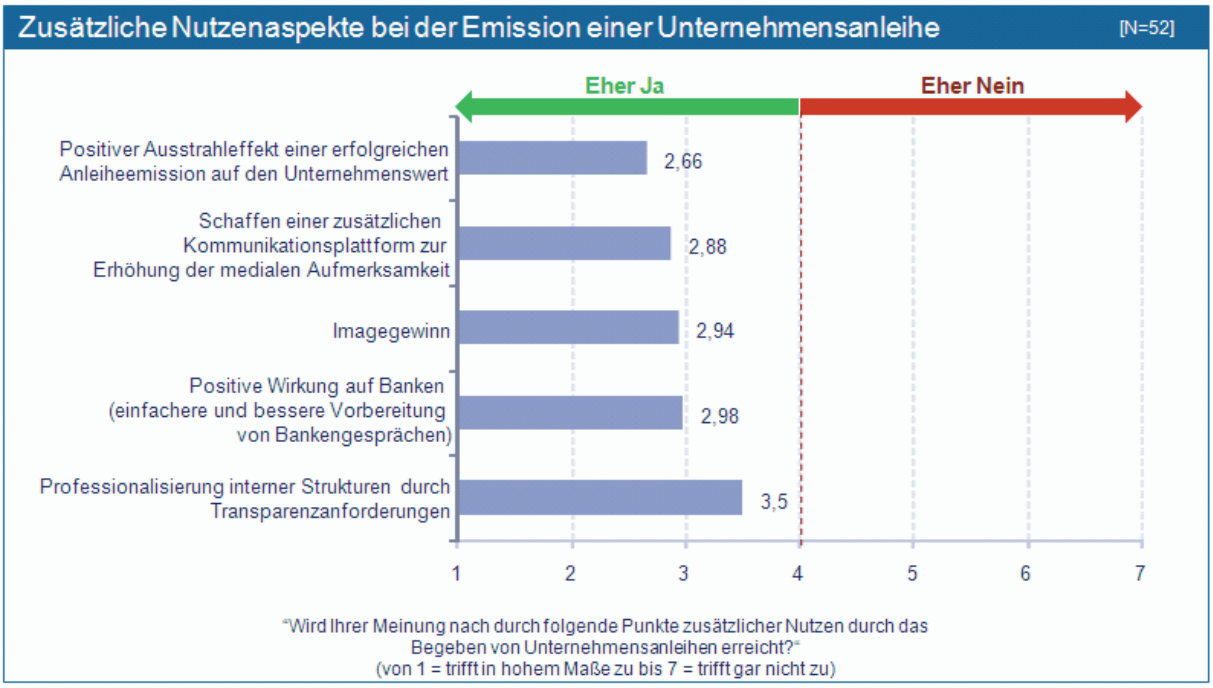

Abbildung 18: Zusätzliche Nutzenaspekte bei der Emission einer Unternehmensanleihe

Vergleich alternativer Finanzierungsformen

Um die relativen Vor- und Nachteile verschiedener Finanzierungsformen herauszuarbeiten, wurde das für mittelständische Unternehmen neue Instrument der Unternehmensanleihe zwei heute bereits häufig eingesetzten Finanzierungsformen gegenübergestellt – dem Bankkredit und dem Schuldscheindarlehen (vgl. Abbildung 19).

