



„Kapitalmarktorientierung und Finanzierung mittelständischer Unternehmen“



DEUTSCHES AKTIENINSTITUT



Inhalt

Vorwort	4
Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	6
1 Mittelstandsfinanzierung vor neuen Herausforderungen	10
2 Das deutsche Finanzsystem im Wandel	12
3 Kapitalmarktfähigkeit im deutschen Mittelstand	16
3.1 Eigenschaften bereits börsennotierter Unternehmen	17
3.2 Potenzial kapitalmarktfähiger Mittelständler in Deutschland	24
4 Kapitalmarktorientierung im deutschen Mittelstand	32
4.1 Aufbau und Ziel der Erhebung	33
4.2 Finanzmarktkrise macht Finanzierung zum strategischen Faktor	34
4.3 Finanzierungsverhalten im Mittelstand	35
4.4 Kapitalmarktorientierung spiegelt unsichere Wirtschaftslage wider	40
4.5 Börsengänge im Mittelstand: Ziele, Vorbehalte und Wissenstand	44
4.6 Was macht kapitalmarktorientierte Unternehmen aus?	47
4.7 Der Faktor Können: Qualitative Börsenreife	51
4.8 Qualitative Börsenreife und Kapitalmarktorientierung der „Idealkandidaten“	53
5 Fazit	60



Vorwort

Trotz zunehmender Unsicherheiten über die weitere konjunkturelle Entwicklung ist die deutsche Wirtschaft im Vergleich zu anderen Industrienationen gut aufgestellt. Eindeutiger Beleg hierfür ist die weltweite Nachfrage nach deutschen Produkten. Dabei sind es nicht nur die großen Gesellschaften, die sich durch ihre hohe Wettbewerbsfähigkeit auszeichnen, sondern auch die zahlreichen mittelständischen Unternehmen. Der Mittelstand, der mehr als 99 Prozent aller deutschen Unternehmen umfasst und fast zwei Drittel aller sozialversicherungspflichtigen Erwerbstätigen beschäftigt, bildet ohne Frage das Rückgrat der deutschen Volkswirtschaft.

Damit dies so bleibt, benötigt der Mittelstand auch künftig ausreichende Finanzierungsmittel. Ihm steht dazu prinzipiell die gesamte Palette der Finanzierungsmöglichkeiten offen – also auch Finanzierungen jenseits des Bankkredits und unter Nutzung der Kapitalmärkte. Gerade der Börsengang als „Königsdisziplin“ der Finanzierungstechniken bietet die Möglichkeit, Eigenkapital aufzunehmen, um damit unternehmerisches Wachstum zu finanzieren oder Produktideen zur Marktreife zu bringen. Aber nicht nur das: Die Börsennotiz macht unabhängiger von anderen Finanzierungsquellen – auch in kritischen Marktsituationen. In der Hochphase der Finanzmarktkrise konnten sich insbesondere börsennotierte Unternehmen über den Kapitalmarkt mit oftmals dringend benötigtem Eigenkapital versorgen. 2009 war geradezu ein „Jahr der Kapitalerhöhungen“.

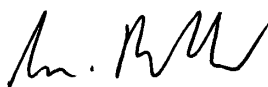
Der Börsengang kann zudem mit zahlreichen weiteren Vorteilen verbunden sein. Börsennotierte Unternehmen bestätigen regelmäßig, dass sich mit dem Schritt auf das Börsenparkett Image und Bekanntheitsgrad verbessert hätten. Zudem erhöht die Börsennotiz nicht nur das Verhandlungsgewicht gegenüber anderen externen Kapitalgebern, sondern die finanzielle und unternehmerische Flexibilität insgesamt.

Um einen Börsengang zu realisieren, müssen auch im Mittelstand regelmäßig zwei Dinge zusammenkommen: die „objektive“ Börsenfähigkeit und der „subjektive“ Wille, den Sprung aufs Parkett zu wagen. Beide Aspekte behandelt die vorliegende Studie. Sie untersucht zum einem das Potenzial börsenfähiger mittelständischer Unternehmen in Deutschland, zum anderen analysiert sie die Einstellung des deutschen Mittelstandes gegenüber dem Börsengang sowie anderen Kapitalmarktinstrumenten, wie z.B. der Unternehmensanleihe. Die Potenzialanalyse basiert dabei auf einer Untersuchung von Prof. Dr. Christoph Kaserer, TU München. Die Analyse der Motive wurde vom Deutschen Aktieninstitut durchgeführt.


Es zeigt sich, dass die Anzahl der deutschen börsennotierten Unternehmen deutlich gesteigert werden könnte, denn das Potenzial prinzipiell börsenfähiger Unternehmen ist mit immerhin rund 1.250 Mittelständlern beachtlich. Andererseits bestätigt die Studie die viel zitierte Skepsis des Mittelstands gegenüber Kapitalmarkt und Börse. Mehr denn je ist es also notwendig, durch gezielte Aufklärungsarbeit bestehende Missverständnisse über die Börsen- und Kapitalmarktfinanzierung auszuräumen und diesbezügliche Ängste abzubauen. Vielleicht tragen die Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung dazu bei, in einigen der Unternehmen, die grundsätzlich wirtschaftlich börsenfähig und auch zur Transparenz gegenüber Kapitalgebern bereit sind, die Skepsis gegenüber dem Börsengang zu verringern.



Frank Gerstenschläger
Mitglied des Vorstands
Deutsche Börse AG



Michael Reuther
Mitglied des Vorstands
Commerzbank AG



Prof. Dr. Rüdiger von Rosen
Geschäftsführendes Vorstandsmitglied
Deutsches Aktieninstitut e.V.

Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse

Vorgehen und Methodik

Die vorliegende Studie untersucht sowohl Kapitalmarktfähigkeit als auch Kapitalmarktorientierung deutscher mittelständischer Unternehmen. Im ersten Teil wird ausgehend von den Charakteristika bereits börsennotierter Gesellschaften auf der Grundlage einer von Prof. Dr. Christoph Kaserer, TU München, durchgeführten Datenbankanalyse das Universum kapitalmarktfähiger Unternehmen abgesteckt. Diese rein quantitative Betrachtung wird im zweiten Teil der Studie durch die Auswertung einer Umfrage unter mittelständischen Firmen zu ihren Finanzierungsmotiven ergänzt, die vom Deutschen Aktieninstitut stammt. Darin werden das aktuelle Finanzierungsverhalten des Mittelstands sowie seine Einstellung zu kapitalmarktorientierten Finanzierungen näher untersucht.

Lehre aus der Krise: Stärkung von Liquidität und Eigenkapital ...

Die Finanz- und Wirtschaftskrise ist an den mittelständischen Unternehmen nicht spurlos vorübergegangen. Die meisten Umfrageteilnehmer benennen höhere Anforderungen der Banken für die Kreditvergabe als unmittelbare Krisenauswirkung. Dies hat bei einem Großteil der Mittelständler den Stellenwert von Finanzierungsaspekten als Teil der unternehmerischen Gesamtstrategie erhöht. An erster Stelle steht dabei für neun von zehn Unternehmen die Stärkung der Liquidität und/oder des Eigenkapitals.

... bei Rückgriff auf Altbewährtes: Innenfinanzierung und Bankkredit

Hieraus wird aber meist nicht der Schluss gezogen, die Finanzierung „neu“ zu erfinden. Vielmehr dominiert das „typisch mittelständische“ Finanzierungsmuster. Tragende Säule ist und bleibt die Innenfinanzierung. Der Bankkredit ist, trotz gestiegener Anforderungen der Kreditinstitute, bei externen Finanzierungen das Mittel der Wahl. Hingegen ist die Bedeutung anderer externer Finanzierungsmöglichkeiten entweder unverändert geblieben oder gesunken.

Hohes Potenzial an börsenfähigen Unternehmen einerseits trifft auf Skepsis gegenüber der Börse andererseits

Die Konzentration auf die Innenfinanzierung und den Bankkredit findet ihr Spiegelbild in der Zurückhaltung gegenüber dem Börsengang. Von den 303 Umfrageteilnehmern können sich 45 Unternehmen den Gang auf das Parkett grundsätzlich vorstellen. Das sind gut 15 Prozent. Neben der schon fast als „traditionell“ zu bezeichnenden Skepsis des Mittelstands gegenüber dem Börsengang dürften diese Zahlen auf das ungünstige Marktumfeld zum Zeitpunkt der Umfrage im Sommer 2011 zurückzuführen sein, was auch zu einer erheblichen Zahl von verschobenen bzw. abgesagten Börsengängen geführt hat. Dem steht ein Potenzial von 1.250 tendenziell börsenfähigen Mittelständlern gegenüber, wenn bestimmte Schwellenwerte bezüglich des Jahresumsatzes, des Umsatzwachstums und der Gesamtkapitalrendite zugrunde gelegt werden. Die geringe Börsenaffinität ist daher weniger auf das „Nicht-Können“ des Mittelstands als eher auf das „Nicht-Wollen“ zurückzuführen.

Wachstum und Rendite: Wichtige Treiber der Entscheidung zum Börsengang

Im Vorfeld des Börsengangs weisen die Unternehmen i.d.R. ein hohes Wachstum und eine hohe Gesamtrendite auf. Daran zeigt sich, dass der Börsengang insbesondere der Wachstumsfinanzierung dient. Dieses Ergebnis der Datenbankanalyse wird von der Umfrage unter den Mittelständlern bestätigt: Herausragendes Motiv, einen Börsengang ins Auge zu fassen, ist die Finanzierung von internem und externem Wachstum. Dementsprechend sind wachstumsstarke Unternehmen dem Börsengang gegenüber besonders aufgeschlossen. Hierzu passt, dass ein anderes herausragendes Motiv die Stärkung der Eigenkapitalquote ist, denn Eigenkapital bildet als Risikopuffer häufig die Voraussetzung, unternehmerische Wagnisse überhaupt erst einzugehen.

Unternehmensgröße: Gefühletes, kein tatsächliches Hindernis des Börsengangs

Die (zu) geringe Unternehmensgröße wird von den Umfrageteilnehmern als wichtigstes Argument gegen den Börsengang genannt. Das Ergebnis der Datenbankanalyse zeigt hingegen, dass der Börsengang auch relativ kleinen Unternehmen offen steht. Betrachtet man die Börsengänge der letzten Jahre, so hatte das durchschnittliche Unternehmen lediglich eine Bilanzsumme von 30 Mio. Euro. Immerhin ein Viertel dieser Unternehmen hatte einen Umsatz von weniger als zehn Mio. Euro.

Transparenz ja, Mitsprache eher nein

Die geringe Kapitalmarktorientierung basiert auch darauf, dass sich Mittelständler gegenüber anderen Teilhabern vergleichsweise wenig aufgeschlossen zeigen. Doch sind sie weithin bereit, im Umgang mit externen Kapitalgebern Transparenz zu üben. Dementsprechend gut zeigen sich die Mittelständler auf potenzielle Transparenzanforderungen selbst der internationalen Kapitalmarktteilnehmer vorbereitet. Beispielsweise ist der Anteil der Unternehmen, die über eine Rechnungslegung nach IAS/IFRS und eine externe Unternehmensbewertung verfügen, relativ hoch. Börsengänge, die bei einem besseren Kapitalmarktklima wieder möglich sein dürften, sollten daher nicht an der „technischen“ Börsenfähigkeit der befragten Unternehmen scheitern.

1 Mittelstandsfinanzierung vor neuen Herausforderungen

Obwohl sich das traditionell bankenorientierte deutsche Finanzsystem in den letzten Jahren deutlich in Richtung Kapitalmarktorientierung entwickelt hat, ist der Bankkredit für den Mittelstand weiterhin primäre externe Finanzierungsquelle.¹ Die aktuellen Entwicklungen zeigen aber, wie wichtig es sein kann, diese starke Bankenorientierung auf den Prüfstand zu stellen. So bleibt abzuwarten, wie die Staatsschuldenkrise den Spielraum der Banken beeinträchtigen wird, weiterhin im gewohnten Umfang Kredite für den Mittelstand bereitzustellen. Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass die verschärften Eigenkapitalvorschriften „Basel III“, die bis Ende 2018 von den Kreditinstituten umzusetzen sind, Kreditverfügbarkeit und Kreditkonditionen beeinflussen werden. Wenn es der Wettbewerb zulässt, werden die Banken die höheren Eigenkapitalkosten an die Kunden weitergeben, was die Kreditbereitstellung verteuern dürfte. Auch ist denkbar, dass schlechtere Bonitäten nur noch unter erschwerten Bedingungen überhaupt einen Kredit erhalten werden.

Diese Aspekte sprechen dafür, dass der Mittelstand seine Finanzierungsbasis erweitern und die Abhängigkeit von der Hausbank reduzieren sollte, um weiterhin in Wachstum, Innovationen und Beschäftigung investieren zu können. Eine Möglichkeit, diesen Herausforderungen zu begegnen, ist eine stärkere Inanspruchnahme kapitalmarktorientierter Finanzierungsinstrumente. Dazu gehört auch der Börsengang. Hierbei stellen sich aber grundsätzlich zwei Fragen: Was macht die Kapitalmarktfähigkeit eines Unternehmens überhaupt aus? Wie ist der deutsche Mittelstand gegenüber kapitalmarktorientierten Finanzierungen eingestellt?

Die vorliegende Studie möchte auf diese beiden Fragen Antworten geben. Während in Kapitel 2 die gestiegene Kapitalmarktorientierung des deutschen Finanzsystems als Ganzes skizziert wird, analysiert Kapitel 3, welche Voraussetzungen die Unternehmen für den Börsengang „idealtypisch“ mitbringen sollten. Aussagekräftige Kriterien sind insbesondere das Umsatzvolumen, die Bilanzsumme, die Höhe der Eigenkapitalquote und die Rentabilität, für die auf der Basis einer Datenanalyse bereits börsennotierter Unternehmen Richtwerte geschätzt werden. Anhand dieser Richtwerte wird daraufhin das Universum börsenreifer, aber bislang noch nicht börsennotierter mittelständischer Unternehmen abgesteckt. Während Kapitel 3 die Fähigkeit zum Börsengang analysiert, wird in Kapitel 4 der Frage nachgegangen, ob der deutsche Mittelstand überhaupt willens ist, den Börsengang als Finanzierungsalternative in Erwägung zu ziehen. Auf der Basis einer Umfrage unter 10.000 mittelständischen Unternehmen wird sowohl das allgemeine Finanzierungsmuster als auch die Einstellung zur Kapitalmarktfinanzierung und zum Börsengang untersucht.

¹ Siehe bspw. KfW Bankengruppe: Unternehmensbefragung 2011, Frankfurt a.M. 2011, S. 79ff.

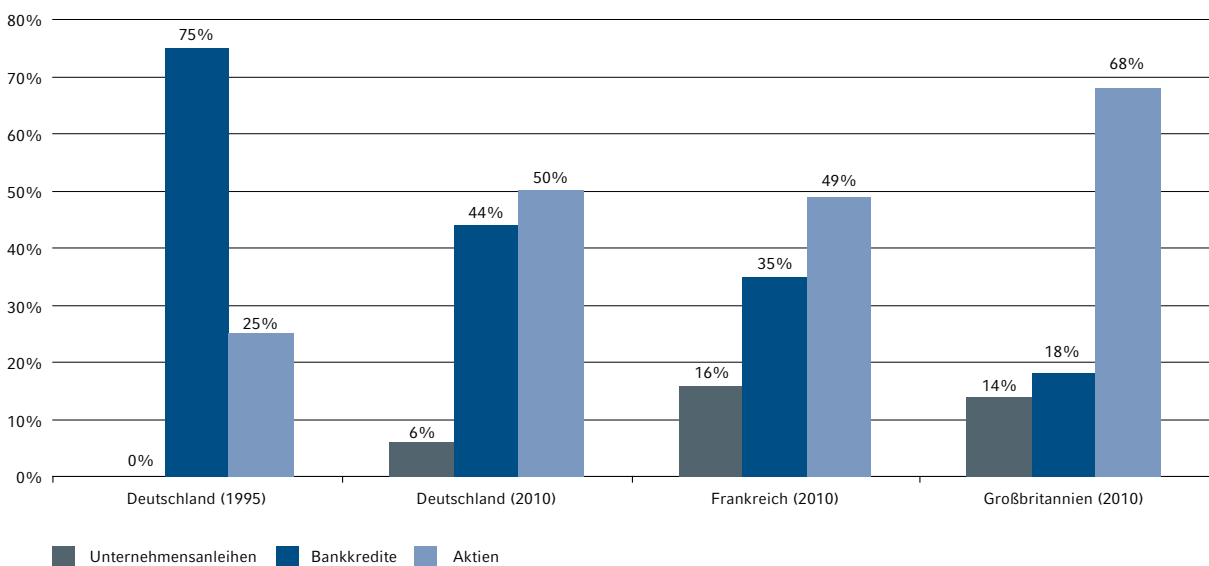
2 Das deutsche Finanzsystem im Wandel

Das deutsche Finanzsystem hat sich in den letzten 25 Jahren grundlegend verändert. Ausdruck dieses Wandels ist das absolute und relative Wachstum der Kapitalmärkte im Allgemeinen und der Märkte für Risikokapital im Besonderen. Dahinter steht unter anderem ein nachhaltiger Trend zur Verbriefung bzw. Desintermediation, der trotz einer Unterbrechung durch die Finanzmarktkrise weiter anhält.

Vor dem Hintergrund der traditionell sehr stark bankbasierten Unternehmensfinanzierung in Deutschland ist zwar der Bankkredit nach wie vor von zentraler Bedeutung als Finanzierungsquelle deutscher Unternehmen, diese ist aber im Vergleich zu anderen Instrumenten über die Zeit gesunken. So ersetzen Unternehmen auf der Fremdkapitalseite verstärkt den traditionellen Bankkredit durch andere Instrumente wie etwa die Unternehmensanleihe. Gleichzeitig ist die Bedeutung von Eigenkapital-

instrumenten im Durchschnitt spürbar gestiegen. Beleg dieser Entwicklung ist der Anstieg des Anteils von Aktien und Unternehmensanleihen in der Unternehmensfinanzierung im Vergleich zum Bankkredit im Zeitraum von 1995 bis 2010. Abbildung 1 zeigt den Bestand an Unternehmenskrediten zuzüglich des Umlaufs an Unternehmensanleihen; beides gemeinsam kann als Maß für die Größe des Marktes für Fremdkapitalfinanzierung herangezogen werden. Gleichzeitig wurde die Marktkapitalisierung inländischer börsennotierter Gesellschaften als Maß für die Größe des Marktes für Eigenkapitalfinanzierung herangezogen. Während der Bestand an Unternehmenskrediten im Jahre 1995 noch etwa dreimal so hoch war wie die Börsenkapitalisierung inländischer Gesellschaften, lagen im Jahr 2010 beide ungefähr gleichauf. Zudem ist, wenn auch geringer, die Bedeutung von Unternehmensanleihen gestiegen.

Abbildung 1: Anteil verschiedener Finanzierungsquellen am gesamten Markt für Unternehmensfinanzierung



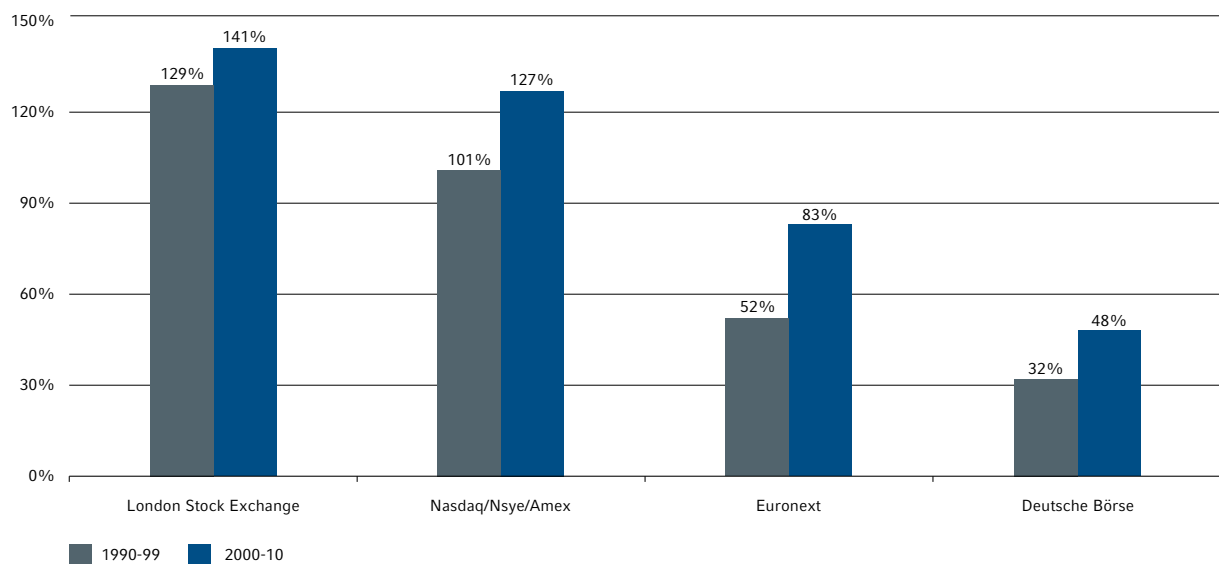
Quelle: Bundesbank, EZB, DAI, eigene Berechnungen

Trotz stärkerer Fokussierung auf den Kapitalmarkt unterscheidet sich die hiesige Unternehmensfinanzierung immer noch deutlich von jener in angelsächsischen Finanzsystemen. Beispielsweise liegt in Großbritannien das Volumen der ausgereichten Unternehmenskredite nur geringfügig über dem der umlaufenden Unternehmensanleihen. Beide gemeinsam erreichen gerade die Hälfte der Marktkapitalisierung der börsennotierten Gesellschaften. Im Hinblick auf die relative Bedeutung von Eigenkapital- zu Fremdkapitalfinanzierung sind die Verhältnisse in Deutschland und Frankreich hingegen sehr ähnlich, allerdings mit dem großen Unterschied, dass die Unternehmensanleihe in Frankreich bei der Fremdkapitalfinanzierung derzeit noch eine wesentlich größere Rolle spielt als in Deutschland.

Die wachsende Bedeutung von externem Eigenkapital in der Finanzierung deutscher Unternehmen wird auch an

dem Verhältnis zwischen der Marktkapitalisierung inländischer Emittenten und dem Bruttoinlandsprodukt deutlich (siehe Abbildung 2). Dieser Wert ist in Deutschland, ebenso wie in anderen kontinentaleuropäischen Volkswirtschaften mit Ausnahme der Schweiz und den Niederlanden, traditionell niedrig. Allerdings hat sich diese Kennziffer in Deutschland von durchschnittlich 32 Prozent in den 90er Jahren auf 48 Prozent im Zeitraum von 2000 bis 2010 erhöht.² Hierbei handelt es sich um einen globalen Trend, wie man an der Entwicklung in den anderen betrachteten Ländern sieht.

Abbildung 2: Marktkapitalisierung inländischer börsennotierter Unternehmen in Prozent des Bruttoinlandsprodukts für verschiedene Börsenplätze und Zeiträume



Quelle: DAI, IMF, OECD, WFE, eigene Berechnungen

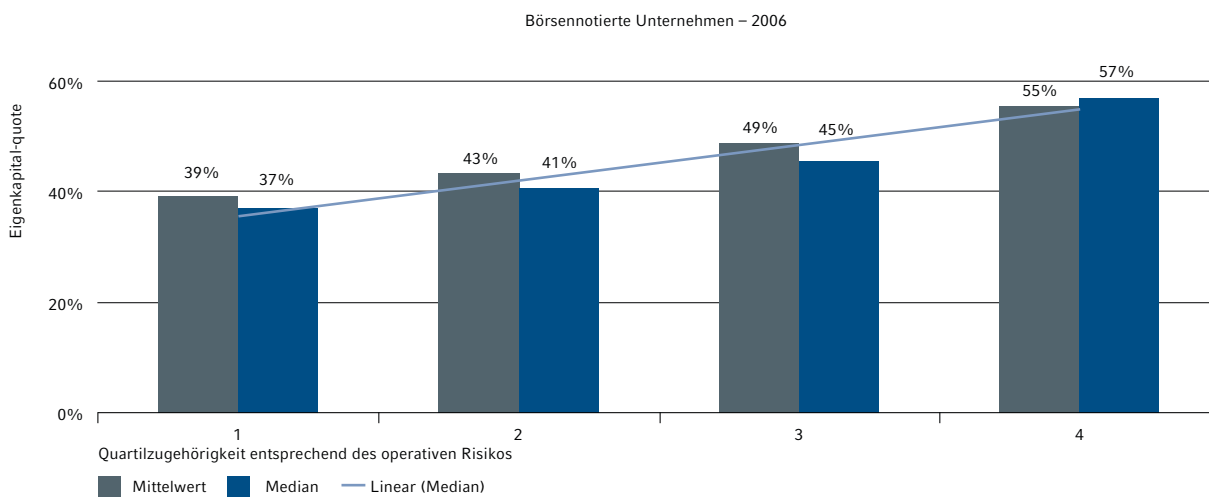
² Da seit Ende der 90er Jahre viele der in Deutschland bestehenden Überkreuzverflechtungen zwischen börsennotierten Unternehmen aufgebrochen wurden, unterschätzt die hier aufgemachte Rechnung das tatsächliche Wachstum der Eigenkapitalmärkte noch.