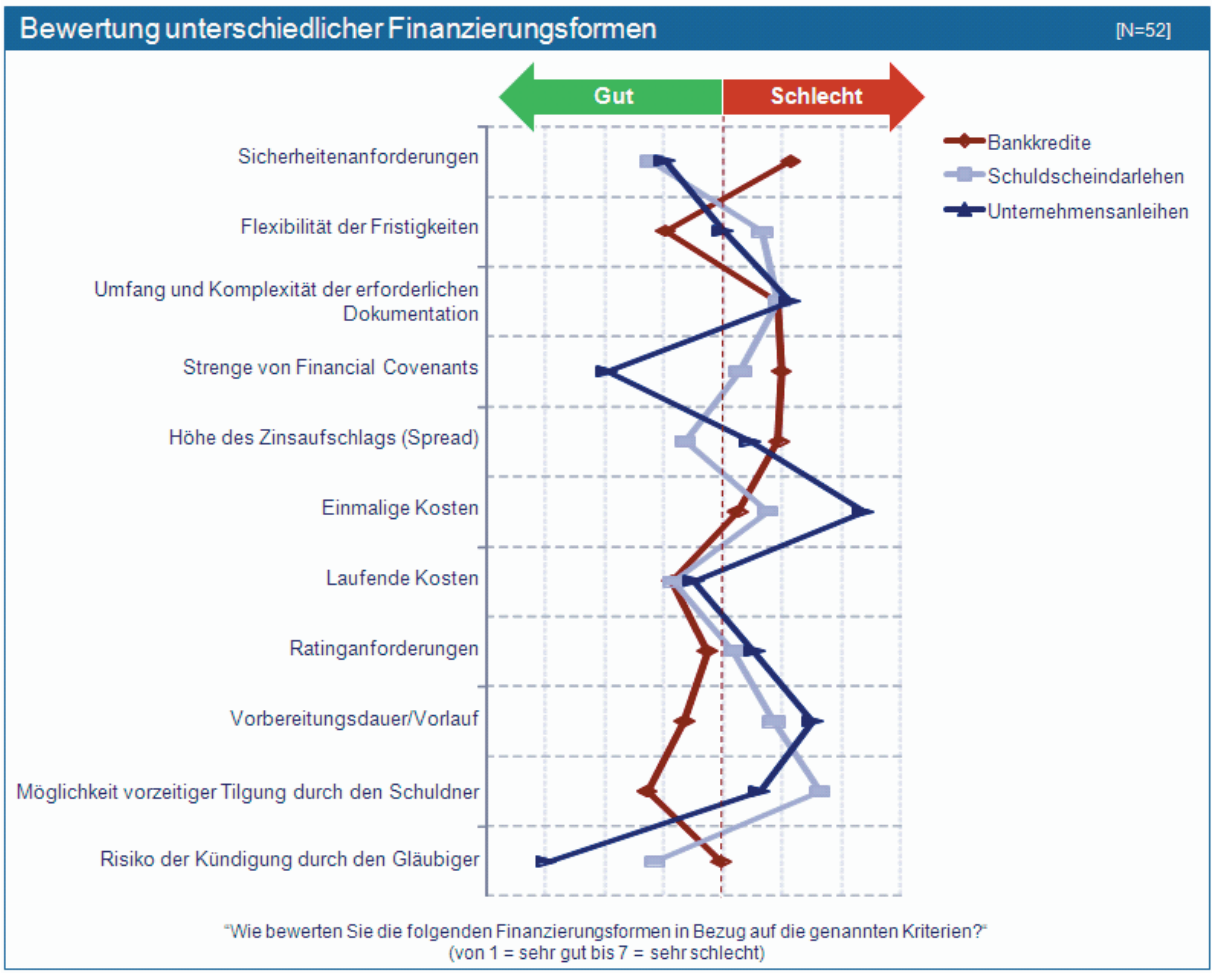

Abbildung 19: Bewertung unterschiedlicher Finanzierungsformen

Beim Bankkredit werden die Flexibilität bei Fristigkeiten und die Möglichkeit, als Schuldner eine vorzeitige Tilgung vorzunehmen, als besonders positiv angesehen. Auch die vergleichsweise geringen Vorlaufzeiten bis zum Erhalt der Finanzierungssumme werden hier betont. Als negativ werden – konsistent mit den in Abschnitt 4 gemachten Aussagen über die Entwicklung des Bankkredits in der Krise – die hohen Sicherheitsanforderungen und strenge finanzielle Covenants adressiert. Zusätzlich wird die Höhe des Zinsaufschlags von den Befragten als Schwachpunkt des klassischen Bankkredits gesehen.

Genau diese Schwachpunkte werden umgekehrt als die großen Vorteile einer Finanzierung über Schuldscheindarlehen geschätzt. Jedoch schlagen hier die hohen einmaligen Kosten und die erforderliche Vorbereitungszeit negativ zu Buche. Die eingeschränkte Möglichkeit für den Schuldner, vorzeitig zu tilgen, wird in der Summe als der größte Nachteil von Schuldscheindarlehen gesehen.

Bei der Unternehmensanleihe werden die einmaligen Kosten einer Anleiheemission sowie die notwendige Vorbereitungsdauer als kritische Punkte gesehen. In einem vertiefenden

Gespräch spezifizierte ein Teilnehmer diese Einschätzung dahingehend, dass vor allem für klassische großvolumige Corporate Bonds in der Regel signifikante Kosten entstehen, wohingegen bei den neu entstandenen Mittelstandsanleihen mit geringeren Vorbereitungskosten zu rechnen ist. Bereits kapitalmarkterfahrene Unternehmen bewerten die Situation bei den einmaligen Kosten insgesamt positiver. Ein weiterer Aspekt besteht aus Sicht einiger Teilnehmer in geringen Kenntnissen über die Durchführung einer Anleiheemission, die der Begebung von Anleihen entgegensteht. Auch im Fall „nicht passender“ – also zu geringer oder zu hoher Finanzierungsbedarfe – greifen die Unternehmen bevorzugt zu alternativen Instrumenten. Auf die zusätzliche Frage nach möglichen Nebeneffekten einer Anleihefinanzierung wurden von den Teilnehmern vor allem mögliche negative Abstrahleffekte anderer Anleihe-Emittenten am Markt genannt, die das Anlegervertrauen auch in wirtschaftlich stabile Unternehmen beeinträchtigen könnten. Die laufenden Kosten werden jedoch als gering und damit als Vorteil einer Anleihefinanzierung erachtet. Die Flexibilität bei der Gestaltung der Fristigkeiten und das Fehlen finanzieller Covenants werden ebenso positiv hervorgehoben wie die geringen Anforderungen an Sicherheiten, die – gerade im Vergleich zum Bankkredit – typischerweise bei einer Anleihefinanzierung gestellt werden. Darüber hinaus wird als besonders positiv erachtet, dass bei Unternehmensanleihen keine Kündigung der Finanzierung durch die Gläubiger erfolgen kann.

Insgesamt ergibt sich aus der Gegenüberstellung ein differenziertes Bild über die spezifischen Vor- und Nachteile der drei Finanzierungsformen. Dies spiegelt sich auch in der Einschätzung der Teilnehmer über die weiteren Entwicklungen in der Mittelstandsfinanzierung wider, die Gegenstand des nächsten Abschnitts sind.

6. Zukünftige Entwicklungen in der Mittelstandsfinanzierung

Im Anschluss an die Beschreibung der heutigen Finanzierungsstrukturen mittelständischer Unternehmen und der Erwartungen an die Unternehmensanleihe und andere Finanzierungsformen zielt dieser Abschnitt darauf ab, ein Bild von zukünftigen Entwicklungen in der Unternehmensfinanzierung zu gewinnen.