Welche Faktoren für diesen globalen Trend ausschlaggebend sind, ist eine schwierig zu beantwortende Frage. Eine Rolle spielen die Bemühungen vieler, insbesondere kontinentaleuropäischer Länder, die kapitalgedeckte Altersvorsorge zu stärken. Für Deutschland jedenfalls gilt, dass das Wachstum der Eigenkapitalmärkte von einem Wachstum der Anlagevolumina im Bereich der Altersvorsorge begleitet wird.

Aber auch andere Faktoren sind wichtig: So gehen die erhöhten Eigenkapitalanforderungen im Bankensektor tendenziell einher mit steigenden Kreditzinsen. Ebenso sind die Transparenzanforderungen und Mitspracherechte der Kreditinstitute gegenüber ihren Kunden heute wesentlich höher, als sie es noch vor zehn Jahren waren. Beides sollte dazu führen, dass die Attraktivität der Kreditfinanzierung im Vergleich zur Kapitalmarktfinanzierung abnimmt.³

Schließlich sollte nicht vergessen werden, dass sich der Unternehmenssektor gerade in den entwickelten Volkswirtschaften insoweit gewandelt hat, als dass technologischer Fortschritt und Innovationen eine immer größere Rolle spielen. Mikroökonomisch geht damit ein höheres geschäftspolitisches Risiko einher, welches tendenziell zu höheren Eigenkapitalquoten führen sollte. In der Tat lässt sich empirisch nachweisen, dass die Eigenkapitalquote positiv mit dem geschäftspolitischen Risiko korreliert (siehe Abbildung 3). Im Umkehrschluss heißt dies, dass ein erschwerter Eigenkapitalzugang die Innovationskraft der Unternehmen reduzieren könnte.

Abbildung 3: Bilanzielle Eigenkapitalquote und operatives Risiko als Standardabweichung der Gesamtkapitalrendite (EBIT normiert über die Bilanzsumme)



³ Diese Argumente können auch erklären, warum der Markt für Unternehmensanleihen ebenfalls ein deutliches Wachstum aufweist.

3 Kapitalmarktfähigkeit im deutschen Mittelstand

Die Analyse „idealtypischer“ Eigenschaften kapitalmarkt- bzw. börsenfähiger Unternehmen erfolgt in mehreren Schritten. Erstens werden bereits börsennotierte Unternehmen untersucht, um entsprechende Gemeinsamkeiten zu ermitteln. Dabei werden Unterschiede zwischen den Transparenzstandards berücksichtigt. In einem zweiten Schritt werden sowohl Eigenschaften als auch quantitatives Potenzial kapitalmarktfähiger Unternehmen im deutschen Mittelstand bestimmt. Dabei wird zunächst auf die Kapitalmarktfähigkeit im weiteren Sinne abgestellt; wesentliches Kriterium ist hier die Unternehmensgröße. Die Kapitalmarktfähigkeit im engeren Sinne umfasst hingegen weitere Kriterien, z. B. den Jahresumsatz, die aus der Analyse der Charakteristika bereits börsennotierter Unternehmen gewonnen wurden.

3.1 Eigenschaften bereits börsennotierter Unternehmen

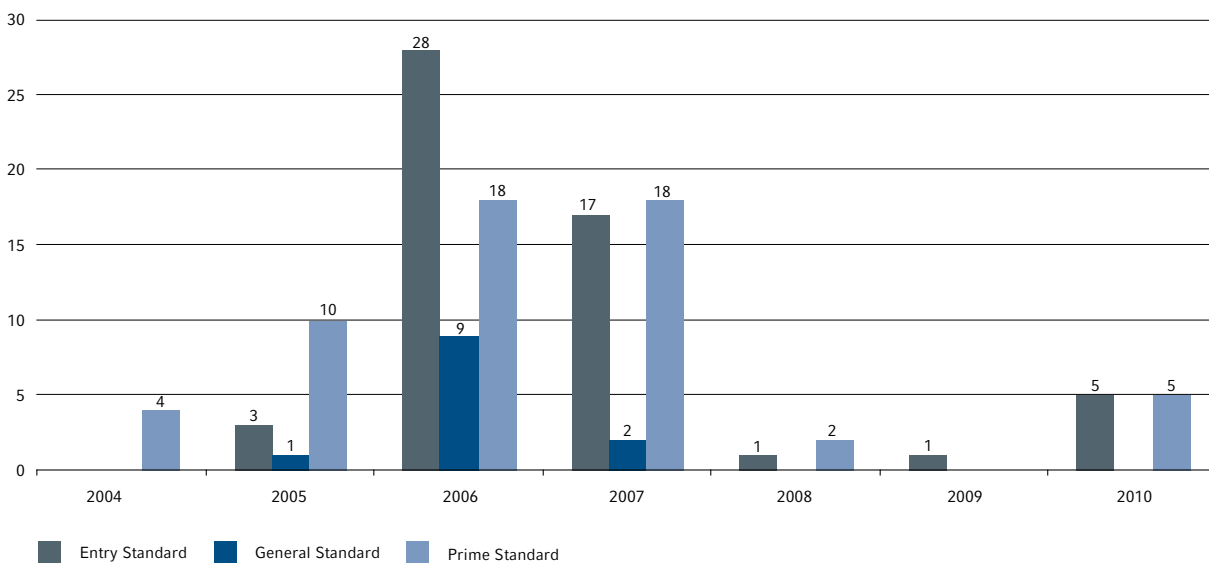
Zur Bestimmung typischer Merkmale bereits börsennotierter Unternehmen werden auf Basis der Datenbank Amadeus (www.bvdep.com/de/Amadeus.html) alle Neuemissionen im Entry, General und Prime Standard der Deutschen Börse in den Jahren 2004 bis 2010 unter-

sucht. Für diese Börsengänge wurden für bis zu drei Jahre vor dem IPO Daten zu verschiedenen Unternehmenscharakteristika erhoben. Insgesamt konnten 124 Neuemissionen berücksichtigt werden, von denen sich 57 Unternehmen für einen IPO im Prime Standard entschieden haben, im General Standard fanden zwölf und im Entry Standard 55 Neuemissionen statt.

Die Börsengänge waren nicht konstant über die Zeit verteilt, vielmehr wechselten sich Phasen mit besonders vielen und besonders wenigen Börsengängen ab. Die mit Abstand meisten Börsengänge fanden in den Jahren 2006 und 2007 statt. Seit Beginn der Finanzmarktkrise hat sich die Zahl der Neuemissionen deutlich reduziert. Von 2008 bis 2010 gab es insgesamt nur 14 Börsengänge. Im Jahr 2011 deutete sich eine Erholung an, die allerdings von der aktuellen Staatsschuldenkrise im Sommer 2011 unterbrochen wurde.

Interessanterweise scheint der General Standard als Segment für IPOs an Popularität zu verlieren (siehe Abbildung 4). Seit 2008 fand in diesem Transparenzstandard kein IPO eines deutschen Unternehmens mehr statt.

Abbildung 4: Neuemissionen pro Jahr nach Transparenzstandard



Quelle: DBAG, eigene Berechnungen

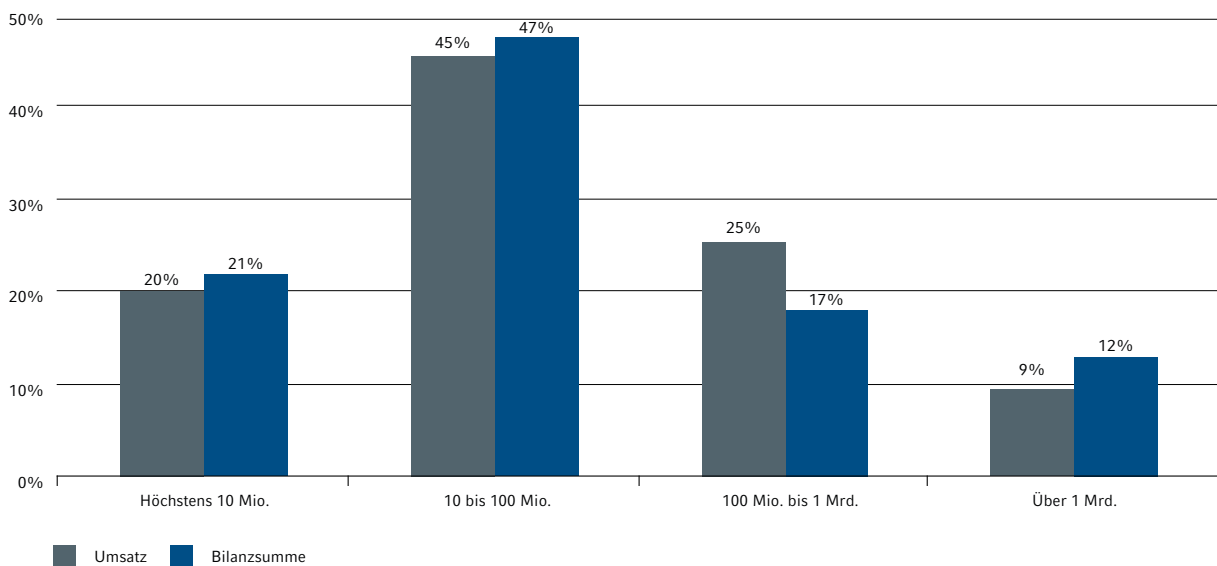
Überwiegend wachstumsstarke Unternehmen gehen an die Börse

Im ersten Schritt werden die Charakteristika der neu an die Börse gegangenen Unternehmen betrachtet. Dabei wird auf den Umsatz, die Bilanzgröße, die Rentabilität, die Eigenkapitalquote sowie das Umsatzwachstum im Jahr vor dem IPO abgestellt.

Die durchschnittliche Bilanzsumme der betrachteten IPOs betrug im Jahr vor dem Börsengang ca. 250 Millionen Euro. Der Median der Bilanzsumme liegt mit ca. 30 Millionen Euro deutlich niedriger (siehe Abbildung 5). Dieser Unterschied ist auf einige sehr große Börsengänge im Betrachtungszeitraum zurückzuführen. Mit einer Bilanzsumme von annähernd drei Milliarden Euro im Jahr vor dem IPO zählten hierzu die Wacker Chemie AG und MTU Aero Engines AG. Diesen wenigen großen IPOs stehen mehrere sehr kleine Neuemissionen gegenüber. So gab es im Betrachtungszeitraum zum Beispiel zwei Unternehmen mit einer Bilanzsumme von unter einer Million Euro und 17 Unternehmen mit einer Bilanzsumme von unter zehn Millionen Euro.

Ein ähnliches Bild ergibt sich auch für die Umsatzvolumina der betrachteten Unternehmen. Unternehmen mit mehr als zehn Millionen, aber weniger als 100 Millionen Euro Jahresumsatz bzw. Bilanzsumme im Jahr vor dem Börsengang machen den größten Anteil aus. Betrachtet man das 25-Prozent-Quantil⁴ des Umsatzes, so ergibt sich ein Wert von etwas mehr als zehn Millionen Euro. Somit haben 75 Prozent der Unternehmen im Jahr vor dem Börsengang mehr als zehn Millionen Euro Jahresumsatz aufgewiesen.

Abbildung 5: Verteilung von Umsatz und Bilanzsumme bei IPOs



Quelle: Amadeus, eigene Berechnungen

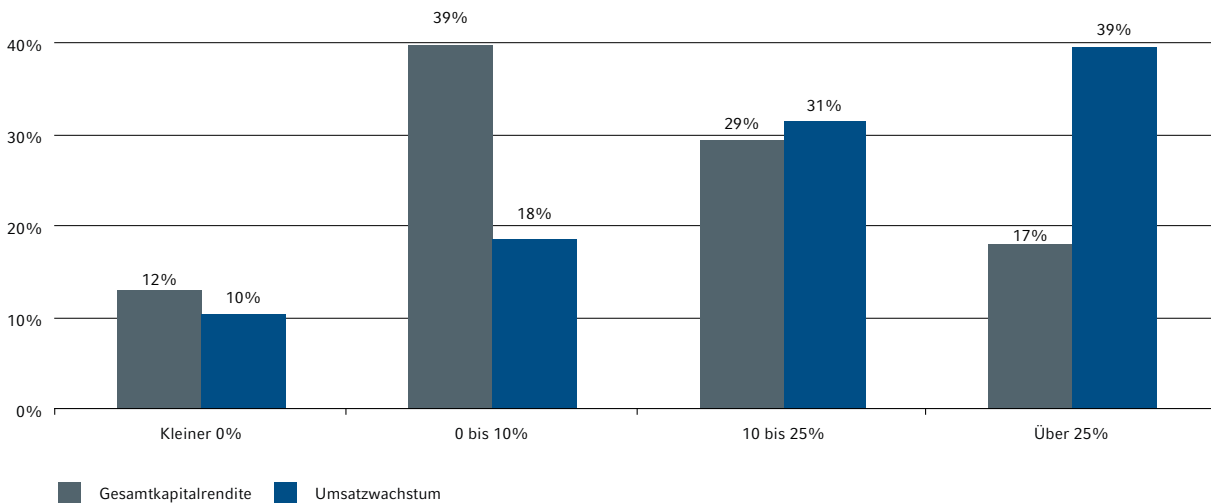
⁴ Bringt man alle Unternehmen in einer Stichprobe in Abhängigkeit von einer Variablen (z.B. Bilanzsumme) in eine Rangordnung, so gibt der Median jenen Wert an, welcher die Stichprobe genau in zwei Hälften teilt, also den Variablenwert jenes Unternehmens, welches in der Rangfolge genau in der Mitte aller betrachteten Unternehmen steht. Das 25-Prozent-Quantil gibt hingegen den Variablenwert jenes Unternehmens an, welches in der Rangfolge so weit unten steht, dass gerade noch 25 Prozent der betrachteten Unternehmen einen noch kleineren Wert aufweisen.

Unternehmen, die sich für einen Börsengang entschieden haben, waren überwiegend rentabel (siehe Abbildung 6). Nur ca. zehn Prozent der Unternehmen wiesen im Jahr vor dem Börsengang einen Verlust aus. Die durchschnittliche Gesamtkapitalrendite über alle betrachteten Neuemissionen betrug 13 Prozent; der Median lag bei rund zehn Prozent. Bezüglich des Umsatzwachstums ergibt sich ein ähnliches Bild. Lediglich zehn Prozent der Unternehmen hatten im Jahr vor dem Börsengang rückläufige Umsatzzahlen. Dem stehen 40 Prozent der Unternehmen gegenüber, deren Umsatz um mehr als 25

Prozent gestiegen ist. Der Mittelwert des Umsatzwachstums liegt bei 30 Prozent und der Median bei 20 Prozent.

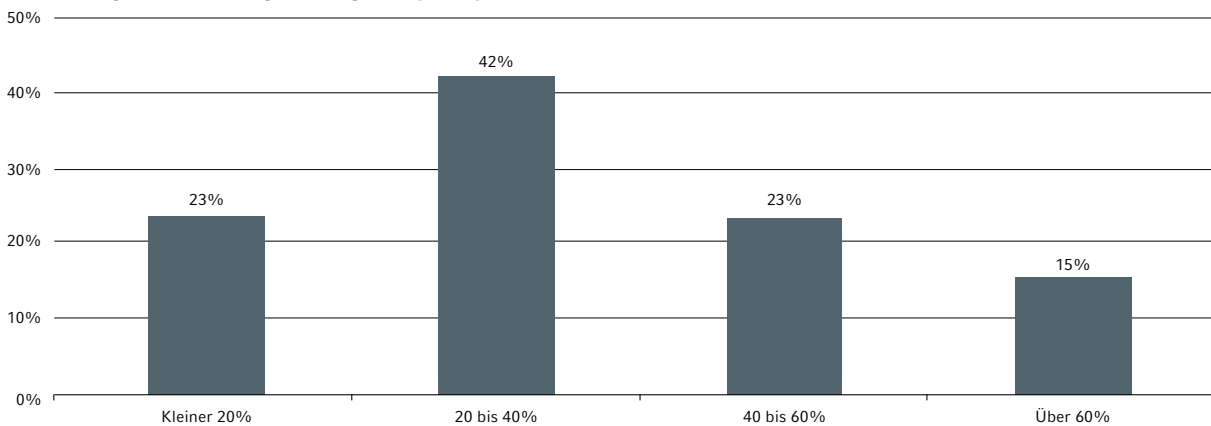
Die Eigenkapitalquote, gemessen als Buchwert des Eigenkapitals geteilt durch die Bilanzsumme, lag sowohl im Durchschnitt als auch im Median bei rund 30 Prozent (siehe Abbildung 7). Die meisten Unternehmen hatten Eigenkapitalquoten zwischen 20 und 40 Prozent im Jahr vor dem Börsengang. Lediglich zehn Prozent der Unternehmen hatten eine Eigenkapitalquote von über 60 Prozent.

Abbildung 6: Verteilung der Gesamtkapitalrendite und des Umsatzwachstums im Jahr vor dem IPO



Quelle: Amadeus, eigene Berechnungen

Abbildung 7: Verteilung der Eigenkapitalquote



Quelle: Amadeus, eigene Berechnungen

Börsengang bei geringem Umsatz möglich

Die im letzten Abschnitt betrachteten Kennzahlen werden nun in Abhängigkeit vom gewählten Transparenzstandard dargestellt. Dabei wird zwischen Entry/General einerseits und Prime Standard andererseits unterschieden. Die Unternehmen des General und Entry Standard werden zusammengefasst, da die Zahl der Neuemissionen im General Standard im betrachteten Zeitraum sehr gering war und sich die Unternehmen auch hinsichtlich bestimmter Kriterien, z.B. Unternehmensgröße, nur geringfügig voneinander unterscheiden.

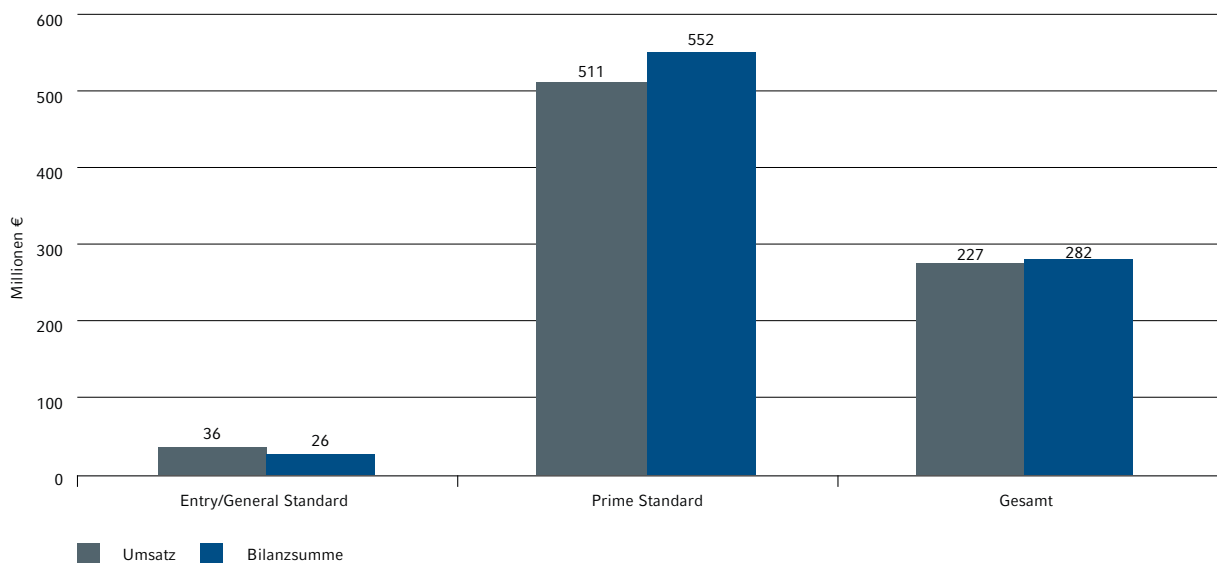
Es überrascht nicht, dass Neuemissionen im Prime Standard um ein Vielfaches größer sind als jene im Entry oder General Standard (siehe Abbildung 8). So betrug sowohl der durchschnittliche Umsatz als auch die durchschnittliche Bilanzsumme im Jahr vor dem Börsengang bei den Prime Standard-Unternehmen ca. 500 Millionen Euro. Der Median bzw. das 25-Prozent-Quantil der beiden Kenngrößen lag mit ca. 100 bzw. 50 Millionen Euro deutlich unter dem Mittelwert. Im General/Entry Standard waren sowohl der durchschnittliche Umsatz mit ca. 35 Millionen Euro als auch die Bilanzsumme mit

ca. 25 Millionen deutlich kleiner. Die entsprechenden Werte für den Median (25-Prozent-Quantil) sind beim Umsatz mit ca. 20 Millionen (5 Millionen) Euro ebenfalls signifikant geringer. Ähnliche Werte ergeben sich für die Bilanzsumme.

Weniger eindeutig ist die Antwort auf die Frage, welche Unterschiede sich bei Rentabilität, Eigenkapitalquote und Umsatzwachstum ergeben. Auf den ersten Blick wäre insbesondere bei Unternehmen im Entry Standard eine niedrigere Rentabilität zu erwarten, da der Anteil von jungen Unternehmen, die sich noch in der Expansionsphase befinden, höher sein sollte.

Überraschenderweise sind die Unterschiede in der Gesamtkapitalrendite relativ klein. Unternehmen, die den Entry oder General Standard wählten, hatten eine durchschnittliche Gesamtkapitalrendite von elf Prozent im Jahr vor dem Börsengang; bei denjenigen im Prime Standard betrug dieser Wert 13 Prozent (siehe Abbildung 9). Diese Unterschiede sind so gering, dass man unter statistischen Gesichtspunkten nicht von einem Rentabilitätsunterschied ausgehen kann.

Abbildung 8: Durchschnittlicher Umsatz und Bilanzsumme nach Transparenzstandard



Quelle: Amadeus, eigene Berechnungen

„Mit dem Börsengang haben wir die optimalen Voraussetzungen geschaffen, um unser Wachstum zu forcieren und zukünftige Chancen wahrnehmen zu können. Die Eigenkapitalerhöhung und eine Rückführung der Verschuldung haben unsere Finanzlage deutlich verbessert“.

Udo Müller, Vorsitzender des Vorstands Ströer Out-of-Home Media AG

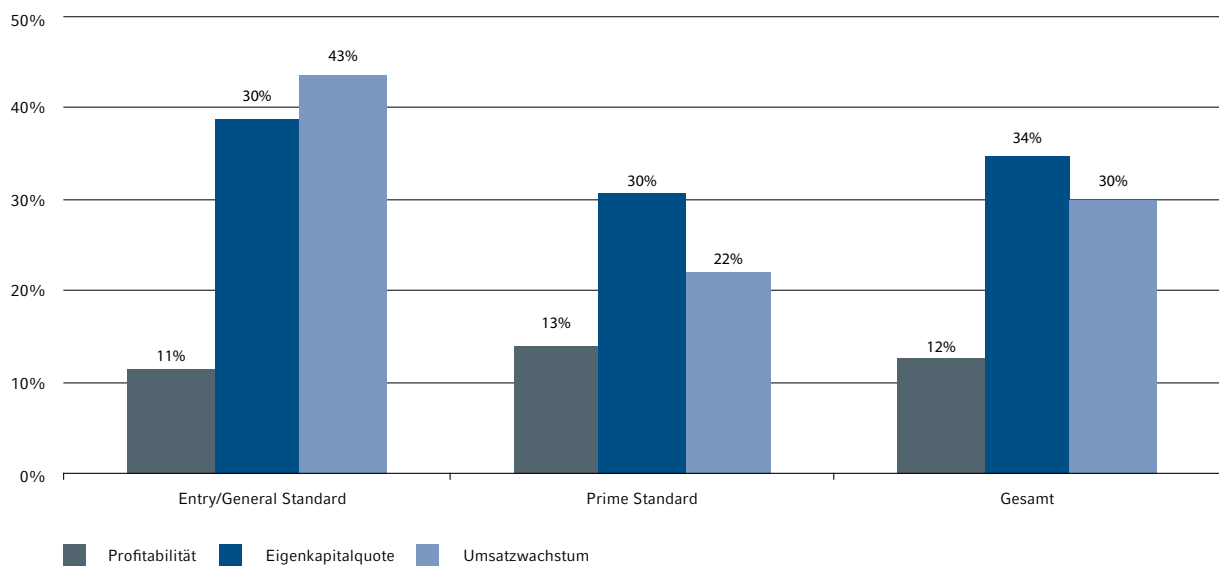
Die Aktie der Ströer Out-of-Home Media AG, Spezialist für alle Werbeformen, die außer Haus zum Einsatz kommen, ist seit Juli 2010 im Prime Standard der Deutschen Börse notiert. Bei einem Konzernumsatz von 531,3 Mio. Euro (2010) beschäftigt die Ströer-Gruppe zirka 1.700 Mitarbeiter.

Der Prime Standard ist das höchste Qualitätssegment an der Deutschen Börse innerhalb der EU-regulierten Marktsegmente. Emittenten müssen einen Wertpapierprospekt erstellen und im Vergleich zum General Standard noch höhere Transparenzanforderungen erfüllen. Dazu gehören u. a. die Vorlage von Quartalsfinanzberichten, ein Reporting auch in englischer Sprache sowie regelmäßige Analystenkonferenzen.

Hingegen sind die Unterschiede bei der Eigenkapitalquote deutlich. Während die Eigenkapitalquote im Entry/General Standard bei knapp 40 Prozent lag, war der entsprechende Wert mit ca. 30 Prozent im Prime Standard deutlich geringer. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass die Geschäftsmodelle der kleineren Unternehmen des Entry und General Standard weniger etabliert sind und sie dementsprechend ein größeres Unternehmensrisiko aufweisen als diejenigen des Prime Standard. Allerdings unterscheiden sich die Unternehmen weder dem Alter noch ihrer Branchenzugehörigkeit nach; dies würde eher erwarten lassen, dass sich auch die Eigenkapitalquote ähnelt.

Der Blick auf das Umsatzwachstum stützt dagegen wieder die erste Vermutung (siehe Abbildung 9), denn es ist bei Börsengängen im Entry oder General Standard deutlich höher als bei Börsengängen im Prime Standard. Dies spricht dafür, dass die Unternehmen, die den Entry oder General Standard anvisieren, noch am Ausbau ihres Geschäftsmodells arbeiten und insofern ein höheres Unternehmensrisiko aufweisen können.

Abbildung 9: Gesamtkapitalrendite, Eigenkapitalquote und Umsatzwachstum nach Transparenzstandards



Quelle: Amadeus, eigene Berechnungen

Entwicklung der Unternehmen vor dem Börsengang

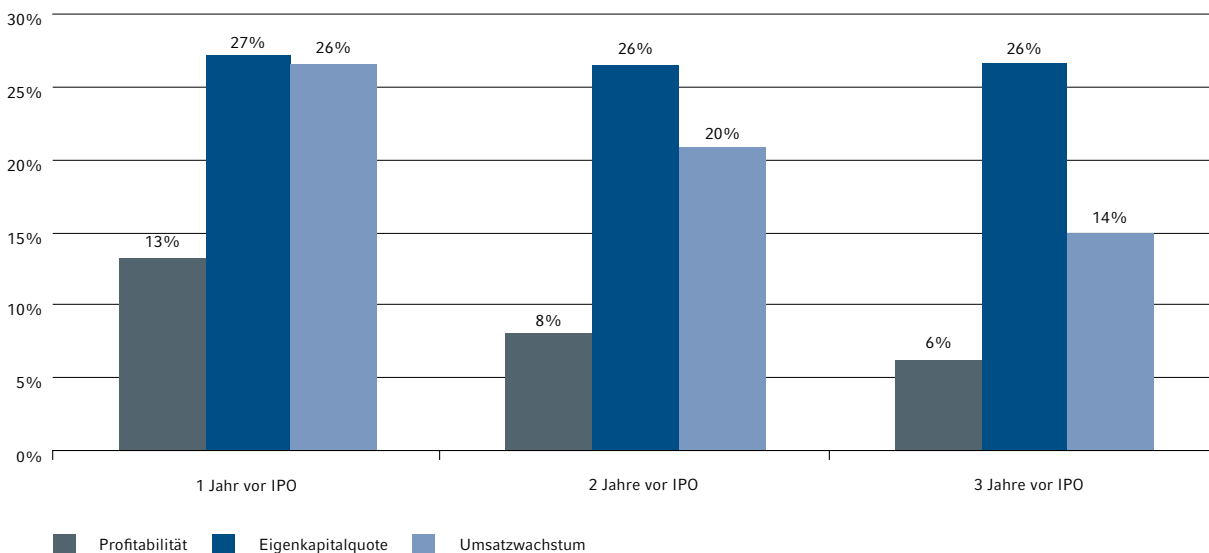
Schließlich wird untersucht, wie sich wichtige betriebswirtschaftliche Kennzahlen der Unternehmen in den Jahren vor dem Börsengang entwickelt haben. Da die Datenverfügbarkeit für nicht börsennotierte Unternehmen beschränkt ist, werden höchstens drei Jahre vor dem Börsengang berücksichtigt.⁵ Dabei wird auf die Entwicklung der Rentabilität, der Eigenkapitalquote und des Umsatzwachstums eingegangen.

Sowohl die zeitliche Entwicklung des Umsatzes als auch der Bilanzsumme deuten darauf hin, dass Unternehmen in den beiden Jahren vor dem Börsengang ein deutliches Wachstum aufweisen (Abbildung 10). So stieg der durchschnittliche Umsatz der Unternehmen in den beiden Jahren vor dem Börsengang um jeweils über 20 Prozent. Auch die Bilanzsumme ist im Durchschnitt in diesem Zeitraum gestiegen, allerdings mit geringeren Raten. Dieser Befund stützt die naheliegende Vermutung, dass der Börsengang der Wachstumsfinanzierung dient. Es wird

aber auch deutlich, dass ein Teil dieses Wachstums bereits im Vorfeld stattfindet.

Ebenfalls fällt auf, dass die Unternehmen in den drei Jahren vor dem IPO deutlich profitabler geworden sind (Abbildung 10). So war die Gesamtkapitalrendite im Jahr vor dem Börsengang im Durchschnitt mehr als doppelt so hoch wie drei Jahre vor dem Börsengang. Der deutlichste Anstieg der Gesamtkapitalrendite fand im Jahr vor dem Börsengang statt. Daraus folgt, dass Unternehmen, die sich für den Börsengang entscheiden, eine Phase mit überdurchschnittlich starkem Gewinnwachstum hinter sich haben. Dies kann zum Einen in der individuellen Entwicklung des Unternehmens begründet sein. Zum Anderen hat es auch etwas mit der allgemeinen Marktentwicklung zu tun. Börsengänge sind – wie oben angedeutet – nicht gleichmäßig über die Zeit verteilt, sondern konzentrieren sich auf Phasen mit hohen Börsenbewertungen. Die Eigenkapitalquote ist hingegen in den Jahren vor dem Börsengang relativ konstant.

Abbildung 10: Entwicklung von Gesamtkapitalrendite, Eigenkapitalquote und Umsatzwachstum in den Jahren vor dem IPO



Quelle: Amadeus, eigene Berechnungen

⁵ Um die Vergleichbarkeit der Daten sicherzustellen, werden dabei nur die Unternehmen betrachtet, für welche Daten für alle drei Jahre vor dem Börsengang vorliegen.

3.2 Potenzial kapitalmarktfähiger Mittelständler in Deutschland

Nachdem im vorangegangenen Abschnitt bestimmte Charakteristika der Unternehmen zum Zeitpunkt ihres Börsengangs herausgearbeitet wurden, soll jetzt aufbauend auf diesen Erkenntnissen analysiert werden, welche Unternehmen in Deutschland als kapitalmarktfähig bezeichnet werden können.

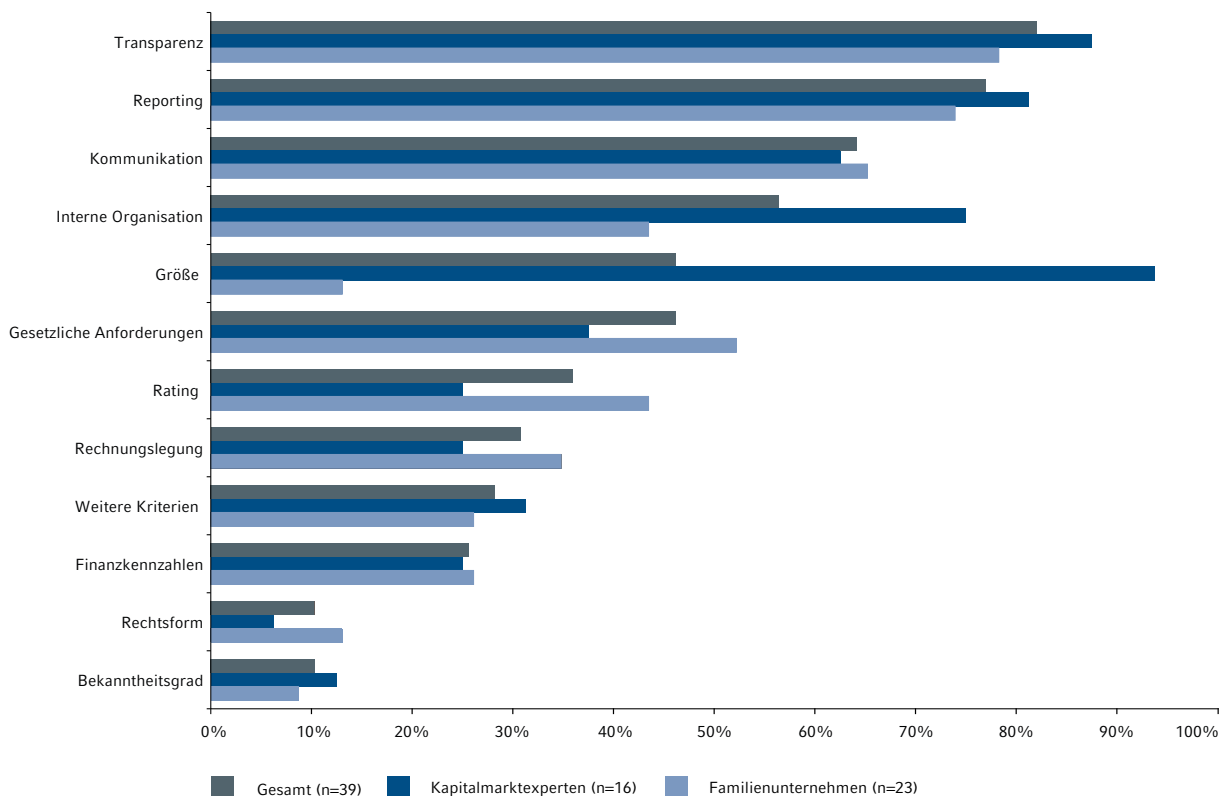
Kapitalmarktfähigkeit im weiteren Sinne

Im ersten Schritt muss dafür der Begriff der „Kapitalmarktfähigkeit“ definiert werden. Dies ist jedoch nicht so einfach wie es scheint, denn es gibt kein einheitliches Verständnis darüber, woran Kapitalmarktfähigkeit letztlich festzumachen ist. Fest steht nur, dass ein Unternehmen dann als kapitalmarktfähig bezeichnet werden kann, wenn es – sofern es willens ist – in der Lage wäre, Finanzmittel am Kapitalmarkt durch die Ausgabe von

Eigen- oder Fremdkapitaltiteln zu nicht prohibitiven Konditionen zu beschaffen.

Eine ausführliche Auseinandersetzung mit dem Begriff der Kapitalmarktfähigkeit findet sich in Achleitner et al. (2011).⁶ Die dort dargelegten Überlegungen basieren auf Experteninterviews (siehe Abbildung 11). Dabei zeigt sich, dass neben einem quantitativen Kriterium, welches von den Experten in großer Übereinstimmung in der Unternehmensgröße gesehen wird, vor allem auch qualitative Kriterien eine Rolle spielen. Hierzu gehören insbesondere das Reporting des Unternehmens sowie seine Transparenz und Kommunikation. Auch der internen Organisation wird eine große Bedeutung bei der Beurteilung der Kapitalmarktfähigkeit eines Unternehmens beigemessen. Hingegen spielen gemäß dieser Befragung andere Kriterien wie das Vorhandensein eines Ratings, die Finanzkennzahlen oder die Rechtsform nur eine untergeordnete Rolle.

Abbildung 11: Kriterien der Kapitalmarktfähigkeit



Quelle: Achleitner/Kaserer/Günther/Volk (2011).

⁶ Achleitner/Kaserer/Günther/Volk (2011): Die Kapitalmarktfähigkeit von Familienunternehmen, verfügbar unter <http://ssrn.com/abstract=1791526>, hier S. 58ff

Aufgrund der überragenden Bedeutung des Größenkriteriums kann daher eine erste Eingrenzung der potenziell kapitalmarktfähigen Unternehmen erfolgen. Damit ist selbstverständlich noch nichts über deren Bereitschaft zu einem Börsengang oder über deren sonstigen Vorbereitungsstand gesagt, etwa im Hinblick auf Transparenz, Kommunikation oder interne Organisation. Das Größenkriterium bietet also nur eine äußerst weite Abgrenzung von Kapitalmarktfähigkeit. Eine schärfere Fassung würde die genaue Betrachtung des jeweiligen Einzelfalls einschließlich einer Befragung der Entscheidungsträger voraussetzen.

Verwendet man also die Unternehmensgröße als notwendige Bedingung für Kapitalmarktfähigkeit, so stellen sich unmittelbar zwei Fragen. Erstens: Wie wird Größe gemessen? Dafür würden sich der Umsatz, die Bilanzsumme oder auch die Zahl der Mitarbeiter anbieten. Es wurde hier der Umsatz des Jahres 2009 zugrunde gelegt, da dieses das letzte Geschäftsjahr ist, für das Bilanzdaten nicht börsennotierter Unternehmen in hinreichender Zahl vorliegen. Diese Bilanzdaten werden mittels der Datenbank Amadeus erhoben.

Die zweite Frage ist, ab welchem Umsatzvolumen man ein Unternehmen als potenziell kapitalmarktfähig betrachtet. Da es hierfür keinen absoluten Maßstab gibt, wird ein empirisch fundiertes Kriterium verwendet, das im ersten Teil dieser Studie ermittelt wurde (siehe Kapitel 3.1). Konkret wird ein Unternehmen dann als potenziell kapitalmarktfähig bezeichnet, wenn sein Umsatz mindestens das im vorangegangenen Abschnitt beschriebene 25-Prozent-Quantil der betrachteten Börsengänge erreicht. Hieraus ergibt sich ein Wert von (gerundet) zehn Millionen Euro. Für den Prime Standard liegt das entsprechende 25-Prozent-Umsatzquantil bei 50 Millionen Euro. Wir definieren diese Werte als kritische Schwellen dafür, dass ein Unternehmen als potenziell kapitalmarktfähig eingestuft werden kann.

Um aus der Stichprobe der in der Amadeus-Datenbank enthaltenen Unternehmen jene zu identifizieren, die als potenziell kapitalmarktfähig eingestuft werden können, werden neben der Unternehmensgröße noch zwei weitere Kriterien herangezogen. Erstens müssen diese ihren Firmensitz in Deutschland haben, da sich die hier vorliegende Studie nur auf deutsche Unternehmen bezieht.

Zweitens darf das Unternehmen kein anderes Unternehmen als Mehrheitseigentümer (d.h. ein Eigentümer hält mehr als 50 Prozent des stimmberechtigten Grundkapitals) haben. Letzteres schließt Tochtergesellschaften in Konzernstrukturen aus. Dies ist sinnvoll, da Tochtergesellschaften möglicherweise bereits über ihre Konzernmutter Zugang zur Börse haben. Und selbst wenn dies nicht der Fall ist, so verhindert diese Vorgehensweise eine Doppelzählung, da ein nicht börsennotierter Konzern nur als ein potenziell kapitalmarktfähiges Unternehmen gezählt werden soll. Schließlich ist zu beachten, dass kein Anspruch auf Vollständigkeit vorliegen kann, da nur Unternehmen der Datenbank Amadeus einbezogen werden.

10.000 Unternehmen sind kapitalmarktfähig im weiteren Sinne

Nach diesen Kriterien werden im Jahr 2009 knapp 10.000 Unternehmen als potenziell kapitalmarktfähig eingestuft. Davon würden rund 3000 Unternehmen die von uns definierte notwendige Voraussetzung für einen Börsengang im Prime Standard erfüllen, d.h. ihr Umsatz lag im Jahr 2009 über 50 Millionen Euro.

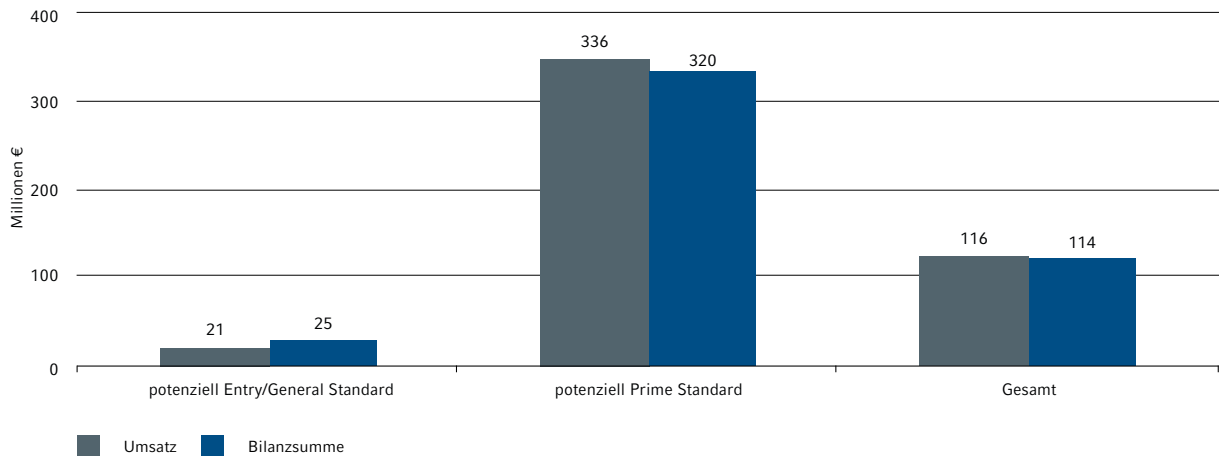
Nach der Identifizierung potenziell kapitalmarktfähiger Unternehmen sollen deren allgemeine Charakteristika beschrieben werden. Sowohl der durchschnittliche Umsatz als auch die durchschnittliche Bilanzsumme dieser Unternehmen liegen bei etwas über 100 Millionen Euro (siehe Abbildung 12). Der Median des Umsatzes (der Bilanzsumme) liegt bei ca. 25 Millionen (15 Millionen) Euro und ist somit deutlich geringer als der Mittelwert. Im Durchschnitt erwirtschaften diese Unternehmen eine Gesamtkapitalrendite von ca. acht Prozent und weisen eine Eigenkapitalquote von ca. 30 Prozent auf; die Medianwerte sind ähnlich und liegen bei sechs Prozent bzw. 28 Prozent.

Hingegen bestehen bezüglich der Rentabilität, der Eigenkapitalquote und des Umsatzwachstums zwischen den Entry/General- und Prime-Standard-fähigen Unternehmen relativ kleine Unterschiede (siehe Abbildung 13). Da sich diese Unternehmen weder hinsichtlich ihrer Branchenstruktur noch hinsichtlich ihres Alters deutlich unterscheiden, ist dieses Ergebnis nicht besonders überraschend.

Die Eigenkapitalquote der potentiellen Börsenkandidaten unterscheidet sich außerdem nur unwesentlich von der durchschnittlichen Eigenkapitalquote der weiter oben betrachteten Börsengänge. Die Gesamtkapitalrendite ist dagegen deutlich niedriger als die der schon börsennotierten Unternehmen, die in Kapitel 3.1 analysiert wurden (8 Prozent versus 13 Prozent). Dies erklärt sich daraus, dass hier als Abgrenzungskriterium für die Kapitalmarktfähigkeit im weiteren Sinne allein die Größe herangezogen wird. Wie oben diskutiert entscheiden sich Unternehmen – unabhängig von ihrer Größe – tendenziell eher dann für

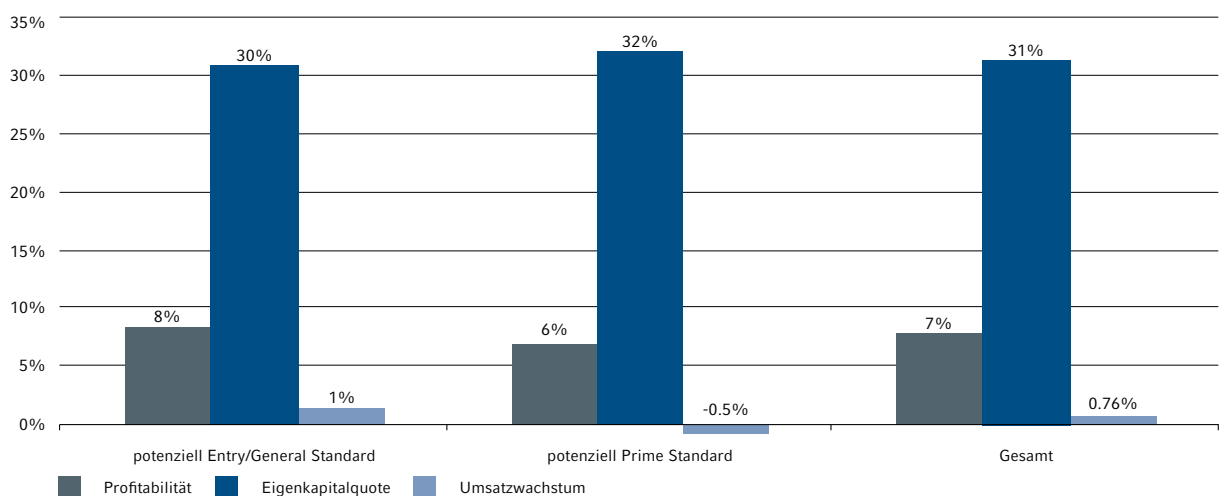
einen Börsengang, wenn ihre Rentabilität aufgrund individueller oder konjunktureller Umstände besonders hoch ist. Insoweit ist es nicht überraschend, dass die Rentabilität der 10.000 der Größe nach potenziell kapitalmarktfähigen Unternehmen deutlich niedriger liegt. Ähnlich starke Unterschiede finden sich für das Umsatzwachstum. Während dieses bei den Unternehmen, die sich tatsächlich für einen Börsengang entschieden haben, in der Größenordnung von 30 Prozent liegt, haben potenziell kapitalmarktfähige Unternehmen im Durchschnitt ein eher geringes Wachstum.

Abbildung 12: Durchschnittlicher Umsatz und Bilanzsumme potenziell kapitalmarktfähiger Unternehmen nach Transparenzstandardfähigkeit



Quelle: Amadeus, eigene Berechnungen

Abbildung 13: Gesamtkapitalrendite, Eigenkapitalquote und Umsatzwachstum potenziell kapitalmarktfähiger Unternehmen nach Transparenzstandard



Quelle: Amadeus, eigene Berechnungen

Im nächsten Schritt wird die Verteilung kapitalmarktfähiger Unternehmen über verschiedene Branchen untersucht (siehe Abbildung 14). Dabei wird die Brancheneinteilung anhand des wichtigsten Geschäftszweigs des Unternehmens und basierend auf einem für die Zwecke dieser Studie entwickelten Industrieschlüssel vorgenommen. Die mit Abstand meisten Unternehmen sind dem Handel zuzuordnen, gefolgt vom produzierenden Gewerbe. Die geringste Zahl von Unternehmen findet sich in der Chemie/Pharma-Branche.