Wachsender Kapitalbedarf

Auch in Phasen des Aufschwungs entwickeln die mittelständischen Unternehmen ihre Finanzierungsstrukturen schrittweise weiter. Vor dem Hintergrund der Erwartung fast der Hälfte der Teilnehmer (48%), dass die Kapitalbeschaffung in den nächsten drei Jahren im Vergleich zu heute schwieriger oder sogar viel schwieriger werden wird, und angesichts eines wachsenden Kapitalbedarfs, den 66% der Teilnehmer für ihre Unternehmen bis 2013 erwarten (vgl. Abbildung 20), erscheint dies als eine sehr anspruchsvolle Aufgabe. Dass es sich auch im Hinblick auf die Profitabilität lohnt, an der Finanzierung zu arbeiten, trifft auf große Zustimmung unter den Befragten; so versprechen sich 71% von ihnen durch eine Optimierung des Finanzierungsmix hohe oder sogar sehr hohe Potenziale zur Ergebnisverbesserung.

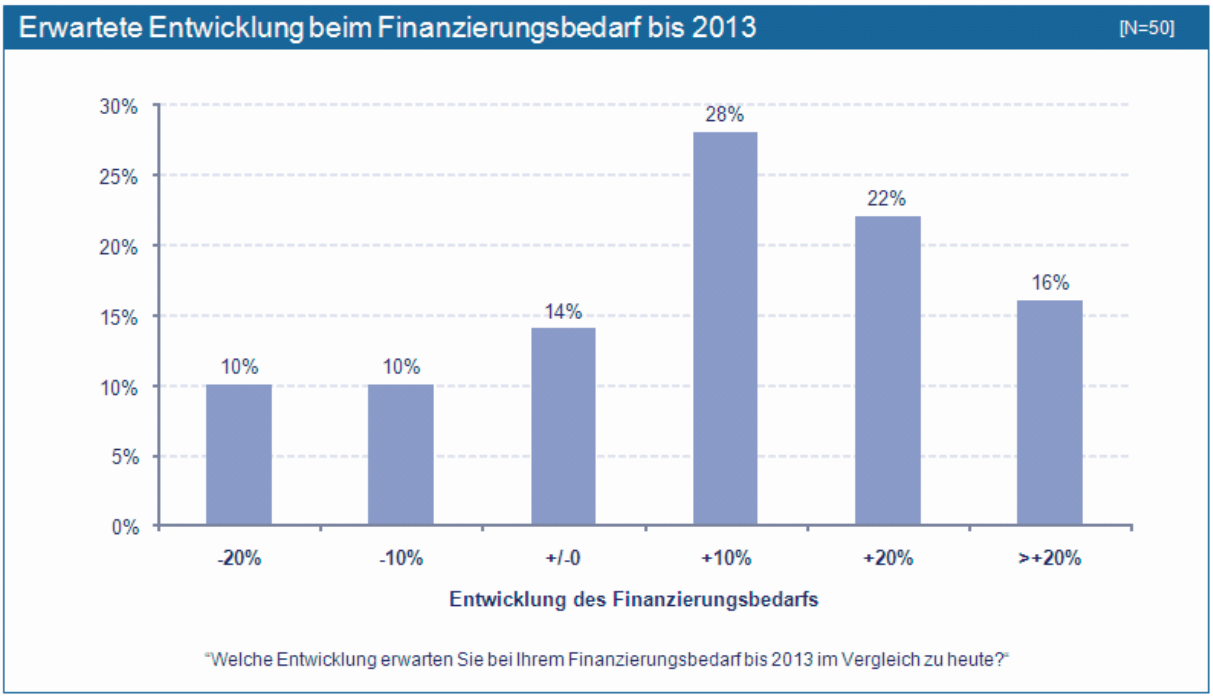

Abbildung 20: Erwartete Entwicklung beim Finanzierungsbedarf bis 2013

Verringerter Kreditanteil im Fremdkapital

Der klassische Bankkredit bleibt auch zukünftig eine wichtige Säule der Mittelstandsfinanzierung, wird aber einen geringeren Anteil am gesamten Fremdkapital einnehmen. Dies ist in der Erwartung für das Jahr 2013 vor allem bei denjenigen befragten Unternehmen zu verzeichnen, bei denen Bankkredite derzeit eine sehr dominante Rolle bei der Fremdkapitalfinanzierung spielen. Während zum Zeitpunkt der Befragung 26% der Unternehmen ihr Fremdkapital zu einem Anteil von mehr als 80% aus Bankkrediten speisen, erwarten für 2013 nur noch 2% der Befragten einen Anteil von mehr als 80% (vgl. Abbildung 21).