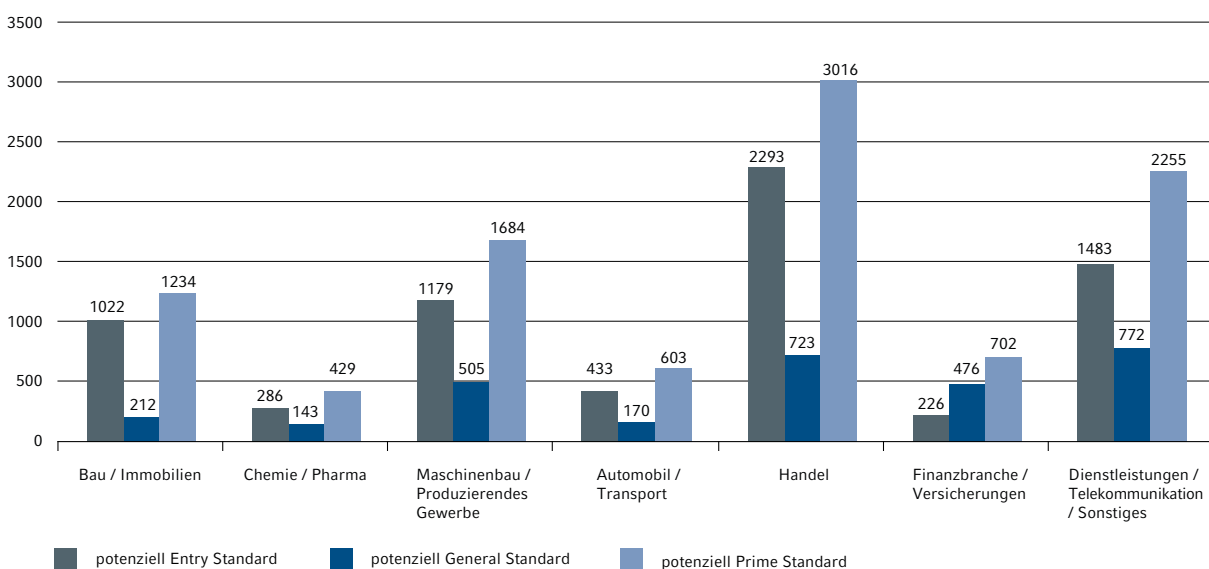
Kapitalmarktfähigkeit im engeren Sinne

Die Entscheidung für einen Börsengang ist zweifellos eine komplexe Abwägung der damit verbundenen Vor- und Nachteile. Welches Muster dieser Entscheidung zugrunde liegt, ist weder von der Wissenschaft noch von der Praxis völlig verstanden worden.⁷ Fest steht allerdings, dass einerseits Markteinflüsse, insbesondere das Bewertungsniveau und die Volatilität am Aktienmarkt, eine große Rolle spielen, andererseits aber natürlich auch die individuelle Situation des Unternehmens und seiner Eigentümer. Wie

die Ausführungen im Kapitel 4 zeigen, bilden dabei die Erwartungen im Hinblick auf zukünftiges Wachstum und zukünftigen Kapitalbedarf keinen zentralen Einflussfaktor. Vorbehalte gegen den Börsengang resultieren oftmals aus einem befürchteten Kontrollverlust.

Während im Kapitel 4 auf der Basis einer umfangreichen Befragung mittelständischer Unternehmen diese vielfältigen Dimensionen der Going-Public-Entscheidung untersucht werden, soll an dieser Stelle zunächst eine rein quantitative Analyse durchgeführt werden. Dazu werden Daten von Unternehmen, die sich für einen Börsengang entschieden haben, und solchen, die der Größe nach potenziell kapitalmarktfähig sind, kombiniert. Dabei wird im Gegensatz zur bisherigen Analyse nicht nur das Jahr 2009, sondern der gesamte Untersuchungszeitraum von 2004 bis 2009 betrachtet. Im Rahmen einer statistischen Analyse⁸ wird dabei versucht, die Entscheidung für einen Börsengang mit bestimmten Unternehmensmerkmalen – bezogen auf die Situation ein Jahr vor dem Börsengang – zu erklären.

Abbildung 14: Verteilung potenziell kapitalmarktfähiger Unternehmen über verschiedene Branchen



Quelle: Amadeus, eigene Berechnungen

⁷ Vgl. z.B. Benninga/Helmantel/Sarig (2005): The Timing of Initial Public Offerings, Journal of Financial Economics, 75, S. 115-132, Pástor/Veronesi (2005): Rational IPO Waves, Journal of Finance, 60, S. 1713-1757, und die dort angegebenen Quellen.

⁸ Konkret wurde mit dem Statistikprogramm STATA eine Probit-Regression mit geclusterten Standardfehlern durchgeführt.

Gemäß dieser Analyse haben die unternehmensspezifischen Faktoren, Jahresumsatz, Umsatzwachstum und Gesamtkapitalrendite, einen ökonomisch wie statistisch signifikanten Einfluss auf die Entscheidung für einen Börsengang. Diese Ergebnisse decken sich mit Erkenntnissen aus anderen Studien, wonach sich Unternehmen mit überdurchschnittlich guten Wachstums- und Ertragsenerwartungen bei entsprechend positiven Kapitalmarktbedingungen eher für einen Börsengang entscheiden. Dabei sollte aber nicht vergessen werden, dass neben diesen unternehmensspezifischen Merkmalen auch die Kapitalmarktbedingungen einen Einfluss auf die Going-Public-Entscheidung haben.

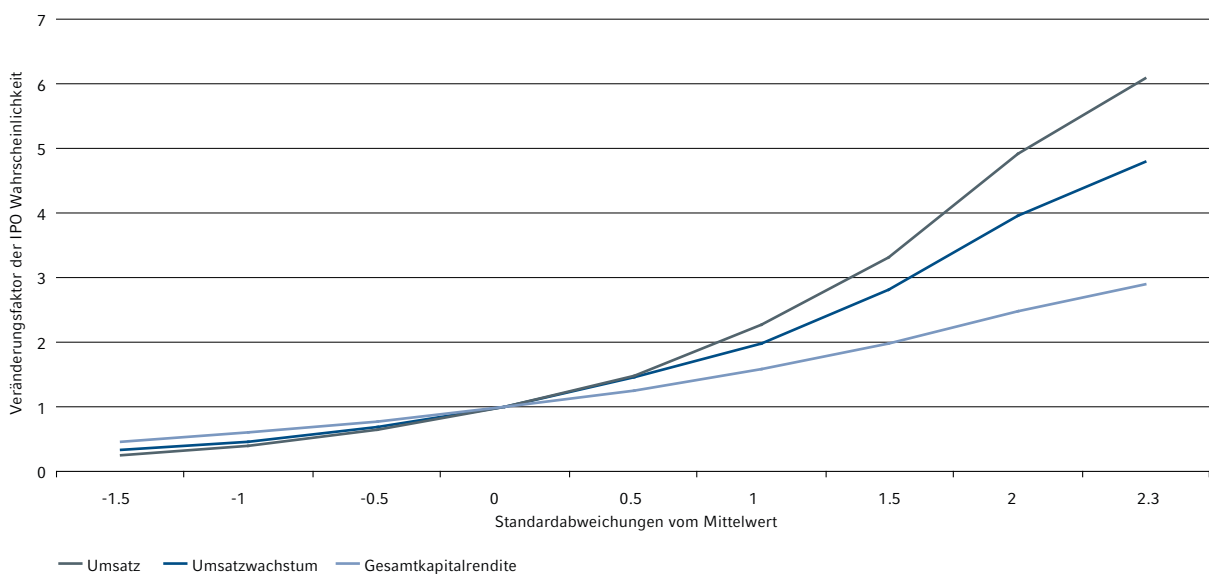
Auf der Grundlage der Ergebnisse der statistischen Analyse lässt sich ermitteln, wie groß der Einfluss etwa des Faktors Größe auf die Wahrscheinlichkeit eines Börsengangs ist. Abbildung 15 zeigt, dass für ein durchschnittliches Unternehmen ein Zuwachs des Umsatzes um eine Standardabweichung zu einer Verdoppelung der Wahrscheinlichkeit eines Börsengangs führt.

Einen ähnlich starken Einfluss haben auch das Umsatzwachstum und die Rentabilität.

Mehr als 1.000 Unternehmen sind kapitalmarktfähig im engeren Sinne

Auf diese Erkenntnisse aufbauend, können nun jene Unternehmen als kapitalmarktfähig im engeren Sinne definiert werden, die nicht nur die großemäßigen Voraussetzungen für einen Börsengang erfüllen, sondern bei denen auch im Hinblick auf ihre Wachstums- und Ertragsenerwartungen ein Börsengang eine ernsthafte Alternative darstellen würde. Aus der Menge der 10.000 im weiteren Sinne potenziell kapitalmarktfähigen Unternehmen (siehe oben) werden daher jene Unternehmen als kapitalmarktfähig im engeren Sinne bezeichnet, die sowohl bezogen auf ihre Gesamtkapitalrendite als auch auf ihr Umsatzwachstum nicht zu dem untersten Quartil gehören. Wendet man diesen Filter an, können rund 1.250 Unternehmen aus der Amadeus-Datenbank als kapitalmarktfähig im engeren Sinne gelten, wovon knapp 400

Abbildung 15: Einfluss von Größe, Umsatzwachstum und Rentabilität auf die Wahrscheinlichkeit eines Börsengangs



Quelle: Amadeus, eigene Berechnungen

Unternehmen auch die Voraussetzungen für einen Börsengang im Prime Standard erfüllen könnten. Damit ist selbstverständlich nichts darüber gesagt, bei wievielen dieser Unternehmen ein Börsengang etwa aufgrund der fehlenden Bereitschaft der Eigentümer grundsätzlich nicht in Frage kommt (siehe Kapitel 4).

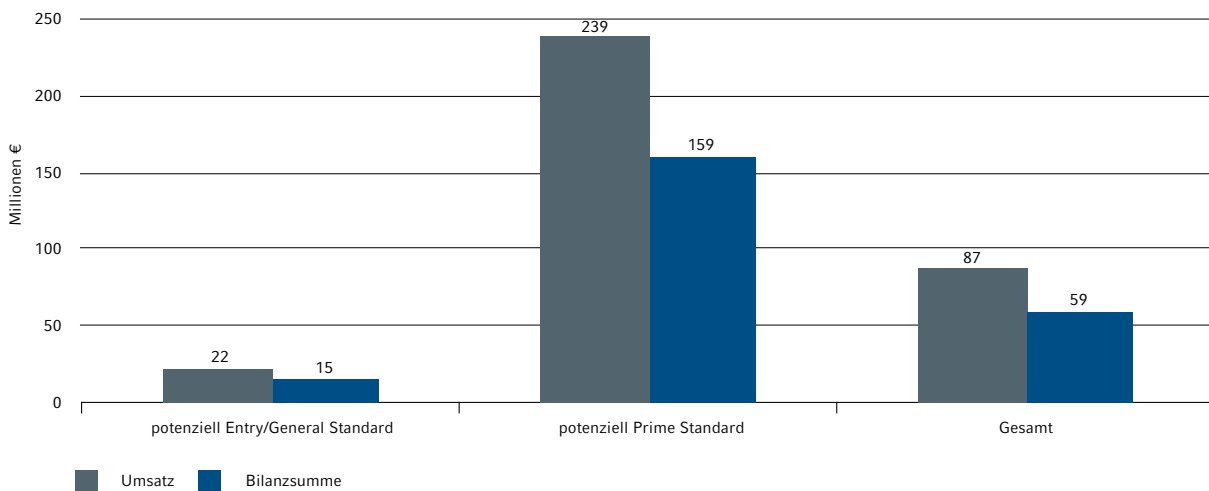
Selbstverständlich sind diese Grenzen willkürlich festgelegt. Unter der Annahme, dass die Unternehmen sowohl im Hinblick auf das Wachstums- als auch Rentabilitätskriterium besser sein sollten als der Durchschnitt aller potenziell kapitalmarktfähigen Unternehmen, wären nur noch rund 300 Unternehmen kapitalmarktfähig im engeren Sinne bzw. würden noch rund 100 Unternehmen die Voraussetzungen für den Prime Standard erfüllen.

Werden die im engeren Sinne kapitalmarktfähigen Unternehmen hinsichtlich ihres Jahresumsatzes verglichen, so fällt wiederum auf, dass es einen erheblichen Größenunterschied zwischen jenen Unternehmen gibt,

die grundsätzlich die Voraussetzungen für einen Börsengang im Entry/General Standard erfüllen könnten, und jenen, die die Voraussetzungen für einen Börsengang im Prime Standard erfüllen könnten (siehe Abbildung 16).

Bei dem Vergleich von Gesamtkapitalrendite, Eigenkapitalquote und Umsatzwachstum wird zunächst deutlich, dass die Gesamtkapitalrendite mit durchschnittlich 15 Prozent sehr hoch liegt, wobei es zwischen den Transparenzstandards kaum Unterschiede gibt (siehe Abbildung 17). Dasselbe gilt für das Umsatzwachstum, welches mit 36 Prozent ebenfalls ein hohes Niveau aufweist. Hingegen finden sich bei der Eigenkapitalquote im Vergleich zu Abbildung 13 kaum Unterschiede. Sie liegt sowohl bei den potenziell kapitalmarktfähigen als auch bei den im engeren Sinne kapitalmarktfähigen Unternehmen bei rund 30 Prozent. Hinsichtlich der Branchenverteilung lassen sich im Vergleich zu Abbildung 14 ebenfalls keine nennenswerten Unterschiede feststellen.

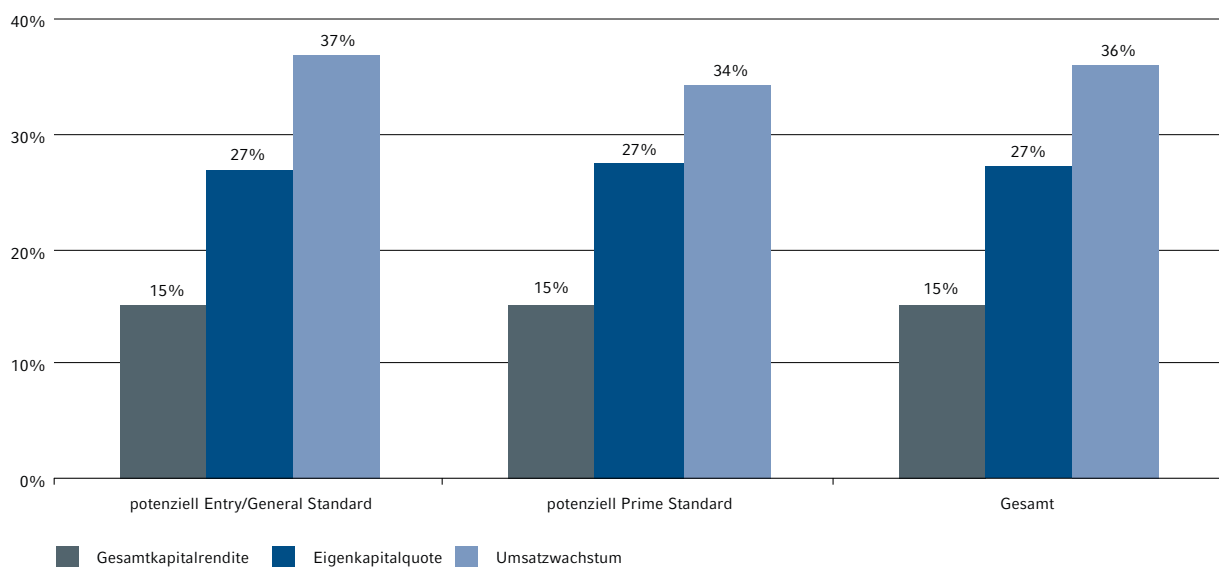
Abbildung 16: Durchschnittlicher Umsatz und Bilanzsumme nach Transparenzstandardfähigkeit im engeren Sinne



Quelle: Amadeus, eigene Berechnungen

Abschließend kann festgehalten werden, dass es im deutschen Mittelstand eine durchaus beachtliche Zahl von Unternehmen gibt, die unter rein quantitativen Gesichtspunkten die Voraussetzungen für einen Börsengang erfüllen. Allerdings gibt es darüber hinaus eine Reihe weiterer Gründe, die die Entscheidung für oder gegen einen Börsengang beeinflussen. Diese werden im folgenden Kapitel näher analysiert.

Abbildung 17: Gesamtkapitalrendite, Eigenkapitalquote und Umsatzwachstum nach Transparenzstandardfähigkeit im engeren Sinne



Quelle: Amadeus, eigene Berechnungen

4. Kapitalmarktorientierung im deutschen Mittelstand

Im ersten Teil der Studie wurde anhand von Bilanzstrukturdaten vergangener Börsengänge sowie der mittelständischen Wirtschaft das Potenzial wirtschaftlich börsenfähiger Unternehmen ermittelt. Die Schätzungen bilden dabei insofern eine Untergrenze für die Anzahl börsenfähiger Unternehmen, als es in der Vergangenheit durchaus viele Unternehmen gegeben hat, die diese Idealkriterien zumindest nicht vollständig erfüllt haben. Zugleich bilden sie aber auch eine Obergrenze in dem Sinne, dass nicht alle wirtschaftlich gut für die Börse geeigneten Unternehmen auch tatsächlich ein Interesse an Kapitalmarktfinanzierungen im Allgemeinen und dem Börsengang im Besonderen haben.

4.1 Aufbau und Ziel der Erhebung

Tatsächlich legen verschiedene Untersuchungen nahe, dass es eher das mangelnde „Wollen“ – also eine geringe Kapitalmarktorientierung – als das mangelnde „Können“ im Sinne der Kapitalmarktfähigkeit ist, das mittelständische Unternehmen von einem Börsengang abhält. Hier knüpft der zweite Teil der Studie an. Er analysiert die Motivlage mittelständischer Unternehmen. Dabei wird auch auf die „Idealkandidaten“ des Kapitels 3 abgestellt. Gleichzeitig soll ein Einblick in die subjektiven Einschätzungen der Umfrageteilnehmer zu Finanzierungsfragen und zum Börsengang vermittelt werden.

Kapitel 4 basiert auf einer schriftlichen Befragung, die federführend vom Deutschen Aktieninstitut e.V. konzipiert und von Mitte Juli bis Ende August 2011 mit Unterstützung der Commerzbank AG und der Deutschen Börse AG durchgeführt wurde. Befragt wurden rund 10.000 mittelständische Unternehmen mit einem Umsatz von 10 Mio. Euro bis 750 Mio. Euro, wobei der Schwerpunkt der Unternehmen bei den kleineren mittelständischen Unternehmen mit einem Umsatz von weniger als 25 Mio. Euro lag. Die Unternehmen und Adressaten wurden im Wesentlichen aus einer externen Datenbank generiert, die nicht identisch mit der im ersten Teil der Studie verwendeten Amadeus-Datenbank ist.

Insgesamt haben 303 Unternehmen an der Umfrage teilgenommen, woraus sich eine relativ geringe, aber für diese Art von schriftlichen Befragungen nicht unübliche Rücklaufquote von drei Prozent ergibt. Aufgrund der hohen absoluten Zahl der Antworten kann aber dennoch davon ausgegangen werden, dass die Ergebnisse einen guten

Einblick in aktuelle Einschätzungen der mittelständischen Wirtschaft geben. Da die Befragung zugleich an ähnliche Erhebungen des Deutschen Aktieninstituts aus den Jahren 2003 und 2007 anknüpft, sind an einigen Stellen – wenn auch vorsichtige – Vergleiche im Zeitablauf möglich.⁹

Was also bewegt die mittelständische Wirtschaft in Bezug auf ihre Finanzierung? Wie viele mittelständische Unternehmen ziehen die Börse als Finanzierungsquelle tatsächlich in Erwägung? Worüber sind sie eher gut, worüber eher schlecht informiert? Wie sind sie auf die Anforderungen externer Eigenkapitalgeber vorbereitet? Und nicht zuletzt: Hat die Finanzmarktkrise Finanzierungsmuster und Einstellungen verschoben?

⁹ Siehe Deutsches Aktieninstitut: Kapitalmarkt und Mittelstand. Ergebnisse einer Umfrage bei nicht-börsennotierten Unternehmen, Studien des Deutschen Aktieninstituts, H. 24, Frankfurt a.M. 2003; Deutsches Aktieninstitut: Mittelstand und Börse 2007. Ergebnisse einer Umfrage, Studien des Deutschen Aktieninstituts, H. 40, Frankfurt a.M. 2007. Anmerkung: Zahl und Charakteristika der jeweils befragten Unternehmen unterscheiden sich, so dass Aussagen mit Zeitbezug stets vor diesem Hintergrund interpretiert werden sollten.

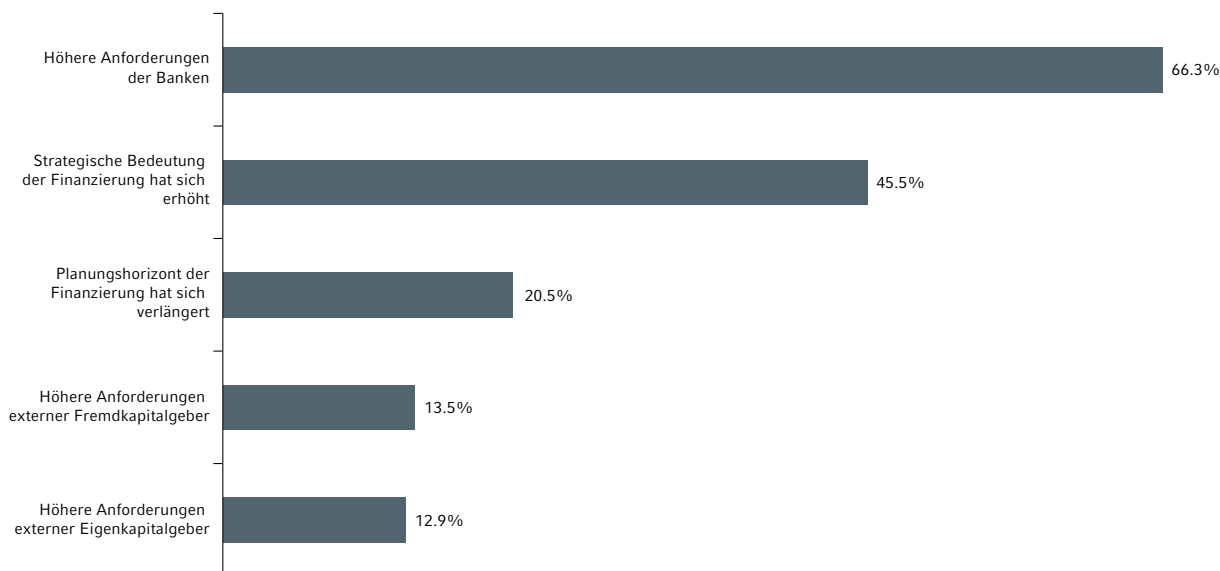
4.2 Finanzmarktkrise macht Finanzierung zum strategischen Faktor

Ohne Frage war die Finanzmarktkrise für die mittelständische Wirtschaft ein prägendes Ereignis. Der auf die Finanzmarktkrise folgende konjunkturelle Einbruch im Jahr 2009 hat die Wechselwirkungen zwischen Bankensektor und „Realwirtschaft“ vor Augen geführt. Entsprechend spüren die befragten Unternehmen die Auswirkungen der Finanzmarktkrise mehr oder weniger deutlich (siehe Abbildung 18). Obwohl sich die befürchtete Kreditklemme nicht eingestellt hat, geben 66,3 Prozent der Umfrageteilnehmer an, mit höheren Anforderungen der Banken konfrontiert zu werden. In der Tat ist davon auszugehen, dass die Banken als Lehre aus der Krise eine höhere Vorsicht in der Kreditpolitik walten lassen (werden). Hierzu dürften auch die verschärften Eigenkapitalregeln beitragen. Basel III wird dazu führen, dass Banken mit ihrem knappen Eigenkapital stärker haushalten müssen und selektiver bei der Kreditvergabe vorgehen werden. Diesen Effekt spüren die mittelständischen Unternehmen offenbar schon heute.

Fast jedes zweite Unternehmen (45,5 Prozent) erwartet, dass der Stellenwert von Finanzierungsaspekten in der Unternehmensstrategie generell zunehmen wird. Finanzierungsfragen werden damit auch im Mittelstand als eigenständiger strategischer Faktor anerkannt. Etwas weniger relevant ist hingegen der Planungshorizont, der sich nach Angaben von rund einem Fünftel der Befragten verlängern wird. Im Gegensatz zu den Banken haben sich die Anforderungen externer Eigen- bzw. (bankfremder) Fremdkapitalgeber aus Sicht der Befragten kaum erhöht (12,9 bzw. 13,5 Prozent). Dieser Eindruck mag aber auch daran liegen, dass nur ein geringer Teil des Mittelstandes überhaupt eine Finanzierung von diesen Kapitalgebern in Anspruch nimmt (siehe unten, Kapitel 4.4).