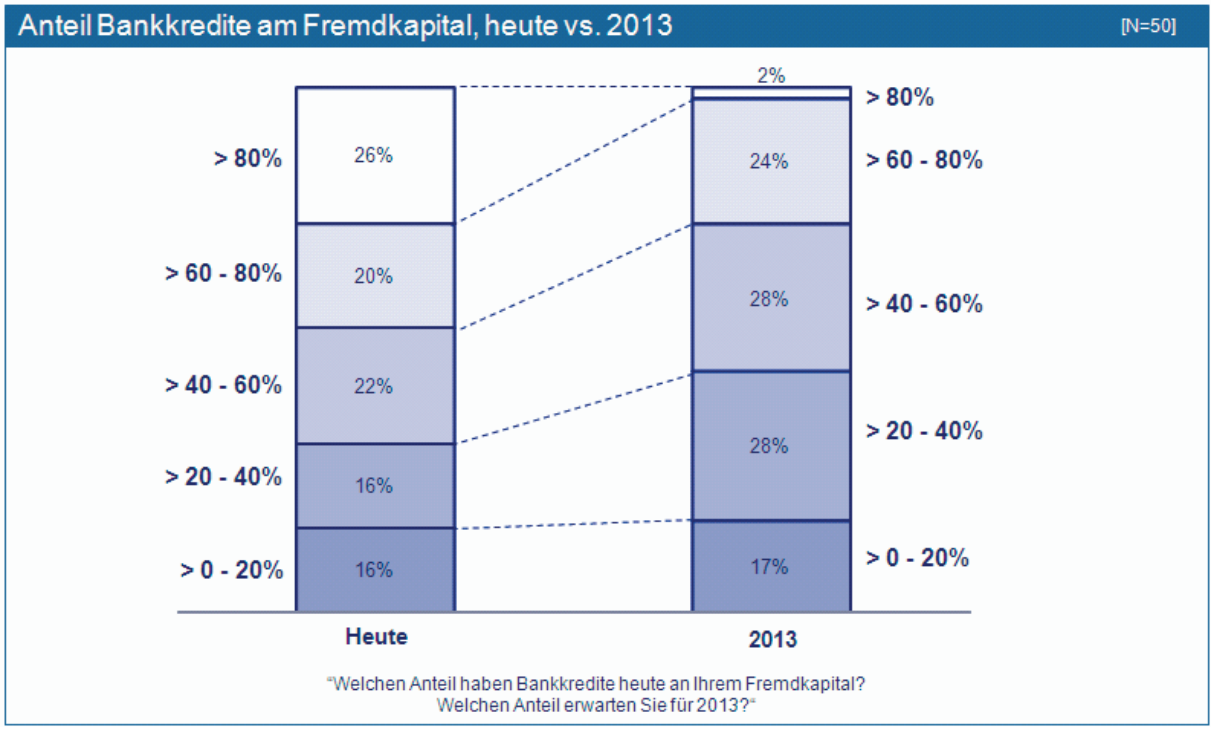

Abbildung 21: Anteil Bankkredite am Fremdkapital, heute vs. 2013

Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Fremdkapitalquote insgesamt ebenfalls sinken würde; hier erwarten die Unternehmen bis 2013 im Gegenteil kaum Veränderungen. Trotz aller Bestrebungen zur Stärkung der Eigenfinanzierung bleibt die Fremdfinanzierung also ein zentrales Element der Mittelstandsfinanzierung.

Zukünftige Attraktivität verschiedener Finanzierungsformen

Die obigen Ausführungen decken sich auch mit der Einschätzung der künftigen Attraktivität verschiedener Finanzierungsinstrumente durch die Studienteilnehmer (vgl. Abbildung 22).

So erwarten beim Bankkredit insgesamt 86% der Teilnehmer in der Gesamtbetrachtung entweder ein gleichbleibendes Niveau oder ein Abnehmen der Attraktivität. In Tiefeninterviews wurde dies nicht zuletzt auf die Regelungen unter Basel III zurückgeführt, durch die sich aus Sicht der Unternehmen die Aufnahme von Bankkrediten tendenziell erschwert und verteuert.

Bei der Mezzanine-Finanzierung sind sogar 61% der Befragten von einem Rückgang der Attraktivität überzeugt – folglich planen auch nur knapp 6% der Teilnehmer definitiv, in Zukunft auf Mezzanine-Kapital zurückzugreifen.

Ein anderes Bild ergibt sich beim Schuldscheindarlehen, für das über die Hälfte (51%) der Teilnehmer eine steigende und nur 10% eine sinkende Attraktivität erwarten.

Eine markante Aussage ergibt die Bewertung der Unternehmensanleihe: Die deutliche Mehrheit (83%) der Teilnehmer ist der Meinung, dass die Attraktivität von Unternehmensanleihen als Finanzierungsinstrument für den Mittelstand künftig zunehmen wird.

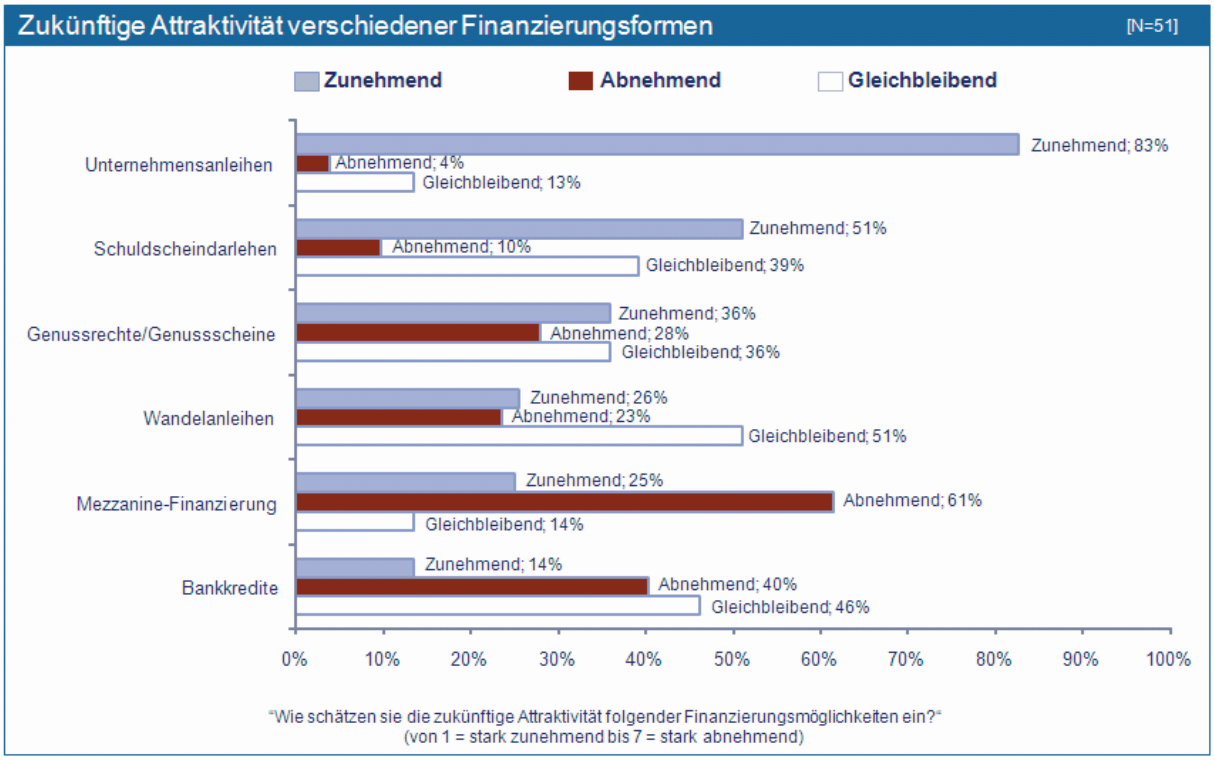

Abbildung 22: Zukünftige Attraktivität verschiedener Finanzierungsformen

Planung für Unternehmensanleihen

Für ein Drittel der Unternehmen kommt dennoch die Emission einer Anleihe in den nächsten drei Jahren derzeit nicht in Betracht. Als Begründung wird überwiegend angeführt, dass die erwarteten Finanzierungsbedarfe nicht ausreichend groß sein werden oder bereits gedeckt sind. Ein Großteil der Unternehmen (44%) schließt eine Anleiheemission zum Zeitpunkt der Befragung nicht aus, und knapp ein Viertel der Unternehmen (23%) befand sich zum Zeitpunkt der Befragung bereits in den konkreten Planungen und Vorbereitungen, bis 2013 eine Anleihe zu emittieren (vgl. Abbildung 23).

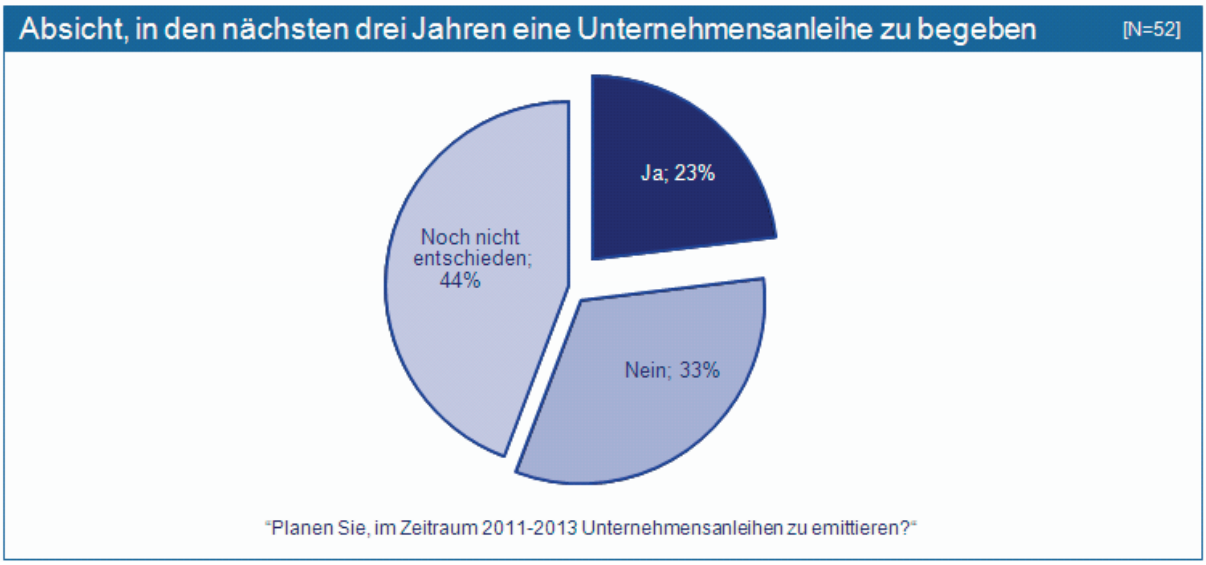

Abbildung 23: Absicht, in den nächsten drei Jahren eine Unternehmensanleihe zu begeben

Dabei präferieren diejenigen Unternehmen, die sich bereits für den Emissionsweg entschieden haben, überwiegend die Durchführung einer Eigenemission (vgl. Abbildung 24), was die positive Einschätzung der Eigenemission aus Abschnitt 5 nochmals bestätigt.