Über die oben genannten grundsätzlichen Erwägungen hinaus stellt sich für viele Unternehmen natürlich auch die Frage, welche konkreten Konsequenzen aus den Ereignissen der Jahre 2008 und 2009 für die Finanzierungsstrategie zu ziehen sind. Als sich die Ertragslage vieler Mittelständler in Deutschland in der Finanzmarktkrise im Rekordtempo eintrübte, stellten sich ins-

Abbildung 18: Allgemeine Auswirkungen der Finanzmarktkrise



Quelle: Eigene Erhebungen

besondere Liquiditätsengpässe und zu geringe Eigenkapitalquoten als ernste unternehmerische Probleme heraus. Diese Erfahrung wollen die mittelständischen Unternehmen nicht noch einmal machen. So wollen 60,9 Prozent der befragten Unternehmen künftig sowohl die Liquiditätsreserven als auch die Eigenkapitalausstattung erhöhen (siehe Abbildung 19). Weitere 16,7 Prozent wollen ausschließlich ihre Liquidität stärken, und weitere 11,9 Prozent haben nur die Eigenkapitalquote im Blick.

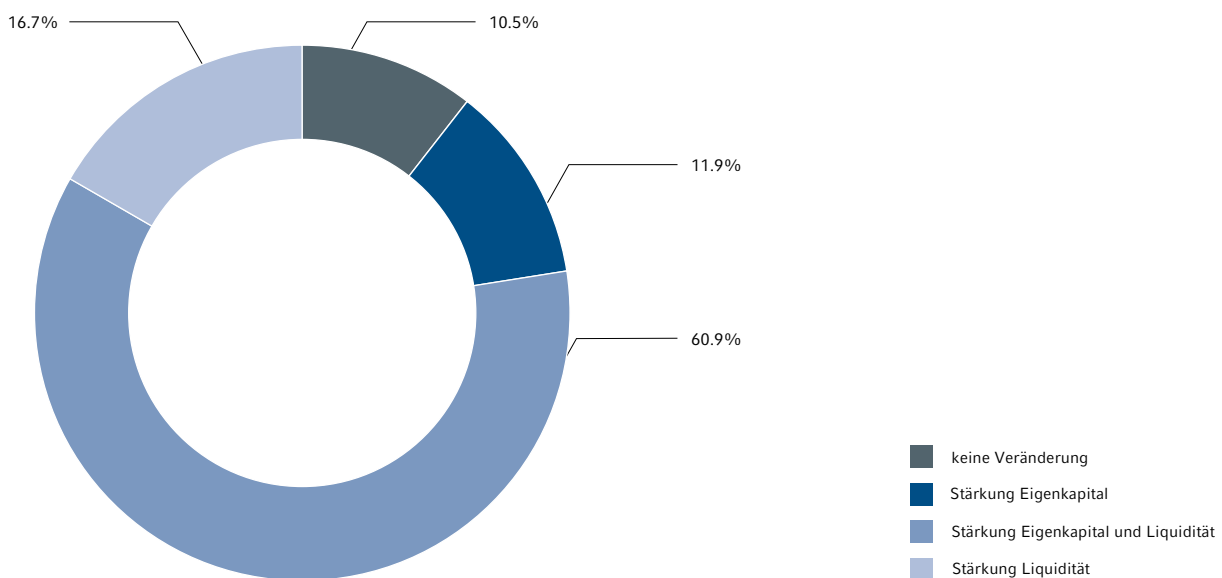
Insgesamt bildet die Finanzmarktkrise in der einen oder anderen Weise eine Zäsur für die Finanzierung der mittelständischen Wirtschaft. Lediglich jeder zehnte Umfrageteilnehmer sieht keine Notwendigkeit, mit Blick auf die Finanzierung Konsequenzen aus der Krise zu ziehen.

4.3 Finanzierungsverhalten im Mittelstand

Wie aber äußern sich die oben genannten Absichten in der Gewichtung der Kriterien, die die Wahl der einzelnen Finanzierungsinstrumente und damit das allgemeine Finanzierungsverhalten bestimmen (siehe Abbildung 20)?

Wie schon in der Vorgängerstudie aus dem Jahr 2007, wird auch in der vorliegenden Umfrage die Finanzierungsentscheidung hauptsächlich von den Kapitalkosten (85,5 Prozent), der Flexibilität in der Inanspruchnahme (73,9 Prozent) und der Wahrung der unternehmerischen Freiheit (69,0 Prozent) bestimmt. Am unteren Ende des Spektrums befinden sich die Transparenzanforderungen, die lediglich von 12,2 Prozent der Umfrageteilnehmer als Kriterium der Finanzierungsentscheidung genannt werden.

Abbildung 19: Stärkung von Eigenkapital und Liquidität wichtig



Quelle: Eigene Erhebungen

Transparenz ja, Mitsprache eher nein

Die Bereitschaft, die gestiegenen Informationsbedürfnisse aller Kapitalgeber – einschließlich der Banken – zu erfüllen, ist damit gegeben. Schwerer tun sich die Unternehmen dagegen offenbar, wenn Kapitalgeber bei unternehmerischen Entscheidungen mitreden wollen. Allerdings deutet sich auch hier ein Einstellungswandel an, denn im Vergleich zu 2007 ist die Wahrung der unternehmerischen Freiheit für einen deutlich geringeren Anteil von Unternehmen (statt 80,8 Prozent noch 69,0 Prozent) ein zentrales Entscheidungskriterium.

Von jeweils rund einem Fünftel der Umfrageteilnehmer werden die Transaktionskosten, organisatorische und betriebswirtschaftliche Anforderungen der Kapitalgeber sowie steuerliche Aspekte als Kriterien der Finanzierungsentscheidung benannt. Eine etwas geringere Rolle spielt, inwiefern sich das Finanzierungsmittel unter Diversifizierungsaspekten in die schon bestehende Finanzierung einfügt (17,2 Prozent). Die zeitliche Verfügbarkeit von Ressourcen ist hingegen nur für etwas mehr als ein Zehntel der Umfrageteilnehmer von Bedeutung.

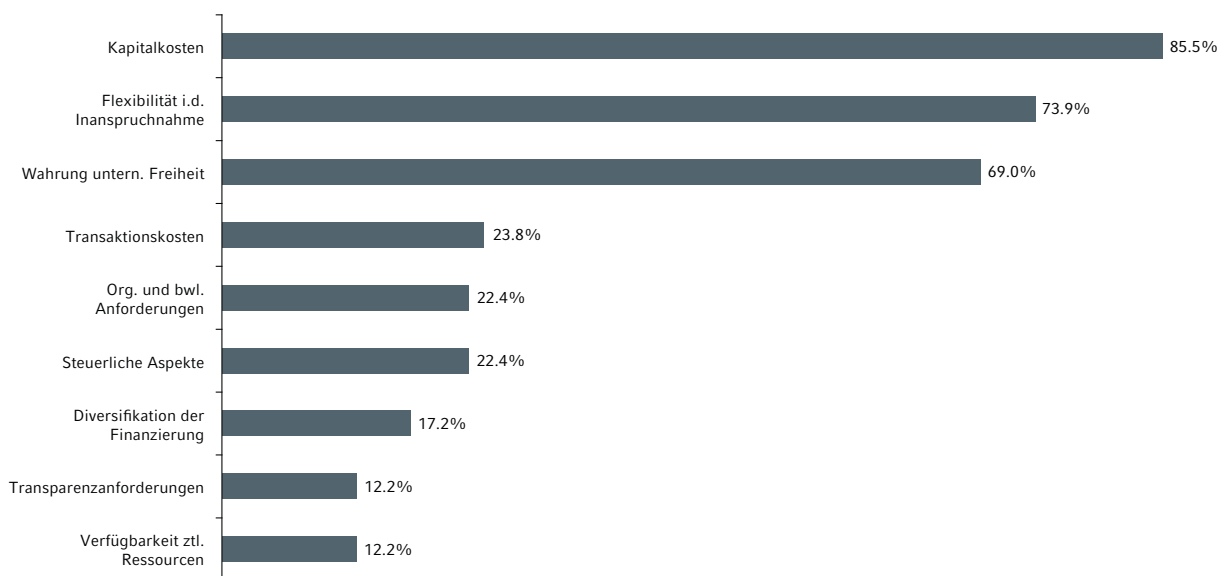
Angesichts der im Vergleich zu 2007 nur wenig geänderten Gewichtung der Kriterien zur Wahl der Finanzierungsquellen verwundert es wenig, dass auch das Finanzierungsmuster des Mittelstandes im Großen und Ganzen stabil ist.

Innenfinanzierung dominiert

Weiterhin steht die Innenfinanzierung, sowohl aktuell als auch künftig, an oberster Stelle (siehe Abbildungen 21 und 22). Die Unternehmen planen also, Liquidität und Eigenkapital in erster Linie über die Thesaurierung von Gewinnen zu stärken und damit so weit wie möglich unabhängig von externen Kapitalgebern zu bleiben. Im Vergleich zur Vorgängerstudie 2007 ist die Bedeutung der Innenfinanzierung sogar nochmals gestiegen. Die weitere Konzentration auf Gewinnthesaurierung als wesentliches Element der Finanzierungsstrategie scheint eine entscheidende Lehre aus der Finanzmarktkrise zu sein, die der Mittelstand gezogen hat.

Gesellschaftereinlagen werden – wenn auch auf einem etwas niedrigeren Niveau – von den befragten Unter-

Abbildung 20: Kapitalkosten, Flexibilität und Mitspracheansprüche der Kapitalgeber entscheiden Wahl der Finanzierungsmittel



Quelle: Eigene Erhebungen

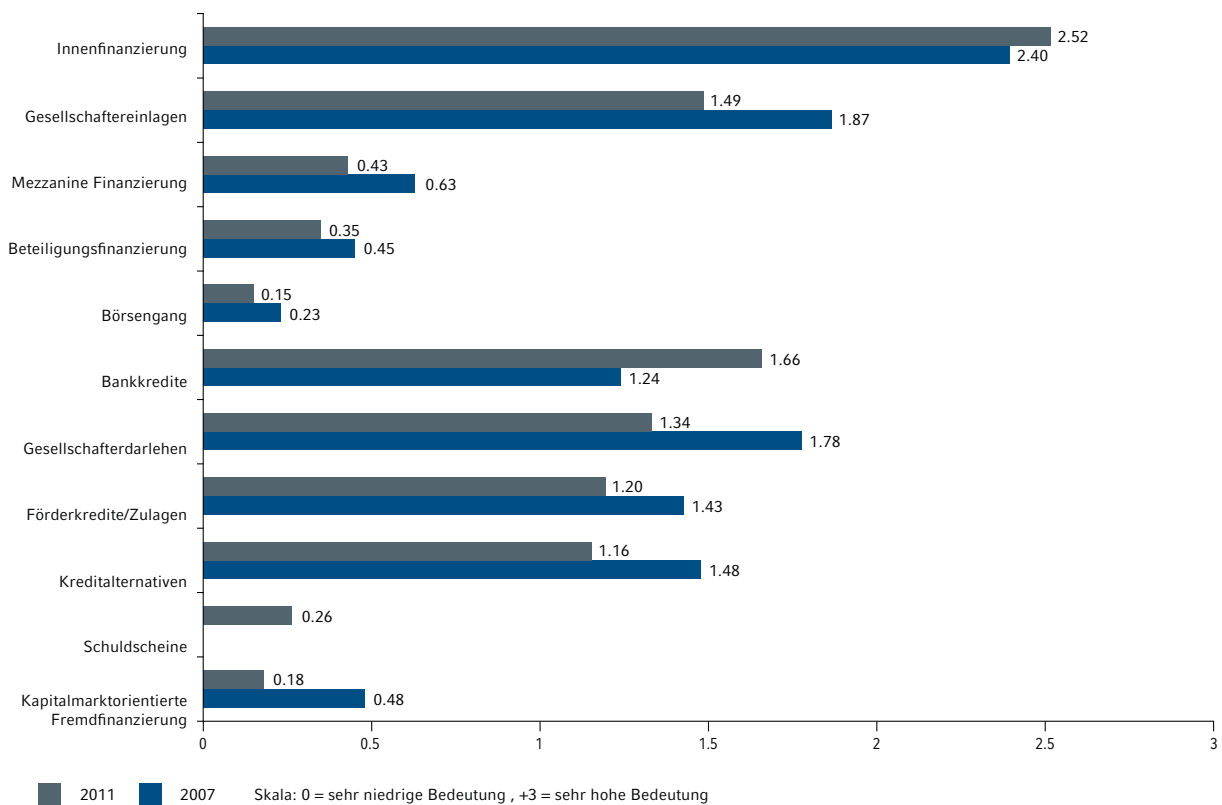
nehmen nach wie vor als zweitwichtigstes Eigenkapitalinstrument angesehen. Im Wettbewerb der Finanzierungsmittel spielen hingegen die Eigenkapitalinstrumente mezzanines Kapital, Beteiligungsfinanzierung und Börsengang sowohl aktuell als auch künftig keine große Rolle. Der im Vergleich zu 2007 starke Rückgang beim Einsatz von mezzaninem Kapital mag daran liegen, dass insbesondere der breite Einsatz standardisierter Mezzanineprogramme für den Mittelstand, die vor der Finanzmarktkrise in großen Volumina aufgelegt wurden, nicht immer die Erwartungen der Investoren erfüllt hat. Eine Neuauflage dieser Programme käme daher wohl nur bei deutlich höheren Zinszustände.

Die größte Rolle bei den Fremdkapitalinstrumenten spielt weiterhin der Bankkredit; er ist und bleibt damit das be-

vorzugte Mittel der externen Finanzierung. Wenn auch minimal erwarten die Unternehmen künftig sogar eine steigende Bedeutung der Bankfinanzierung. Dieses Ergebnis ist etwas überraschend, wird doch gleichzeitig von den Umfrageteilnehmern angemerkt, dass sich die Anforderungen der Banken mit der Finanzmarktkrise erhöht haben (siehe Kapitel 4.2). Offenbar fühlen sich aber die Unternehmen im Durchschnitt in der Lage, mit den wachsenden Anforderungen umzugehen und sehen keinen Grund, auf alternative externe Finanzierungen zurückzugreifen.

Etwas weniger bedeutend ist das Gesellschafterdarlehen, gefolgt von Förderkrediten und klassischen Kreditalternativen, bspw. Leasing, wobei Letzterem künftig eine abnehmende Bedeutung zugesprochen wird. Kapitalmarkt-orientierte Fremdkapitalinstrumente (z.B. Anleihen)

Abbildung 21: Aktuelles Finanzierungsverhalten

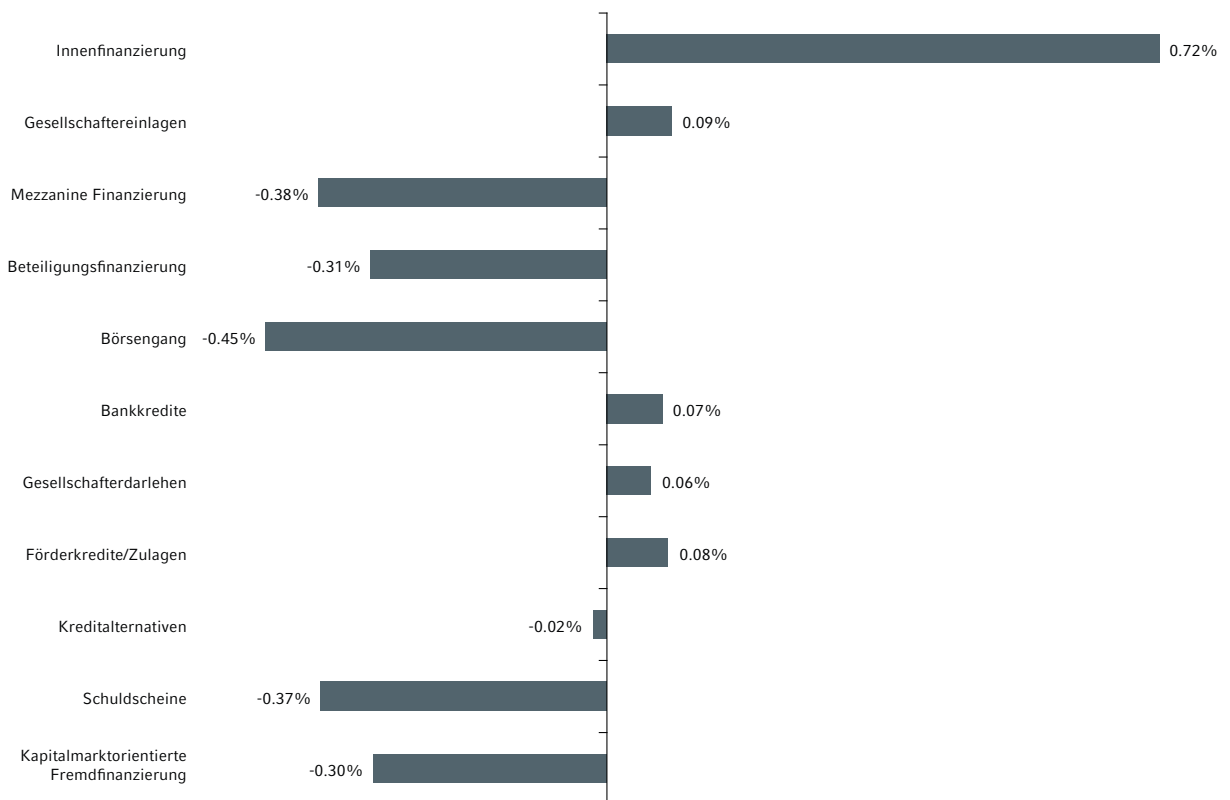


Quelle: Eigene Erhebungen

spielen für die Umfrageteilnehmer aktuell und künftig genauso wie Schuldscheine keine große Rolle.

Insgesamt zeigt das Finanzierungsverhalten der mittelständischen Wirtschaft – trotz Finanzmarktkrise und trotz zunehmender Bedeutung der Finanzierung als strategischem Faktor – eine bemerkenswerte Konstanz. Innenfinanzierung, Finanzierungen aus dem engeren Gesellschafterkreis sowie der Bankkredit bilden das Rückgrat der Finanzierung. Die Unternehmen erwarten sogar, dass dieses Muster sich weiter verstärkt. Hierzu passt, dass der Diversifikation der Finanzierung (Finanzmix), z.B. unter Nutzung kapitalmarktorientierter Finanzierungen, ein relativ geringes eigenständiges Gewicht bei der Wahl der Finanzierungsmittel zukommt (siehe oben Abbildung 20). Allerdings setzt das weitgehende Vertrauen auf die eigene Stärke und die spürbare Skepsis gegenüber Kapitalmarktfinanzierungen voraus, dass die Ertragslage im Mittelstand dies auch zulässt. Nicht zuletzt die Finanzmarktkrise hat gezeigt, dass dies nicht immer der Fall sein muss.

Abbildung 22: Erwartetes künftiges Finanzierungsverhalten



Skala: -2 = stark abnehmende Bedeutung, +2 = stark zunehmende Bedeutung Quelle: Eigene Erhebungen

Quelle: Eigene Erhebungen

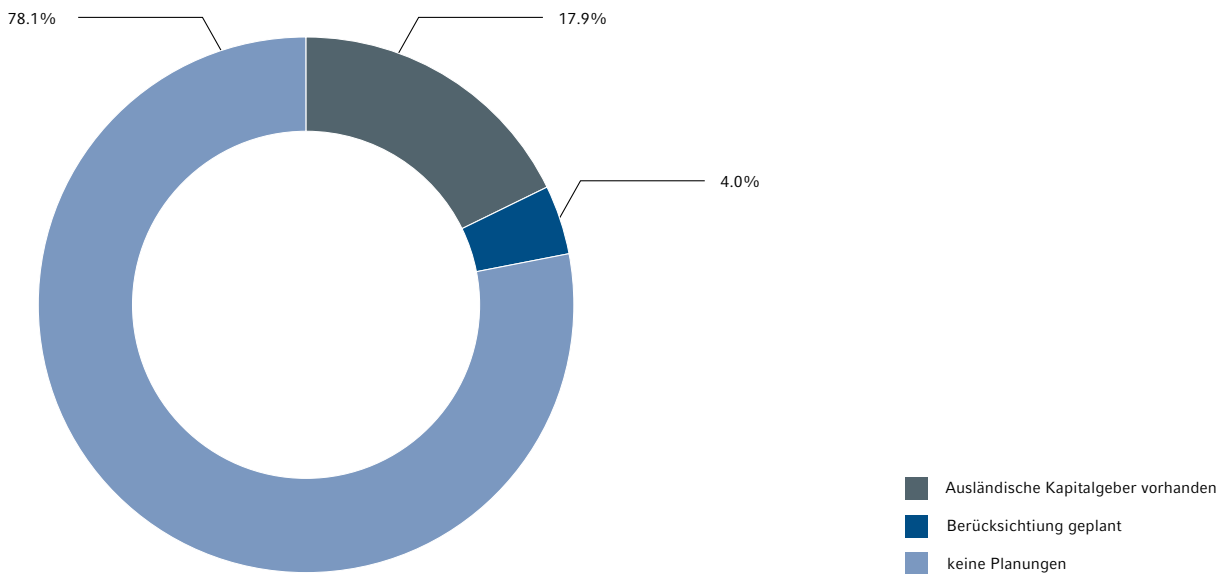
Exkurs: Bedeutung ausländischer Kapitalgeber

Rund die Hälfte der in Deutschland hergestellten Produkte wird mittlerweile in das Ausland geliefert. Nur China exportiert mehr Waren als Deutschland. Auch mittelständische Unternehmen haben die Chancen längst erkannt, die sich aus dem Export ergeben und profitieren von neuen Absatzmärkten rund um den Globus. Das Pendant zur Globalisierung der Absatzmärkte ist die Globalisierung der Kapitalmärkte. Bei den großen börsennotierten Gesellschaften ist bereits jede zweite Aktie in ausländischer Hand. Aber auch Investoren für Anleihen oder andere Kapitalmarktinstrumente werden heute international gesucht. Für erfolgreiche Unternehmen bietet dieser weltumspannende Kapitalpool die Chance auf

günstigere Finanzierungsbedingungen und einen breiteren Zugang zu den jeweiligen Heimatmärkten der Investoren – auch deshalb, weil die Diskussion mit ausländischen Kapitalgebern das Verständnis für den jeweiligen Auslandsmarkt verbessert.

Diese Chance haben in den vergangenen Jahren mehr und mehr Unternehmen genutzt. Zwar verlassen sich 78,1 Prozent der Umfrageteilnehmer in Finanzierungsfragen weitgehend auf einheimische Kapitalgeber (siehe Abbildung 23). Knapp ein Fünftel der Mittelständler greift jedoch auf ausländische Kapitalgeber zurück oder kann sich dies zumindest vorstellen. Die Differenzierung nach der jeweiligen Herkunftsregion zeigt, dass die überwiegende Mehrheit auf europäische Kapitalgeber vertraut (85,1 Pro-

Abbildung 23: Ein Fünftel greift auf ausländische Kapitalgeber zurück



zent). Ein Sechstel der Unternehmen hat Kapitalgeber aus den USA und Asien oder will diese künftig ansprechen.

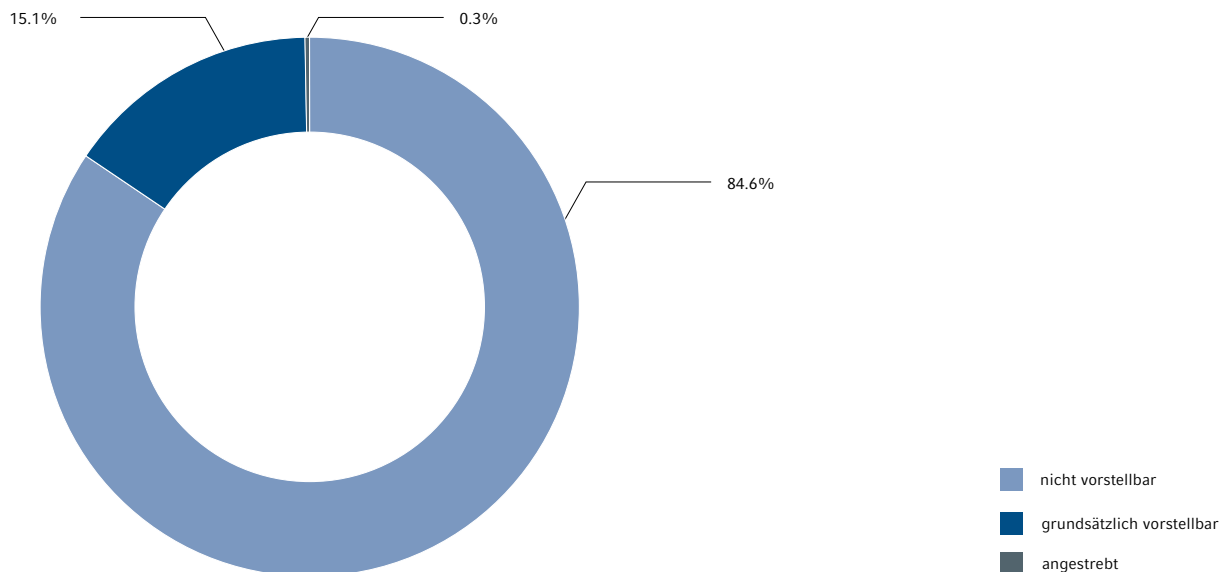
4.4 Kapitalmarktorientierung spiegelt unsichere Wirtschaftslage wider

Der Börsengang kann auch für den Mittelstand ein flexibles Instrument zur Stärkung der Eigenkapitalbasis sein; das zeigen zahlreiche erfolgreiche Börsengänge in der Vergangenheit (siehe Kapitel 3.1). Die Kapitalaufnahme erfolgt dabei im Regelfall zusammen mit dem Börsengang, indem den Investoren neue Aktien zum Kauf angeboten werden. Aber auch nach dem Börsengang können an der Börse notierte Aktiengesellschaften über eine weitere Kapitalerhöhung zusätzliches Eigenkapital erschließen. So

gab z.B. die Hälfte der Unternehmen des Entry Standard in einer vom Deutschen Aktieninstitut durchgeführten Umfrage an, diese Möglichkeit genutzt zu haben.¹⁰

Auch wenn es mittlerweile maßgeschneiderte Angebote für den Börsengang kleinerer mittelständischer Unternehmen gibt, ist der deutsche Mittelstand gegenüber dem Börsengang schon fast traditionell zurückhaltend. Dies zeigt sich ebenfalls in dieser Umfrage: Nur eines der befragten Unternehmen (0,3 Prozent) strebt einen Börsengang konkret an, und für 15,1 Prozent (45 Unternehmen) ist er grundsätzlich vorstellbar, womit insgesamt 15,4 Prozent der Unternehmen „kapitalmarktorientiert“ sind (siehe Abbildung 24). Für 84,6 Prozent der Umfrageteilnehmer (252 Unternehmen) ist der Börsengang hingegen nicht

Abbildung 24: Neigung zum Börsengang



¹⁰ Siehe Deutsches Aktieninstitut / Deutsche Börse AG, Fünf Jahre Entry Standard, DAI-Kurzstudie 3/2010, Oktober

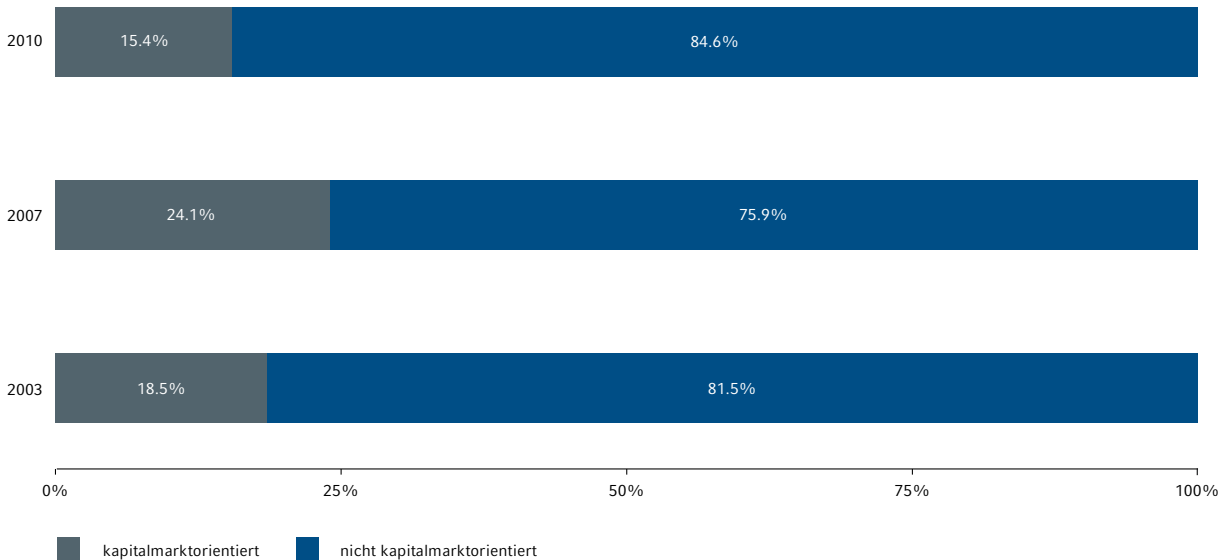
vorstellbar. Diese sollen im Folgenden als „nicht kapitalmarktorientierte“ Unternehmen bezeichnet werden.

Die Einstellung der befragten Unternehmen zum Börsengang entspricht damit etwa dem Niveau von 2003 (18,5 Prozent). Im Vergleich zu der Studie aus dem Jahr 2007 ist die Kapitalmarktorientierung der Mittelständler 2011 allerdings deutlich gesunken. Damals konnten sich noch 24,1 Prozent den Gang an die Börse zumindest prinzipiell vorstellen (siehe Abbildung 25). Dieser Rückgang lässt sich mit dem jeweiligen Marktumfeld erklären. Die letzte Untersuchung erfolgte in einer Phase eines außerordentlich guten IPO-Klimas mit einer längeren Zeit positiver Kursentwicklung, guter Grundstimmung an den Kapitalmärkten und vergleichsweise solider Bewertungen für Börsenneulinge. Der DAX hatte seit seinem Tiefstand im Jahr 2003 weit über 3.000 Punkte zugelegt, und zahlreiche Unternehmen hatten bewiesen, dass Börsengänge auch im Mittelstand möglich sind. So wurde in den Jahren 2005 bis 2007 mit 149 Börsengängen ein Niveau erreicht,

das zuletzt nur während der außergewöhnlichen Phase Ende der 90er Jahre überboten wurde.

Völlig anders stellt sich hingegen die Situation in den Jahren 2003 und 2011 dar (siehe Abbildung 25). Nach drastischen Kursstürzen an den Börsen konnten im Jahr 2003 lediglich zwei Börsengänge gezählt werden. Das Jahr 2011 war zwar anfangs noch durch die fortschreitende Erholung auf den Aktienmärkten nach dem „Lehman-Schock“ gekennzeichnet. Die sich immer deutlicher abzeichnende Schuldenkrise vieler Staaten und schwächere Konjunkturindikatoren haben die gute Stimmung im Umfragezeitraum allerdings deutlich eingetrübt. Diese Unsicherheiten, die zu erheblichen Volatilitäten an den Aktienmärkten und zur Verschiebung geplanter Börsengänge geführt haben, dürften die Attraktivität des Börsengangs in den Augen mittelständischer Unternehmen kurzfristig erheblich verringert haben und damit die im Vergleich zu 2007 gesunkene Kapitalmarktorientierung der Umfrageteilnehmer zu einem wesentlichen Teil erklären.

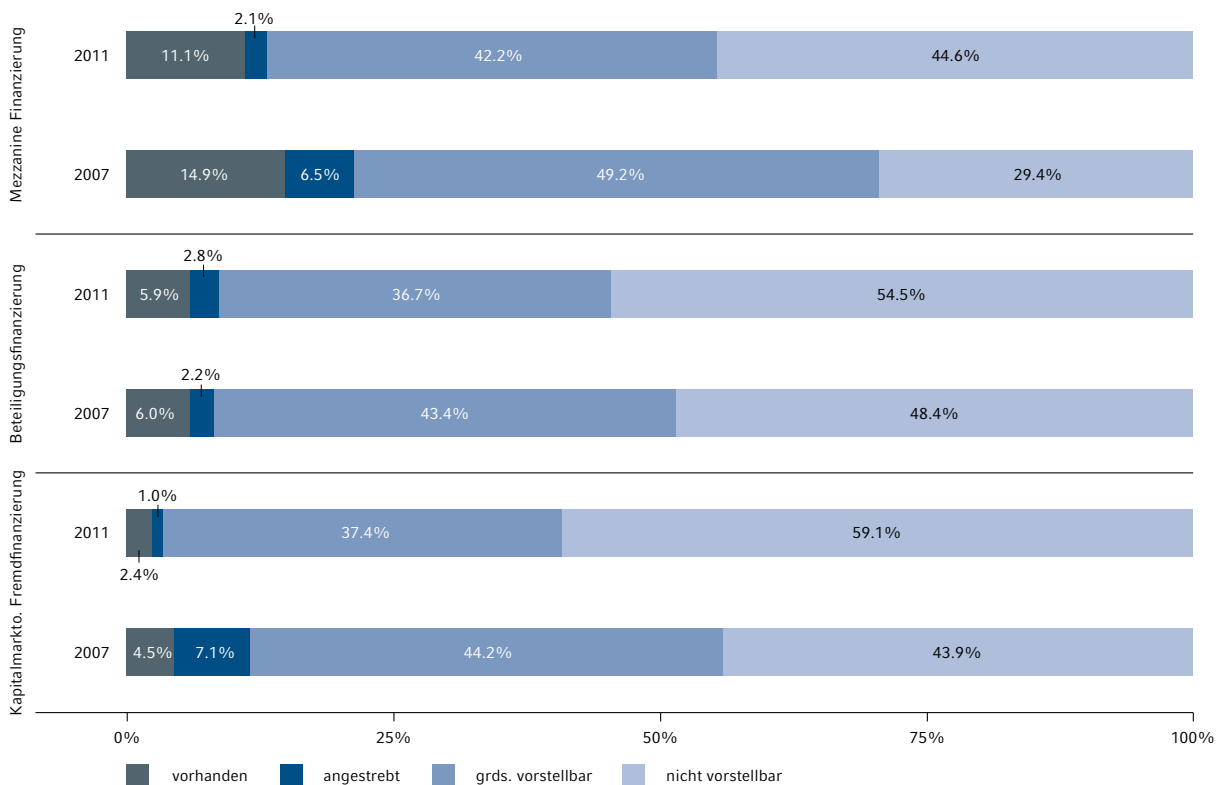
Abbildung 25: Grad der Kapitalmarktorientierung spiegelt Kapitalmarktstimmung wider



Quelle: Eigene Erhebungen

Die nachlassende Affinität zum Börsengang zeigt sich auch in der Einstellung gegenüber anderen kapitalmarkt-orientierten Finanzierungsquellen wie kapitalmarkt-orientierter Fremdkapitalfinanzierung, mezzaninem Kapital und Beteiligungskapital. Zwar können sich immerhin 70,6 Prozent der Unternehmen die Nutzung zumindest eines dieser Instrumente vorstellen (siehe Abbildung 26). 11,1 Prozent verfügen bereits über mezzanines Kapital, 2,4 Prozent über Unternehmensanleihen und 5,9 Prozent über Beteiligungsfinanzierungen, die häufig die Vorstufe zum Börsengang bilden. Allerdings ist der Anteil derjenigen, die sich keines dieser Instrumente vorstellen können, von knapp 20 Prozent im Jahr 2007 auf aktuell fast 30 Prozent gestiegen – ein Zeichen für eine auch jenseits der „Königdisziplin“ Börsengang sinkende Bereitschaft der Umfrageteilnehmer, den Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle in Anspruch zu nehmen. Gleichwohl ist aber gleichzeitig zu beobachten, dass mehr Unternehmen des Mittelstandes die Platzierung von Anleihen oder Schuldscheinen genutzt haben.

Abbildung 26: Interesse an kapitalmarktnahen Finanzierungen



Quelle: Eigene Erhebungen

„Wir freuen uns sehr über die Platzierung der SeniVita-Anleihe mit dem maximalen Volumen von 15 Millionen Euro. Damit können wir unser dynamisches Wachstum fortsetzen und neue Angebote für den dramatisch steigenden Bedarf speziell an Altenpflegeplätzen schaffen“.

Dr. Horst Wiesent, Gründer und Geschäftsführer SeniVita Sozial gGmbH

Die Bayreuther SeniVita Sozial gGmbH, die in den Geschäftsbereichen Altenpflege, Behindertenhilfe und Kinderkrankenpflege tätig ist, hat im Mai 2011 im Marktsegment Entry Standard für Anleihen der Deutschen Börse eine Anleihe mit einem Emissionsvolumen von 15 Mio. Euro, einer Verzinsung von 6,5% und einer Laufzeit von 5 Jahren erfolgreich begeben.

Der Entry Standard für Anleihen richtet sich an mittelständische Unternehmen mit einem Umsatz bis 300 Mio. Euro. Voraussetzung für ein Listing im Entry Standard sind seitens des Emittenten u.a. die Erstellung eines Wertpapierprospekts sowie ein Emittentenrating. Geringere Anforderungen an die fortlaufende Transparenz kommen den Bedürfnissen des Mittelstands entgegen. Durch eine privatanlegerfreundliche Stückelung (1.000 Euro) können Unternehmen auch diese Investorengruppe besser erreichen.

4.5 Börsengänge im Mittelstand: Ziele, Vorbehalte und Wissenstand

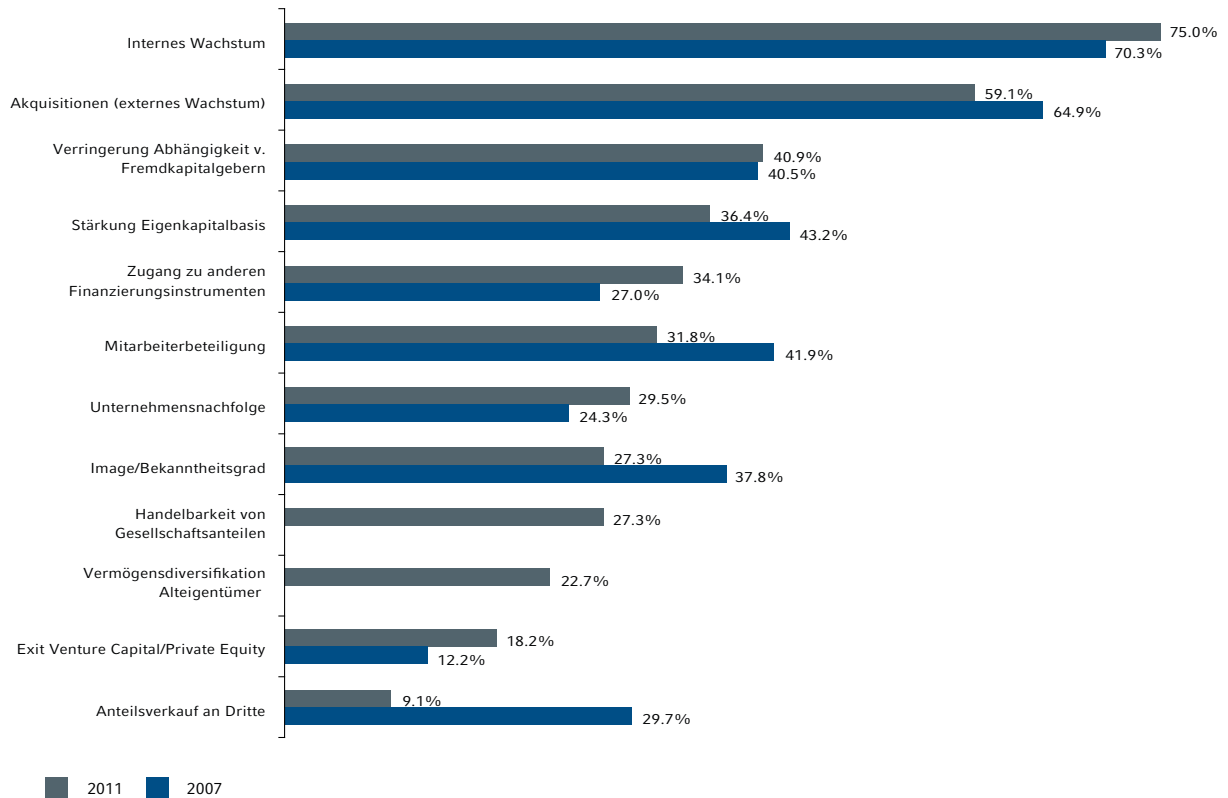
Trotz des aktuell schwierigen Börsenumfeldes kann sich fast jedes sechste mittelständische Unternehmen einen Börsengang vorstellen. Diese kapitalmarktorientierten Unternehmen wollen damit in erster Linie ihr weiteres Wachstum finanzieren. Internes bzw. externes Wachstum wird von 59,1 Prozent der Unternehmen als (potenzieller) Grund für einen Börsengang angegeben (siehe Abbildung 27). Dies liegt in etwa auf dem Niveau früherer Umfrageergebnisse.

Börsengang zur Wachstumsfinanzierung

Die weiteren Motive der kapitalmarktorientierten Unternehmen folgen mit einem klaren Abstand. Hierbei fällt auf, dass im Vergleich zu 2007 die Motive „Zugang zu anderen Finanzierungsinstrumenten“ (34,1 Prozent) und

„Unternehmensnachfolge“ (29,5 Prozent) leicht an Bedeutung gewonnen haben. Die Stärkung der Eigenkapitalbasis hat in Relation zur Vorgängerstudie mit 36,4 Prozent der Nennungen als Motiv für den Gang auf das Börsenparkett dagegen deutlich abgenommen. Als eigenständiges Ziel hat die Stärkung des Eigenkapitals damit für die kapitalmarktorientierten Unternehmen ein geringeres Gewicht bei der Entscheidung, den börslichen Kapitalmarkt zu nutzen.

Abbildung 27: Motive für den Börsengang



Quelle: Eigene Erhebungen

Deutlich rückläufig ist auch die Mitarbeiterbeteiligung als Grund für den Börsengang (31,8 Prozent). Hinter diesem Ergebnis könnte sich unter den Umfrageteilnehmern die Annahme verbergen, dass die Belegschaft in dem volatilen Börsenumfeld des Sommers 2011 eher zurückhaltend gegenüber der Zeichnung von Aktien des eigenen Unternehmens eingestellt sein dürfte. Auch die generell nachlassende Nutzung von Aktienoptionsplänen als Motivations- und Entlohnungsinstrument insbesondere von hochqualifizierten Mitarbeitern und Führungskräften dürfte hier einen Einfluss gehabt haben.

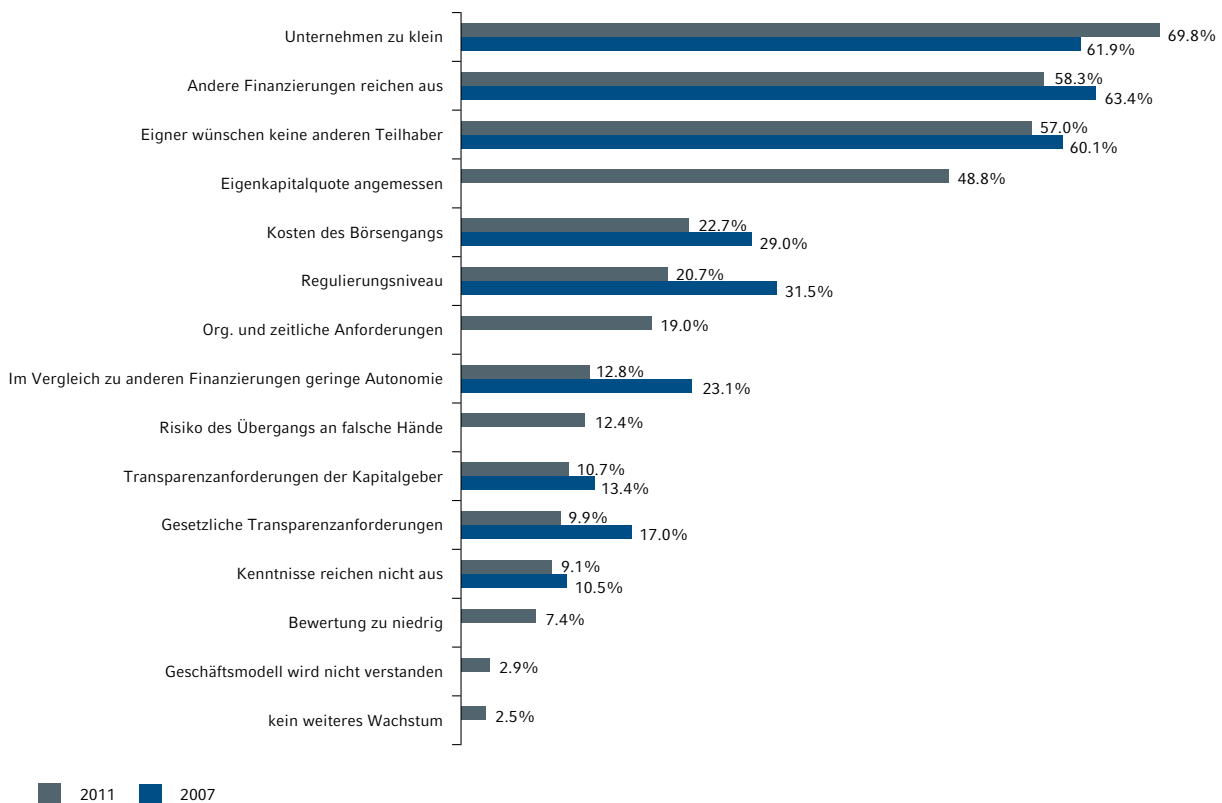
Gegenüber den Vorjahren wesentlich verringert ist schließlich die Nennung der Motive „Anteilsverkauf an Dritte“ (9,1 Prozent) sowie „Steigerung des Images und Bekanntheitsgrads“ (27,3 Prozent). Gerade Letzteres zeigt, dass das Image der Börsenfinanzierung seit dem Ausbruch der Finanzmarktkrise in der öffentlichen Wahr-

nehmung deutlich gesunken ist. Die Antworten der Umfrageteilnehmer widersprechen allerdings den Angaben bereits börsennotierter Unternehmen, die in anderen Umfragen regelmäßig angeben, dass ihr Image und ihr Bekanntheitsgrad mit dem Börsengang stark gestiegen sind.¹¹

Unternehmen halten sich oft für zu klein für den Börsengang

Die Gründe für die Skepsis gegenüber dem Börsengang haben sich in den letzten Jahren ebenfalls kaum verändert (siehe Abbildung 28). Das wichtigste Gegenargument der nicht kapitalmarktorientierten Unternehmen ist allerdings nun eine zu geringe Unternehmensgröße (69,8 Prozent), das den Grund „andere Finanzierungen reichen aus“ (58,3 Prozent) ablöst.¹¹

Abbildung 28: Vorbehalte gegenüber dem Börsengang



Quelle: Eigene Erhebungen:

¹¹ Siehe Deutsches Aktieninstitut/Deutsche Börse AG: Fünf Jahre Entry Standard, DAI-Kurzstudie 3/2010, Oktober 2010.

Die anderen Vorbehalte werden im Vergleich zu 2007 dagegen weniger oft aufgeführt. Weiterhin an dritter Stelle steht das Argument, dass die Eigner keine anderen Teilhaber wünschen. Hieraus spricht eine immer noch ausgeprägte Skepsis gegenüber Mitspracherechten externer Kapitalgeber. Diese wird aber in der Tendenz geringer, was zu der ebenfalls abnehmenden Bedeutung des Kriteriums „Wahrung der unternehmerischen Freiheit“ für die Wahl der Finanzierungsmittel passt (siehe Abbildung 20). Ebenfalls auf dieser Linie liegt, dass das Argument, mit dem Börsengang über eine zu geringe Autonomie zu verfügen, mit 12,8 Prozent relativ selten genannt wird.

Offenbar weniger skeptisch werden auch das Regulierungsniveau (20,7 Prozent) sowie die gesetzlichen Transparenzanforderungen (9,9 Prozent) gesehen. Dies dürfte mit daran liegen, dass insbesondere für den Mittelstand mittlerweile mit dem Entry Standard ein attraktives, im Vergleich zum EU-regulierten Markt weniger intensiv reguliertes Börsensegment zur Verfügung steht.