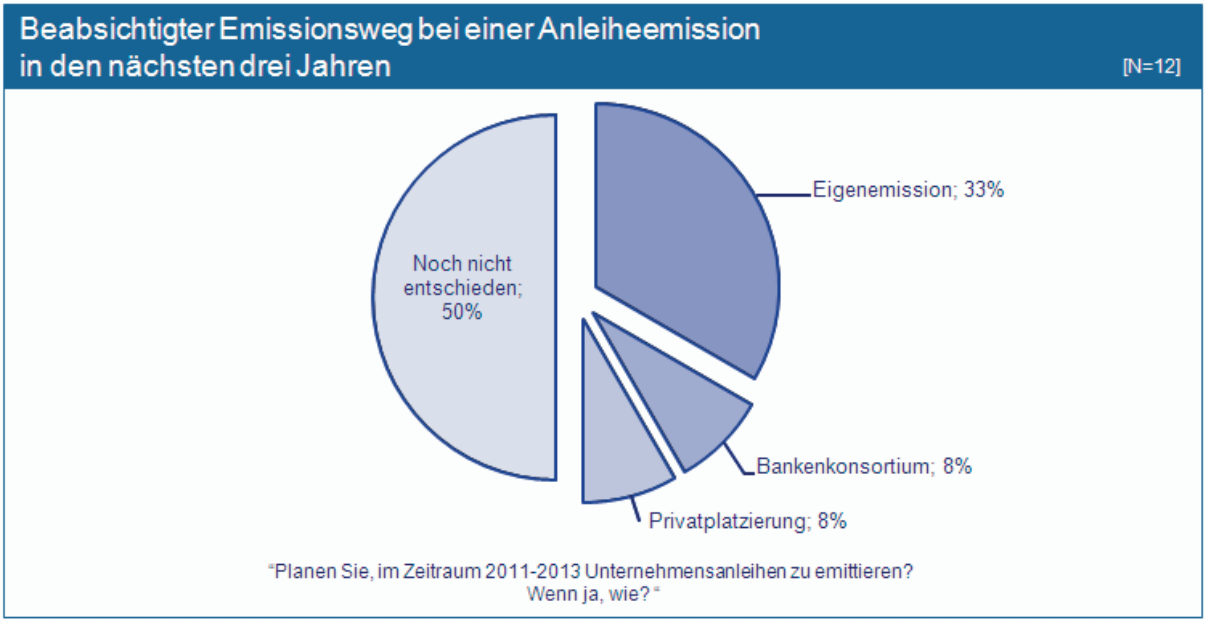

Abbildung 24: Beabsichtigter Emissionsweg bei einer Anleiheemission in den nächsten drei Jahren

Hinsichtlich des Finanzierungsvolumens einer möglichen Anleiheemission geben die befragten Unternehmen überwiegend Volumina von 25 bis 50 Mio. Euro an (vgl. Abbildung 25).

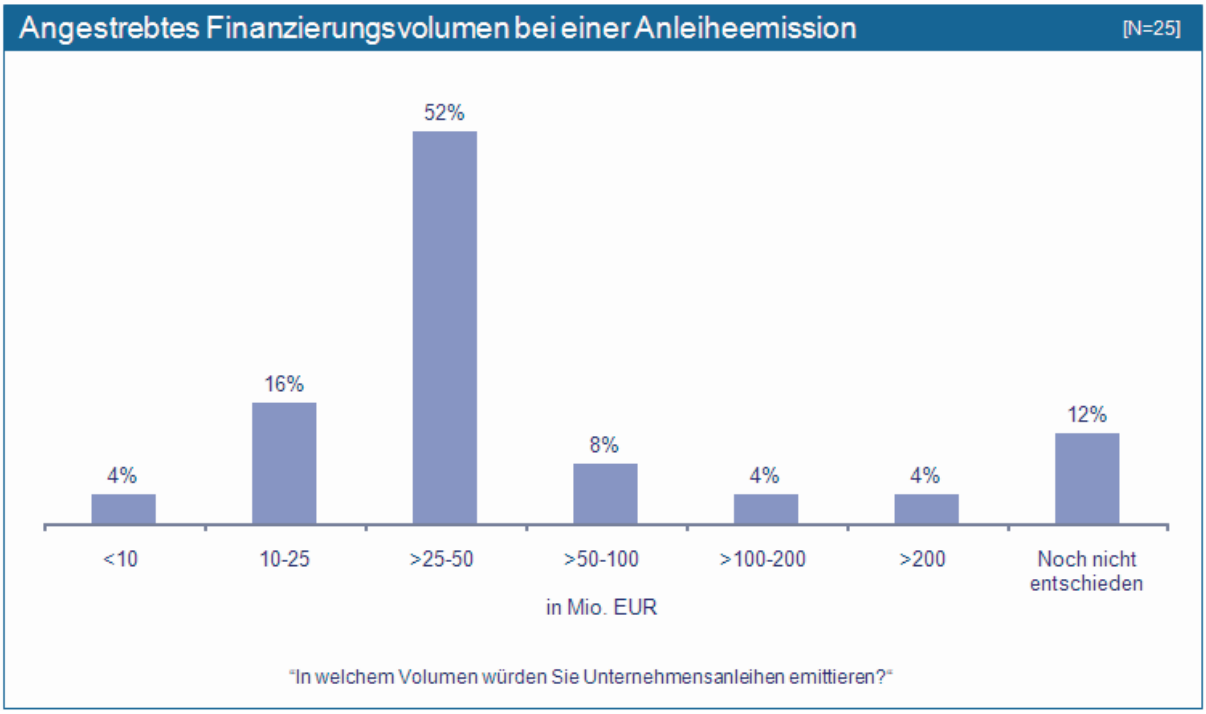

Abbildung 25: Angestrebtes Finanzierungsvolumen bei einer Anleiheemission

Einsatz von Corporate Finance-Beratungen

Einer Nutzung alternativer Finanzierungsformen steht aus Sicht der meisten Unternehmen vielfach noch ein unzureichendes Wissen über die geeigneten Finanzierungsinstrumente entgegen. So glaubt die Mehrzahl (62%) der Befragten, dass mittelständische Unternehmen in der Regel darüber keine ausreichende Transparenz besitzen. Dies erklärt auch, dass zwei Drittel (67%) der Teilnehmer den Einsatz externer Corporate Finance-Beratungen als hilfreich erachten und fast die Hälfte der Befragten (44%) solche „Financial Advisors“ bereits nutzen. Besonders deren Fach- und Marktkenntnis, die für eine höhere Markttransparenz sorgt, wird dabei geschätzt. Ebenso werden die vorhandenen Erfahrungen und Kontaktnetzwerke sowie die moderierende Funktion in Verhandlungen positiv hervorgehoben. Überwiegend werden Corporate Finance-Beratungen in speziellen Finanzierungssituationen mit hoher Komplexität eingesetzt (vgl. Abbildung 26).