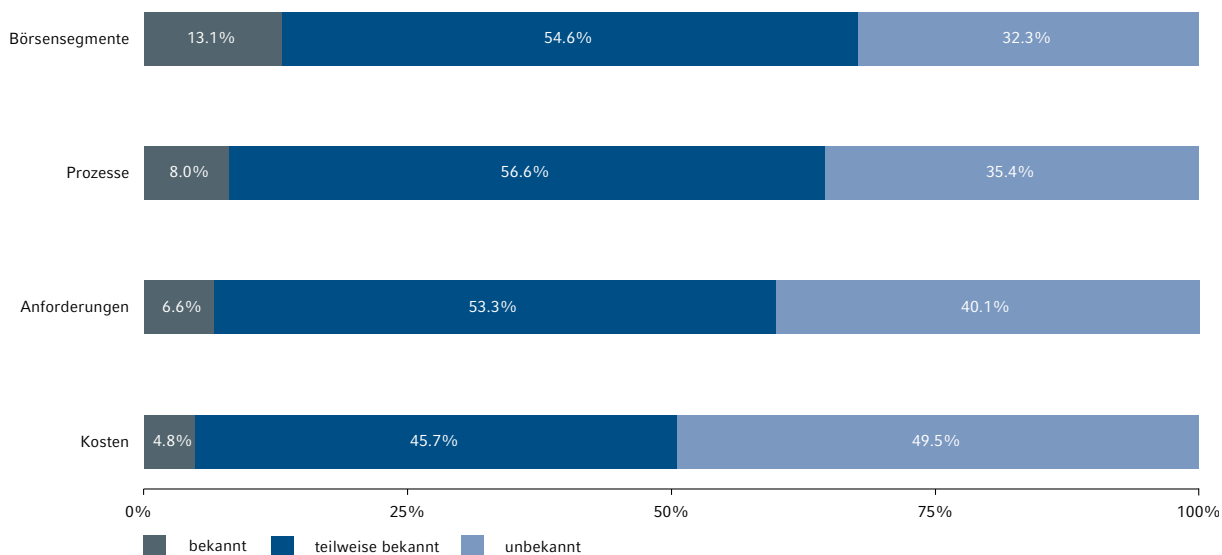
In den Vorgängerstudien wurde nicht abgefragt, inwieweit eine als ausreichend empfundene Eigenkapitalbasis das Interesse am Börsengang mindert. Fast die Hälfte der

nichtkapitalmarktorientierten Unternehmen gibt dies 2011 als Grund gegen den Börsengang an, vor allem in der Gruppe der Unternehmen mit einer Eigenkapitalquote von über 20 Prozent. Andere Argumente gegen den Börsengang, etwa die Angst vor einer geringen Bewertung oder die Befürchtung, dass das Geschäftsmodell von den Investoren nicht verstanden würde, sind hingegen nicht von Bedeutung.

Wissen über den Börsengang uneinheitlich

Zu geringe Kenntnisse über den Börsengang wurden lediglich von rund einem Zehntel der Umfrageteilnehmer als Grund gegen den Börsengang genannt (siehe Abbildung 28). Auch bei der expliziten Frage nach verschiedenen Facetten des Börsengangs fühlen sich die Unternehmen prinzipiell recht gut informiert (siehe Abbildung 29). Die Börsensegmente und die Anforderungen aus dem Börsengang kennen nach eigener Aussage jeweils rund zwei Drittel der Umfrageteilnehmer zumindest zum Teil, bei den Anforderungen aus dem Börsengang sind es rund 60 Prozent und bei den Kosten in etwa die Hälfte der Unternehmen, die sich teilweise informiert zeigen.

Abbildung 29: Kenntnisse zu verschiedenen Aspekten des Börsengangs



Quelle: Eigene Erhebungen

Allerdings ist das Informationsniveau der Umfrageteilnehmer sehr unterschiedlich. So sind 28,1 Prozent der Unternehmen die Prozesse, Anforderungen und Kosten des Börsengangs sowie die Börsensegmente vollständig unbekannt. Auf der anderen Seite geben nur 3,3 Prozent an, sich jeweils im Detail auszukennen. Damit ist das Informationsniveau im Vergleich zur Vorgängerstudie aus 2007 durchgängig gesunken, wenn auch nicht sehr deutlich.

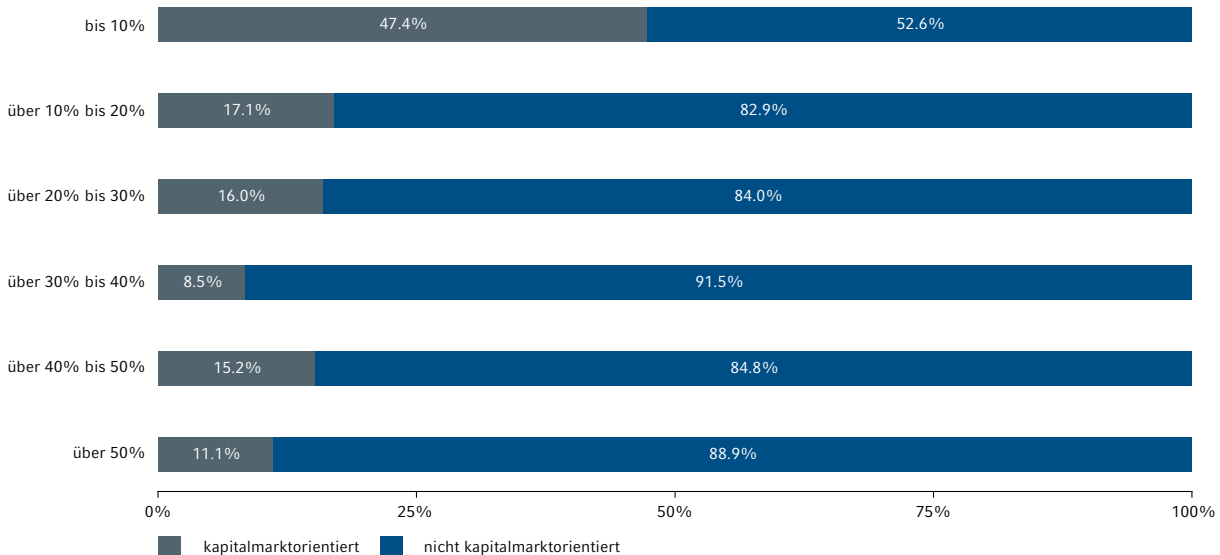
Insgesamt bedeutet dies aber auch, dass den bestehenden Vorbehalten gegenüber der Kapitalmarktfinanzierung im Allgemeinen und dem Börsengang im Besonderen möglicherweise durch die gezielte Aufklärung der betreffenden Unternehmen entgegengewirkt werden könnte.

4.6 Was macht kapitalmarktorientierte Unternehmen aus?

Rund 15 Prozent der Umfrageteilnehmer sind kapitalmarktorientiert, können sich also den Gang an die Börse vorstellen. Doch welche Charakteristika unterscheiden kapitalmarktorientierte Unternehmen von denjenigen, die keinerlei Pläne in diese Richtung haben?

Einen deutlichen Einfluss auf die Kapitalmarktorientierung hat die Eigenkapitalquote (siehe Abbildung 30). Fast die Hälfte der Unternehmen, die eine Eigenkapitalquote unter zehn Prozent aufweisen, kann sich einen Börsengang vorstellen, während die „Börsenneigung“ bereits ab einer Eigenkapitalquote von über zehn Prozent deutlich abnimmt. Offensichtlich sind damit aktuelle Finanzierungsrestriktionen oder ein aktuell großer Eigenkapitalbedarf wichtige Faktoren, einen Börsengang in Erwägung zu ziehen. Erwartungsgemäß besteht demgegenüber bei den gut kapitalisierten Unternehmen eine geringere Kapitalmarktorientierung. Dennoch ist eine gute Kapitalisierung

Abbildung 30: Interesse am Börsengang nach Eigenkapitalquote



Quelle: Eigene Erhebungen

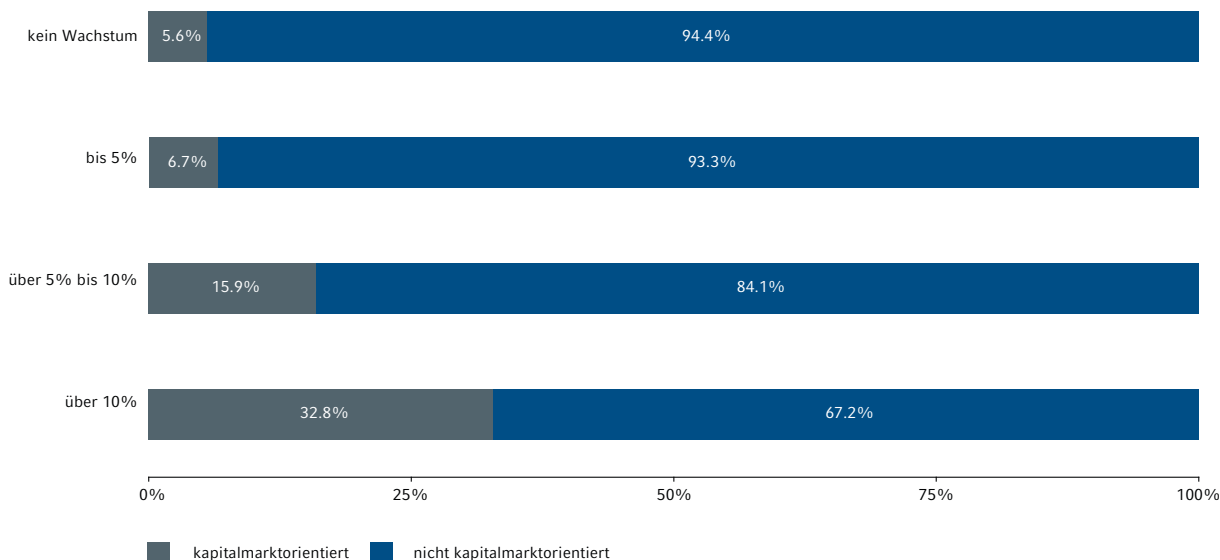
offenbar für die Unternehmen kein Ausschlusskriterium für den Börsengang. Immerhin kann sich noch ca. jedes achte Unternehmen mit einer Eigenkapitalquote von über 30 Prozent einen Börsengang prinzipiell vorstellen.

Kapitalbedarf und Wachstum bestimmen Kapitalmarktorientierung

Generell kapitalmarktorientierter sind auch wachstumsstarke Unternehmen (siehe Abbildung 31). Bei einer Wachstumserwartung von über zehn Prozent kann sich sogar jedes dritte Unternehmen einen Gang an die Börse vorstellen. 15,9 Prozent der Unternehmen mit Wachstumserwartungen von fünf bis zehn Prozent spielen mit dem Gedanken, den Aktienmarkt zur Eigenkapitalfinanzierung zu nutzen. Hingegen kann sich nur in etwa jedes zwanzigste Unternehmen, das mit einer jährlichen Wachstumsrate von bis zu fünf Prozent rechnet, einen Börsengang vorstellen.

Im Hinblick auf die wirtschaftliche Situation bestimmen damit letztendlich die Wachstumspläne im Zusammenspiel mit der aktuellen Eigenkapitalquote, ob die Unternehmen einen Börsengang ins Auge fassen. Mit über 30 Prozent können diejenigen Unternehmen als besonders kapitalmarktorientiert gelten, die eine vergleichsweise hohe Wachstumserwartung (größer als 5 Prozent) bei einer vergleichsweise geringen Eigenkapitalquote (weniger als 20 Prozent) aufweisen. Dagegen können sich nur drei Prozent der Unternehmen den Gang an die Börse vorstellen, die zwar gut kapitalisiert, aber wachstumsschwach sind.

Abbildung 31: Interesse am Börsengang nach geplantem Wachstum (in % p.a.)



Quelle: Eigene Erhebungen

Auch Eignerstruktur und Alter können eine Rolle spielen

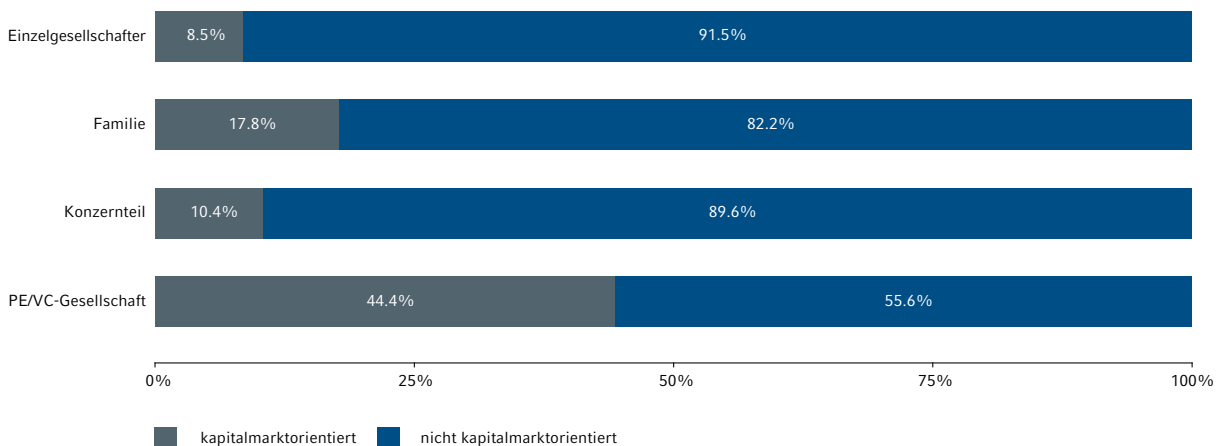
Neben den Faktoren Wachstum und Kapitalausstattung können weitere Charakteristika der Unternehmen die Börsenaffinität bestimmen. Im Hinblick auf die Eigentümerstruktur überrascht z.B. wenig, dass Unternehmen, die sich mehrheitlich im Besitz einer Venture-Capital- oder Private-Equity-Gesellschaft befinden, zu 44,4 Prozent einen Börsengang in Erwägung ziehen (siehe Abbildung 32).¹² Schließlich ist das Engagement dieser Investoren auf Zeit angelegt. Eine Möglichkeit des Ausstiegs ist der Verkauf des Unternehmens über die Börse. Häufig entscheidet dann letztlich das Marktumfeld, ob ein Börsengang vollzogen oder das betreffende Unternehmen komplett an einen anderen Finanzinvestor oder einen strategischen Investor weitergegeben wird.

Immerhin können sich aber auch 17,8 Prozent der Familienunternehmen einen Börsengang prinzipiell vorstellen. Deutlich weniger börsengeneigt zeigen sich dagegen Unternehmen, die Teil eines Konzerns sind oder über mehrere Einzelgesellschafter verfügen.

Darüber hinaus stehen vor allem die jungen Unternehmen einem Börsengang offen gegenüber. Fast jedes vierte Unternehmen mit einem Alter bis zehn Jahre ist kapitalmarktorientiert (siehe Abbildung 33). Auch im Alter zwischen zehn und fünfzig Jahren liegt die Quote der Kapitalmarktorientierung mit rund 20 Prozent über dem Durchschnitt aller Unternehmen. Dagegen stehen die „echten“ Traditionsunternehmen in einem Alter von über 50 Jahren einem Börsengang sehr skeptisch gegenüber. Nur für 8,8 Prozent dieser Unternehmen ist ein Gang an die Börse vorstellbar.

Die Zurückhaltung der älteren Unternehmen gegenüber dem Börsengang dürfte an den tendenziell geringeren Wachstumserwartungen sowie der etwas besseren Kapitalausstattung dieser Unternehmen liegen. Die Finanzierung über die Börse ist also weniger notwendig. Darüber hinaus verfügen die Unternehmen im Alter von über 50 Jahren häufig über eine lange Familientradition und zeigen sich deswegen zurückhaltend gegenüber neuen Teilhabern. So geben etwa 60 Prozent dieser Unternehmen bei der Frage nach den Vorbehalten gegenüber dem Börsengang an, dass sie keine anderen Teilhaber wünschen, während es bei den anderen Unternehmen „nur“ gut 50 Prozent sind.

Abbildung 32: Kapitalmarktorientierung nach Eigentümerstruktur



Quelle: Eigene Erhebungen

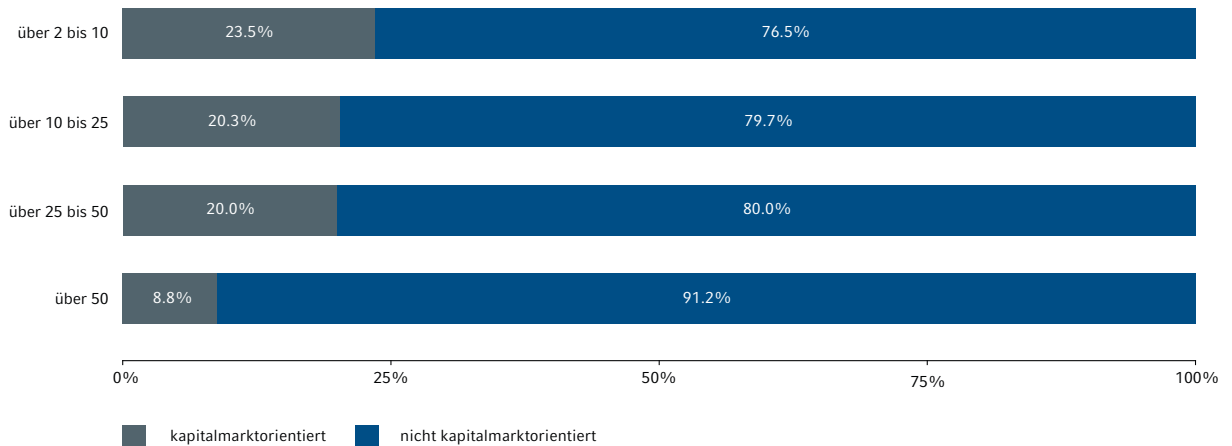
¹² Allerdings liegen hier recht geringe absolute Häufigkeiten vor, was die statistische Belastbarkeit etwas einschränkt.

Unternehmensgröße und Branche sind zweitrangig

Zwischen der Unternehmensgröße und der Neigung zu einem Börsengang besteht hingegen – wie schon in der Vorgängerstudie – kein eindeutiger Zusammenhang. Besonders börseneigen sind die Unternehmen in der Umsatzgrößenklasse zwischen 50 Mio. und 100 Mio. Euro, bei denen sich 23,6 Prozent einen Börsengang vorstellen können (siehe Abbildung 34). In allen anderen Größenklassen liegt der Anteil der Unternehmen dagegen zwischen 13 und 14 Prozent.

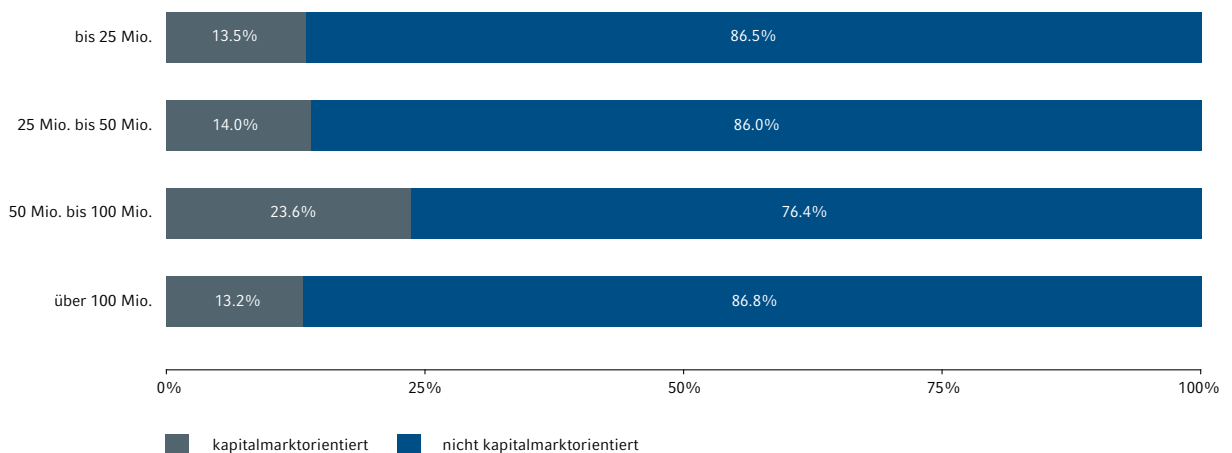
Auch im Hinblick auf die Branchenstruktur lassen sich nur wenige Schwerpunkte feststellen. Auffällig ist jedoch zum einen die überdurchschnittlich hohe Kapitalmarktorientierung im Sektor „Automobil & Transport“. Auch die „sonstigen Unternehmen“ zeigen sich überdurchschnittlich kapitalmarktorientiert, was aber daran liegen dürfte, dass diese auch Unternehmen aus der Informations- und Kommunikationstechnologie umfassen. Unterdurchschnittlich kapitalmarktorientiert sind hingegen der Maschinenbau sowie der Bau- und Immobiliensektor.¹³

Abbildung 33: Kapitalmarktorientierung nach Alter der Unternehmen



Quelle: Eigene Erhebungen

Abbildung 34: Interesse am Börsengang nach Unternehmensgröße



Quelle: Eigene Erhebungen

¹³ Die Branchen wurden ausgehend von der Brancheneinteilung des Fragebogens z.T. zusammengefasst, um auf größere Klassengrößen zu kommen. Mit einem n = 6 weiterhin klein ist die Branche „Finanzbranche/Versicherer“, die sich aber auch nicht sinnvoll mit anderen aggregieren lässt.

4.7 Der Faktor Können: Qualitative Börsenreife

Die wirtschaftlichen Voraussetzungen für einen Börsengang und der Wille, sich dem Kapitalmarkt bzw. der Börse zuzuwenden, sind unterschiedliche Faktoren für einen erfolgreichen Börsengang. Wichtig ist darüber hinaus die Bereitschaft und Fähigkeit, die Informationsbedürfnisse externer Kapitalgeber in ausreichendem Umfang und Qualität zu erfüllen, um diese zu einem Finanzierungsbeitrag zu bewegen. Diese qualitative Börsenreife lässt sich nur schwer im Rahmen einer Umfrage messen, da sie auch mit persönlichen Einstellungen des Managements und/oder der Eigentümer des Unternehmens zusammenhängt.

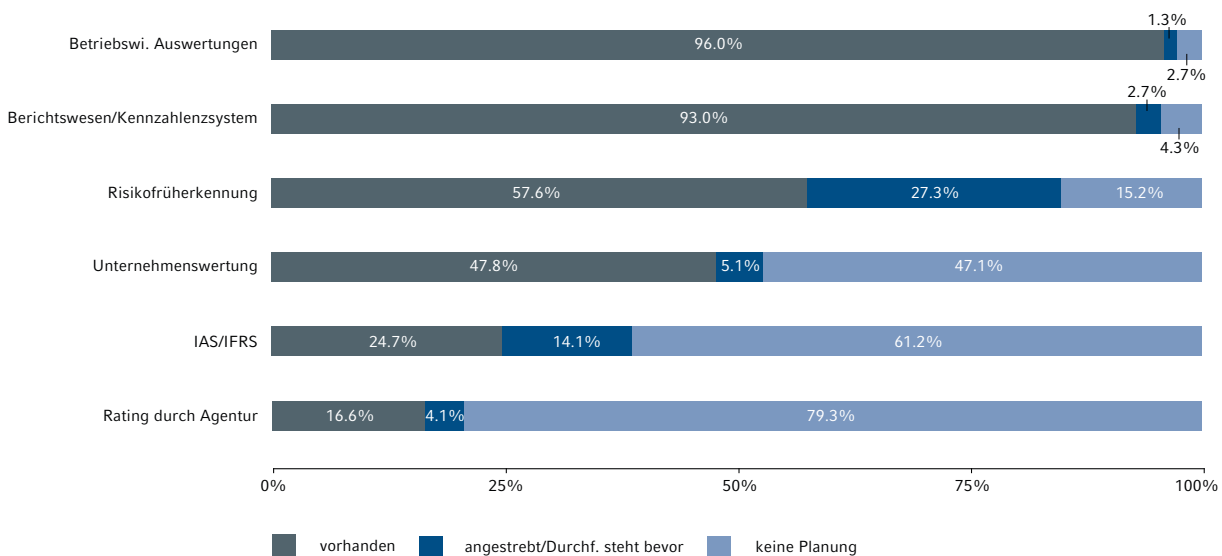
Gleichwohl deuten verschiedene Indikatoren indirekt darauf hin, dass ein erfreulich hoher Grad an qualitativer Kapitalmarkt- bzw. Börsenreife unter den befragten Unternehmen besteht (siehe Abbildung 35). So können fast alle Unternehmen die Entwicklung von Umsätzen, Kosten und Gewinnen auch innerhalb des Jahresverlaufes mittels betriebswirtschaftlicher Auswertungen darstellen oder streben dies zumindest an. Nur geringfügig weniger Un-

ternehmen verfügen bereits über ein Berichtswesen und Kennzahlensystem. Auch eine systematische Risikofrüherkennung wird unter dem Eindruck der durch die Finanzmarktkrise ausgelösten realwirtschaftlichen Verwerfungen mehr und mehr zum Standard bei den mittelständischen Unternehmen. Bereits 57,6 Prozent der Umfrageteilnehmer verfügen hierüber; weitere 27,3 Prozent streben die Implementierung eines Risikofrüherkennungssystems an.

Mit etwas Abstand folgen weitere, unmittelbar mit Kapitalmarktfinanzierungen im Zusammenhang stehende Merkmale. Fast jedes zweite Unternehmen verfügt über eine externe Unternehmensbewertung (z.B. durch einen Wirtschaftsprüfer); jedes vierte Unternehmen bilanziert nach internationalen Rechnungslegungsstandards IAS/IFRS, und 16,6 Prozent wurden von einer Ratingagentur benotet.