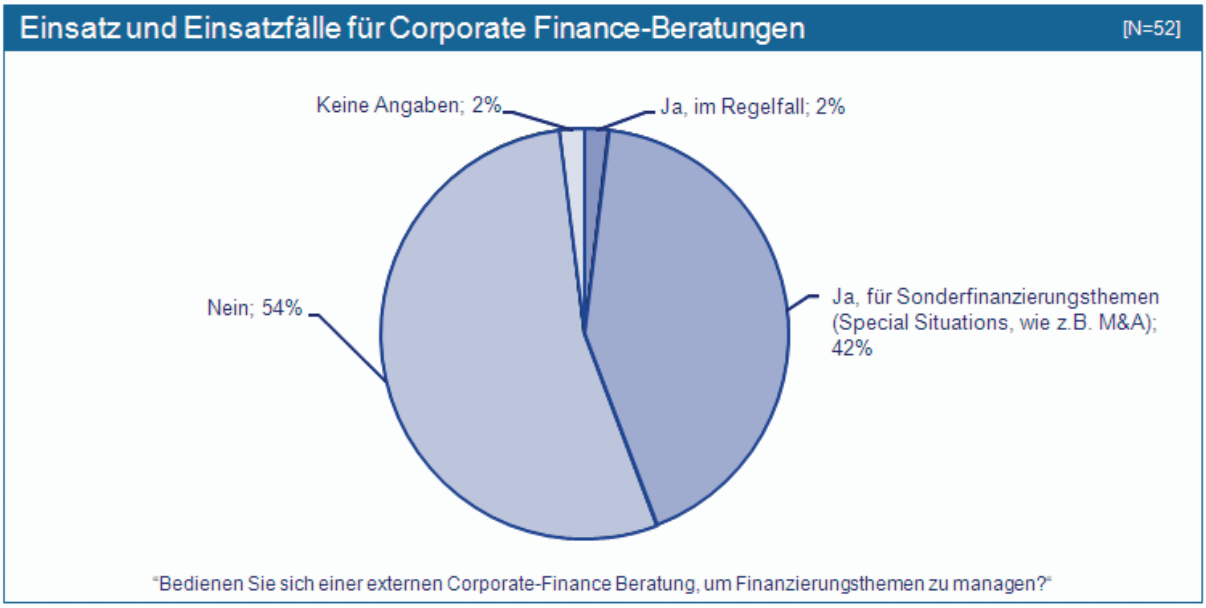

Abbildung 26: Einsatz und Einsatzfälle für Corporate Finance-Beratungen

Es wird jedoch auch Kritik am Einsatz dieser Dienstleister geäußert, etwa bezüglich einer in Einzelfällen mangelnden Neutralität der Beratung und eines zu geringen Fokus auf Absicherung. Der notwendige Zeitaufwand, um beim externen Partner das erforderliche Wissen über das eigene Unternehmen aufzubauen, schlägt zum Teil ebenfalls negativ zu Buche. Gerade in stark gründerorientierten Unternehmen ist zudem eine generelle Ablehnung beratender Dienstleistungen zu verzeichnen – ein Teilnehmer formulierte im vertiefenden Gespräch zuspitzend: „Im Mittelstand kann man immer alles alleine.“ Vor allem sehen die Befragten die Höhe der anfallenden Kosten und in Einzelfällen eine ausgeprägte „Gebühren-Orientierung“ von Corporate Finance-Beratungen kritisch, ebenso wie die oftmals mangelnde Bereitschaft zu stärker erfolgsbezogener Vergütung.

Zunehmende Bedeutung eines strategischen Finanzierungsmanagements

Angesichts der für mittelständische Unternehmen weiter wachsenden Volatilitäten im Unternehmensumfeld wächst auch die Bedeutung einer strategischen Ausrichtung des Finanzierungsmanagements. Hier zeigt die Befragung ein deutliches Defizit: Fast die Hälfte (48%) der Teilnehmer sind der Meinung, dass mittelständische Unternehmen in der Regel nicht über ein auf der Unternehmensstrategie basierendes Finanzierungsmanagement verfügen und damit die zur Verfügung stehenden Alternativen im Sinne der Unternehmensstrategie heute noch nicht voll ausschöpfen. Angesichts der Potenziale und Möglichkeiten ergibt sich daraus in vielen mittelständischen Unternehmen Handlungsbedarf im Hinblick auf ein auf umfassender Markttransparenz basierendes, strategiegeleitetes und langfristiges Finanzierungsmanagement.

Erschließung neuer Finanzierungsformen

Ein wichtiges Element bei der Weiterentwicklung von Finanzierungsstrukturen ist die Erschließung neuer Finanzierungsformen. So gehen 92% der Teilnehmer davon aus, dass innovative Finanzierungsinstrumente künftig im Finanzierungsmix mittelständischer Unternehmen eine größere Rolle spielen werden (vgl. Abbildung 27). Fast einhellig (96%) stimmen die befragten Unternehmen der Aussage zu, dass sich mittelständische Unternehmen zunehmend auch für bankenunabhängige Finanzierungsformen öffnen werden. Dass sich mittelständische Unternehmen stärker am Kapitalmarkt orientieren sollten und eine Unternehmensanleihe dazu ein geeigneter erster Schritt ist, wird, wie oben erwähnt, von 69% der Teilnehmer unterstützt. 64% stimmen auch der Aussage zu, dass eine über ein Börsensegment wie Bondm begebene Unternehmensanleihe für ihr Unternehmen eine interessante Finanzierungsmöglichkeit wäre. In der Zusammenschau wird deutlich, welche Weichenstellungen mittelständische Unternehmen künftig vornehmen wollen. Im weiterentwickelten, diversifizierten Finanzierungsmix kann auch die Unternehmensanleihe ein wichtiger Baustein der Mittelstandsfinanzierung werden.

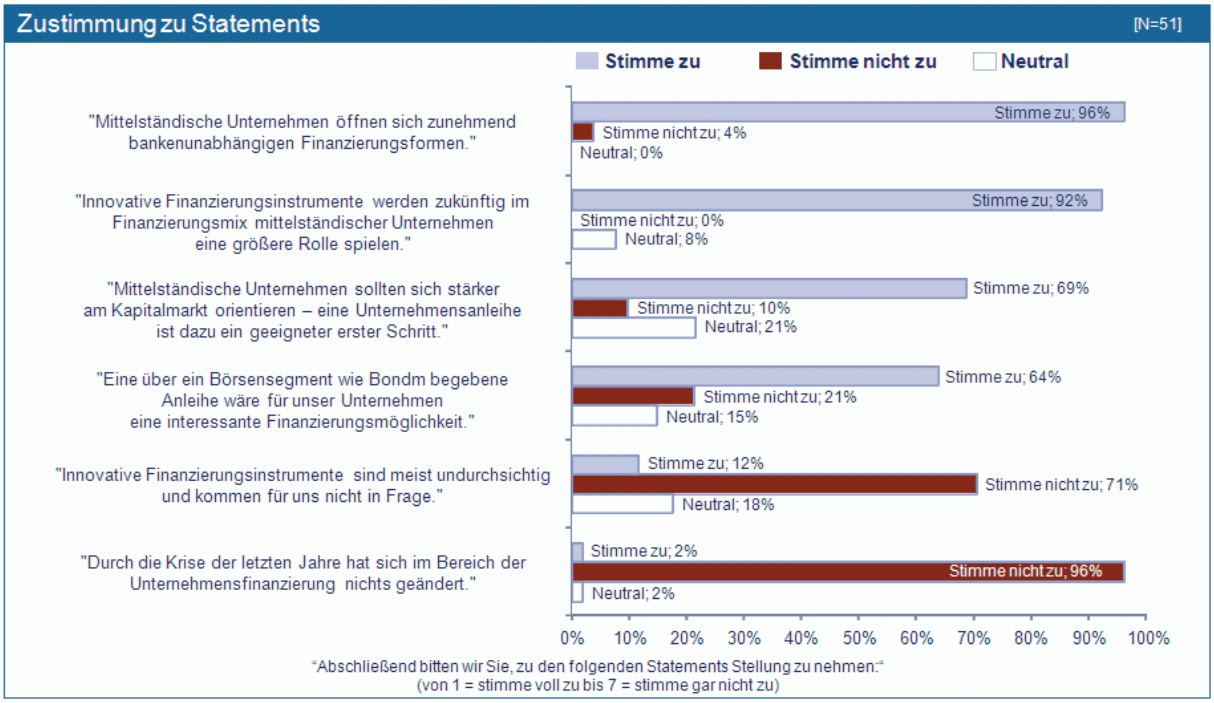

Abbildung 27: Zustimmung zu Statements

7. Ausblick

Unter dem zunehmenden Druck aus einem immer volatileren Marktumfeld ist zu erwarten, dass ein strategisches Management für mittelständische Unternehmen im Vergleich zu heute zukünftig von größerer Bedeutung sein wird. Bezogen auf die Unternehmensfinanzierung wird es insbesondere notwendig sein, das Finanzierungsmanagement stärker als bisher in vollen Einklang mit der Unternehmensstrategie zu bringen, um den Brückenschlag zwischen „Langfristorientierung“ und „kurzfristiger Reaktionsfähigkeit“ zu bewältigen.

Vorwärtsgewandt spielen hier anzunehmenderweise übergeordnete Fragen des „Resilienzmanagements“ eine größere Rolle, der Fähigkeit also, unerwartete und bestandsgefährdende Ereignisse größeren Ausmaßes als Unternehmen nicht nur durch eine gestärkte Schockresistenz zu „überleben“, sondern damit sogar konstruktiv und wertschöpfend umgehen zu können. Dies betrifft auch die Anforderungen an das Finanzierungsmanagement, einerseits die notwendigen Mittel für Wachstumsphasen bereitzustellen und andererseits auch im Falle von konjunkturellen Rückschlägen eine stabile, sichere und kontextadäquate Versorgung mit dem notwendigen Kapital zu gewährleisten.

Viele mittelständische Unternehmen haben in der Konsequenz bereits ihre Bemühungen verstärkt, alternative Finanzierungsformen für sich zu erschließen und arbeiten daran, ihren Finanzierungsmix weiter zu diversifizieren bzw. zu stabilisieren. Innovative Finanzierungsinstrumente wie die Unternehmensanleihe können hier, wie in der vorliegenden Studie gezeigt, ihre Beiträge dazu leisten, die Finanzierung mittelständischer Unternehmen für die Zukunft wachstumssicherer und krisenfester zu gestalten.

Notizen

Impressum

Herausgeber
Boerse Stuttgart AG
Börsenstraße 4
70174 Stuttgart
Tel.: +49 711 222985-0
www.boerse-stuttgart.de
Amtsgericht Stuttgart HRB Nr. 21060

Autoren
Seidenschwarz & Comp. GmbH, Starnberg
Prof. Dr. Burkhard Pedell, Lehrstuhl Controlling, Universität Stuttgart

Kontakt
Dirk Kruwinnus (Projektleitung), EUWAX AG
Tel.: +49 711 222985-731
Sacha Rezzadori, Seidenschwarz & Comp. GmbH
Tel.: +49 8151 99 88 77
Prof. Dr. Burkhard Pedell, Lehrstuhl Controlling, Universität Stuttgart
Tel.: +49 711 685-83170
Allgemeine Anfragen: presse@boerse-stuttgart.de