Im Vergleich zur Vorgängerstudie aus dem Jahr 2007 hat sich die Vorbereitung auf die Anforderungen des Kapitalmarktes damit noch einmal leicht verbessert. Vor allem ist

Abbildung 35: Gute Vorbereitung auf Anforderungen externer Kapitalgeber



Quelle: Eigene Erhebungen

der Anteil der Unternehmen mit einer externen Unternehmensbewertung (plus 22 Prozentpunkte) und mit IAS/IFRS-Bilanzierung (plus 7 Prozentpunkte) merklich gestiegen. Allerdings verfügen deutlich weniger Unternehmen über ein externes Rating (minus 10 Prozentpunkte).

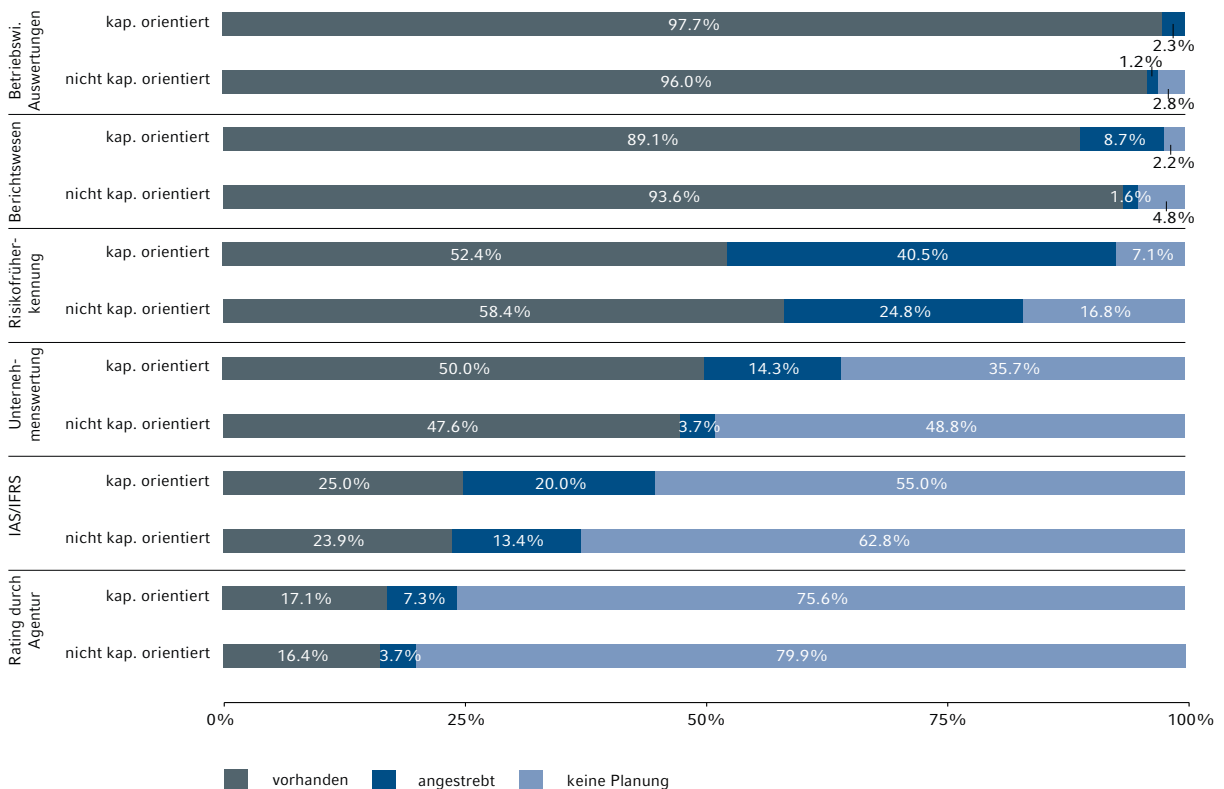
Eine nähere Analyse zeigt ebenso, dass vor allem wachstumsstarke Unternehmen überdurchschnittlich gut auf den Kapitalmarkt vorbereitet sind, während Unternehmensgröße und Eigenkapitalquote keinen Einfluss haben. Eine überdurchschnittliche Kapitalmarktreife im Sinne der Erfüllung der Anforderungen externer Kapitalgeber zeigen zudem Unternehmen, die Teil eines Konzerns sind, während – überraschenderweise – Unternehmen im Besitz von Venture-Capital- oder Private-Equity-Gesellschaften sich tendenziell als schlechter vorbereitet ansehen. Ferner halten sich qualitativ börsenfähige Unternehmen als tendenziell etwas besser über den Börsengang informiert.

Insgesamt stimmt es optimistisch, dass sich die Umfrageteilnehmer in vielerlei Hinsicht gut oder sogar besser als 2007 auf den Kapitalmarkt vorbereitet zeigen, so dass

Börsengänge hieran jedenfalls nicht scheitern müssen. Allerdings besteht kein deutlich systematischer Zusammenhang zwischen dem Grad der Vorbereitung in qualitativer Hinsicht und der tatsächlich geäußerten Kapitalmarktorientierung (siehe Abbildung 36). Dies gilt im Übrigen auch, wenn nicht nur die Neigung zu einem Börsengang, sondern die Affinität zu weiteren kapitalmarktnahen Finanzierungsformen in die Betrachtung einbezogen wird. So verfügen z.B. etwas mehr kapitalmarktorientierte Unternehmen über eine externe Unternehmensbewertung sowie eine IAS/IFRS-Bilanzierung oder streben diese an als Unternehmen, die sich einen Börsengang nicht vorstellen können.

Umgekehrt heißt dies, dass Unternehmen, die einen Börsengang anstreben, zum Teil sicher auch noch einen nennenswerten Nachholbedarf im Hinblick auf die Bedürfnisse der Kapitalgeber haben. So gibt immerhin fast jedes dritte an einem Börsengang interessierte Unternehmen an, keine externe Unternehmensbewertung durchführen zu wollen, was aber regelmäßig zu den Grundvoraussetzungen des Börsengangs gehört.

Abbildung 36: Kaum Zusammenhang zwischen Kapitalmarktorientierung und qualitativer Börsenreife



Quelle: Eigene Erhebungen

4.8 Qualitative Börsenreife und Kapitalmarktorientierung der „Idealkandidaten“

Im ersten Teil der Studie wurde anhand historischer Daten ermittelt, welche Unternehmen sich besonders gut für einen Börsengang eignen (siehe Kapitel 3). Börsenfähig sind demnach vor allem besonders wachstumsstarke Unternehmen. Diese Unternehmen zeigen auch in der Umfrage die mit Abstand deutlichste Kapitalmarktorientierung (siehe Kapitel 4.6.).

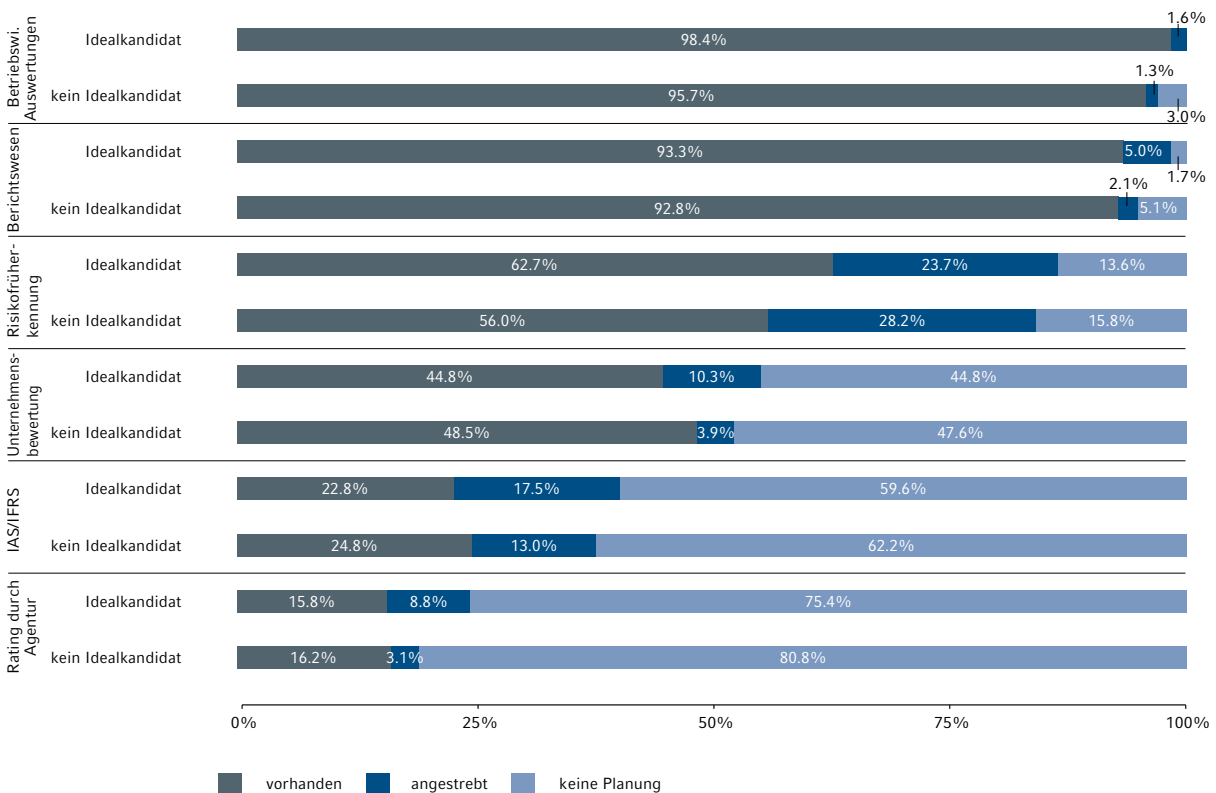
Die dem zweiten Teil der Studie zugrundeliegende Befragung mittelständischer Unternehmen bot die Gelegenheit, mehr über die Motive, die Vorbereitung und das Kapitalmarktwissen der so definierten „Idealkandidaten“ zu erfahren. Dabei wird das Hauptaugenmerk ebenfalls auf das angestrebte Wachstum gelegt. Insgesamt geben 61 Unternehmen an, dass sie in den kommenden Jahren jeweils ein Wachstum von zehn Prozent oder mehr erwarten, was in etwa der im ersten Teil ermittelten Grenze entspricht (siehe Kapitel 3.2.). Eine weitere Möglichkeit

der Differenzierung bietet die Unternehmensgröße, die im Entry Standard zehn Mio. Euro Jahresumsatz beträgt. Für den Prime Standard gilt hingegen als Orientierungsgröße ein Mindestumsatz von 50 Mio. Euro. Im Folgenden soll daher ebenfalls darauf abgestellt werden, ob es Unterschiede zwischen den Prime- und den Entry-Standard-Idealkandidaten gibt.

Wachstumsstarke Unternehmen sind besser informiert und vorbereitet, ...

Tatsächlich sind die „Idealkandidaten“ zum einen etwas besser vorbereitet auf den Börsengang als die Unternehmen, die geringere Wachstumsraten aufweisen (siehe Abbildung 37). Zum anderen verfügen sie auch über ein besseres Wissen zum Themenfeld „Börsengang“ (siehe Abbildung 38). Die Unterschiede sind aber nicht besonders groß, so dass die wirtschaftliche Börsenfähigkeit allein wenig darüber aussagt, ob die betreffenden Unternehmen sich mit dem Börsengang intensiv beschäftigen oder gar konkrete Vorbereitungen treffen, ihre Kapitalmarktfähigkeit herzustellen.

Abbildung 37: Qualitative Börsenreife nach Unternehmensgruppen



Quelle: Eigene Erhebungen:

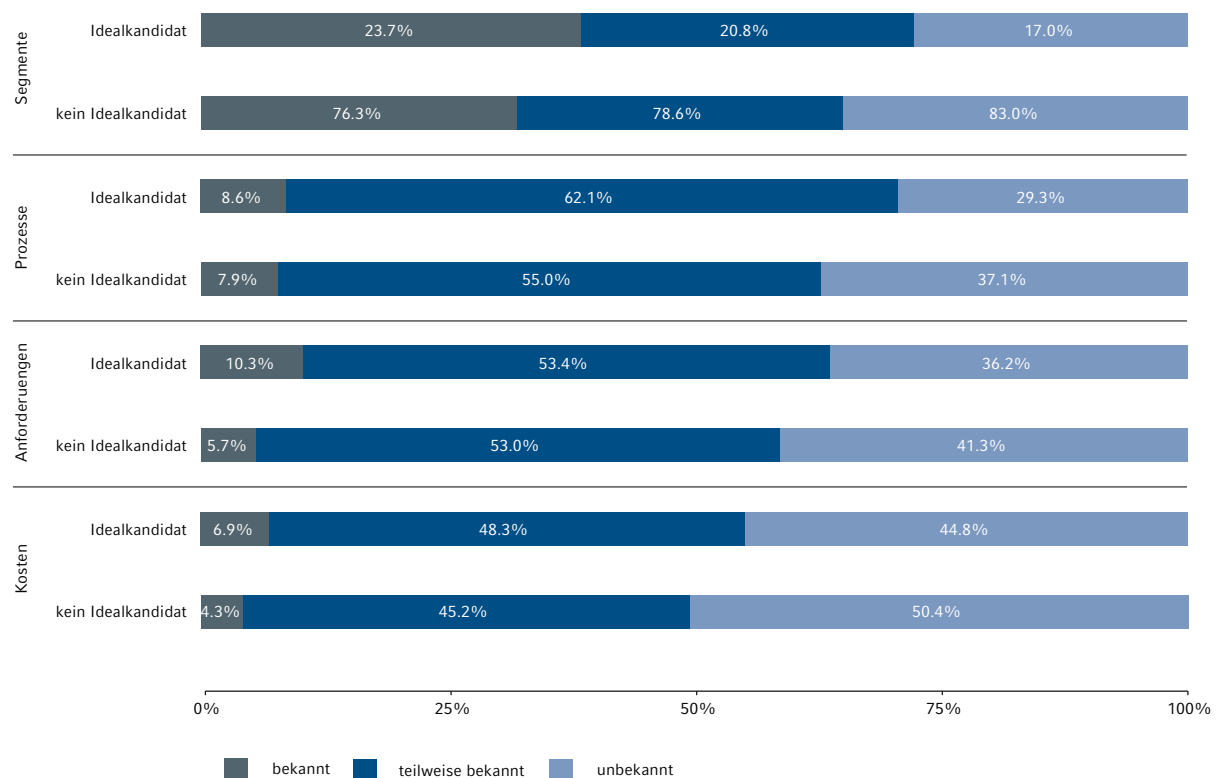
Ein hohes Ausmaß an Vorbereitung auf potenzielle Kapitalmarktanforderungen und Wissen über den Börsengang ist vor allem bei den größeren Idealkandidaten anzutreffen, also potenziellen Prime Standard-Kandidaten. Die Idealkandidaten mit einem Umsatz unter 50 Mio. Euro sind sogar eher etwas schlechter vorbereitet als der Durchschnitt aller Unternehmen. Dieses Muster ist nicht untypisch, denn kleinere Unternehmen haben manchmal Schwierigkeiten, ihre organisatorischen Prozesse ihrer Wachstumsdynamik anzupassen oder legen den Schwerpunkt eher auf realwirtschaftliche als finanzwirtschaftliche Bereiche.

... sind tendenziell anders motiviert für den Börsengang

Die hohen Wachstumserwartungen der Idealkandidaten kommen auch in den Motiven für einen etwaigen Börsengang zum Ausdruck. Stärker als die anderen kapitalmarkt-orientierten Unternehmen streben sie nach einer Stärkung

der Eigenkapitalbasis sowie danach, sich über den Börsengang auch andere Finanzierungsquellen zu erschließen (siehe Abbildung 39). Offenbar stoßen diese Unternehmen noch merklicher an die Grenzen ihrer derzeitigen Finanzierungsstruktur. Zudem verleihen die betreffenden Unternehmen dem Wunsch nach einer Verbesserung des Bekanntheitsgrades ein höheres Gewicht. Möglicherweise geschieht dies, weil es durch den Börsengang regelmäßig gelingt, weitere qualifizierte Mitarbeiter auf das Unternehmen aufmerksam zu machen, die wachstumsstarke Unternehmen naturgemäß besonders benötigen. Dass die Verringerung der Abhängigkeit von Fremdkapitalgebern – überraschenderweise – ein geringeres Gewicht erhält, erklärt sich spiegelbildlich mit der höheren Bedeutung des Börsengangs als Ausstiegs-Option für Venture-Capital- und Private-Equity-Gesellschaften.

Abbildung 38: Wissen über den Börsengang nach Unternehmensgruppen



Quelle: Eigene Erhebungen

Ute Gerbaulet

Global Head of Equity Capital Markets
Commerzbank AG

Das positive Kapitalmarktklima bis zur Mitte dieses Jahres konnten viele Unternehmen in Deutschland für Eigenkapitalemissionen nutzen. So beläuft sich das gesamte Platzierungsvolumen in den ersten drei Quartalen des Jahres 2011 auf ca. 27 Mrd. Euro, was über dem des Gesamtjahres 2010 liegt. Dabei haben mit ca. 25 Mrd. Euro die Sekundärmarktmaßnahmen bereits gelisteter Unternehmen dominiert, also Kapitalerhöhungen und Umplatzierungen. Die Kapitalerhöhungen der Commerzbank AG und der Porsche SA sowie die Umplatzierungen in Continental- und Thyssen Krupp-Aktien stechen vom Volumen her besonders hervor. Wichtig für den Kontext zu unserem Thema „Börsengang“ ist, dass auch diese beiden genannten, grossvolumigen Umplatzierungen letztendlich der Unternehmensrefinanzierung dienen. Dagegen machten die Börsengänge in diesem Jahr in Deutschland nur ein Volumen von ca. 1,5 Mrd. Euro aus und lagen von der Anzahl her weit unter den Erwartungen der Marktteilnehmer. Während der letztgenannte Punkt ein Ergebnis der makroökonomischen Krise im 2. Halbjahr dieses Jahres und der damit einhergehenden Investitionszurückhaltung institutioneller Investoren ist (und auch die Sekundärmarktmaßnahmen betrifft), heisst er dennoch nicht, dass Börsengänge in Deutschland an Bedeutung verlieren.

Das grosse Volumen an Folgetransaktionen über den Kapitalmarkt in den letzten beiden Jahren unterstreicht vielmehr den Gewinn an unternehmerischem Gestaltungsspielraum, den ein Börsenlisting für die Refinanzierung eines Unternehmens bietet – und dies in allen möglichen unternehmerischen Situationen: Expansion, Restrukturierung und (strukturierter) Eigentümerwechsel.

Die Gegenüberstellung der platzierten Volumina verdeutlicht aber auch, dass die Platzierung von Folgetransaktionen, also von bereits bekannten und besprochenen Aktien und Unternehmen bei Investoren grundsätzlich einfacher gelingt als die Vermarktung „neuer“ Aktien und im Kapitalmarkt noch unbekannter Unternehmen. Woran liegt das bzw. was sind die besonderen Anforderungen von institutionellen Investoren an Börsenneulinge, um zu einer positiven und nachhaltigen Kaufentscheidung zu gelangen?

Neben den selbstverständlichen formalen Anforderungen (z.B. Rechtsform, Erfüllung der satzungsrechtlichen Zulassungsvoraussetzungen oder Reporting zur Einhaltung der Folgepflichten) sind dies insbesondere qualitative Kriterien bezüglich Unternehmenspositionierung und Management. Diese qualitativen Kriterien werden im IPO-Kontext als „Equity Story“ bezeichnet. Sie umfassen die Ertragskraft, die Wachstumschancen, die Wettbewerbsfähigkeit, die Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells und die Qualität und Erfahrung des Managements. Je positiver diese Merkmale von Investoren im Vergleich zu alternativen Aktieninvestments z.B. im spezifischen Sektor oder der Region (je nach Zielrichtung der Anlagestrategie) bewertet werden, desto höher das Interesse und damit die Platzierungschancen. Einige dieser Punkte werden auch statistisch eindeutig in dieser Studie belegt. Hinzu kommen als weitere, sogenannte „exogene“ Faktoren die Punkte „Mindestemissionsvolumen“ und „Liquidität in der Aktie“ im Handel nach Börsengang. Die im Rahmen des Börsengangs bei institutionellen und privaten Investoren platzierten Aktien bilden den sogenannten „Free Float“, welcher auch maßgeblich für die Aufnahme der Aktie in einen der Börsenindizes sind. Hier ist festzuhalten, dass mit einem hohen Free Float und zunehmender Liquidität in der Aktie sich eine ebenfalls zunehmende Zahl internationaler, institutioneller Investoren für die Aktie interessieren wird.

Ein Mindestemissionsvolumen und die damit verbundene höhere Liquidität in der Aktie erleichtert die Anlageentscheidung von Investoren signifikant und ist nicht selten eine Voraussetzung, damit manche Investoren überhaupt in die Aktie investieren dürfen. Eine reduzierte Anzahl an Investoren erschwert daher sicherlich die Platzierung von kleineren Börsengängen insbesondere in einem volatilen Umfeld, macht sie aber bei Vorliegen der genannten qualitativen Kriterien nicht unmöglich, wie der erfolgreiche Börsengang der Derby Cycle AG recht eindrucksvoll gezeigt hat. An diesem Beispiel lässt sich ebenfalls verdeutlichen, dass Investitionsentscheidungen darüberhinaus auch positiv verknüpft sind mit dem Exposure der Aktie zu sog. Megatrends, welche ebenfalls die Anlagestrategie vieler institutioneller Anleger determinieren. Hierzu zählen u.a. seit einigen Jahren die Themen Nachhaltigkeit, Internet und mobile Medien, demographischer Wandel und Rohstoffe.

Die Aufgabe der emissionsbegleitenden Banken ist es dabei, diese Bündel an Kriterien mit dem Börsenkandidaten im individuellen Fall auszuarbeiten, um so die passenden Investoren zu finden und einen erfolgreichen Börsengang zu gestalten. Dies dient als Basis, um für die Zukunft die Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten von Unternehmen und Unternehmern um eine tragfähige Facette zu erweitern.

... und haben die gleichen Vorbehalte gegen den Börsengang

Während sich die Motive der Idealkandidaten für den Börsengang zum Teil deutlich von denen der anderen Unternehmen unterscheiden, gibt es im Hinblick auf die geäußerten Vorbehalte gegen den Börsengang kaum Unterschiede. Unternehmen mit besonders günstigen wirtschaftlichen Voraussetzungen für den Börsengang halten sich ebenfalls für zu klein, sehen sich mehrheitlich ausreichend gut finanziert oder wollen schlicht keine anderen Teilhaber im Unternehmen (siehe Abbildung 40). Im Vergleich weniger häufig werden die Angemessenheit der Eigenkapitalquote sowie die Angst vor einem Verlust unternehmerischer Autonomie genannt, etwas häufiger das Argument mangelnder Kenntnisse sowie einer voraussichtlich zu geringen Bewertung. Zieht man die Grenze für ein wachstumsstarkes Unternehmen nicht bei zehn Prozent, sondern bei fünf Prozent Wachstum p.a., erlangen auch regulatorische Gründe gegen den Börsengang (Regulierungsniveau und gesetzliche Transparenzanforderungen) ein höheres Gewicht.

Allerdings weisen die größeren Idealkandidaten mit einem Umsatz von mehr als 50 Mio. Euro ein abweichendes Antwortmuster auf (siehe Abbildung 41). Wichtigere Vorbehalte gegenüber dem Börsengang sind hier die Skepsis gegenüber anderen Teilhabern, die Kosten des Börsengangs und die vermeintlich hohen Transparenzanforderungen externer Kapitalgeber. Diese Einstellung der Großunternehmen scheint damit häufig grundsätzlicher Natur zu sein als bei den kleineren Idealkandidaten. Gleichzeitig hält sich immerhin jedes zweite Unternehmen mit einem Umsatz von mehr als 50 Mio. Euro und einem Jahreswachstum von mehr als zehn Prozent für zu klein, eine Börsenfinanzierung durchzuführen, obwohl im ersten Teil der Studie gezeigt werden konnte, dass Börsengänge in diesem Bereich üblich und auch erfolgreich sind (siehe Kapitel 3).

Zusammenfassend sind es bei den größeren wachstumsstarken Unternehmen eher grundsätzliche Vorbehalte gegen den Börsengang, während es bei den kleineren neben der Größe vor allem die Tatsache ist, dass die Unternehmen das Gefühl haben, über eine ausreichende Finanzierungsbasis zu verfügen.

Abbildung 39: Motive für den Börsengang nach Unternehmensgruppen

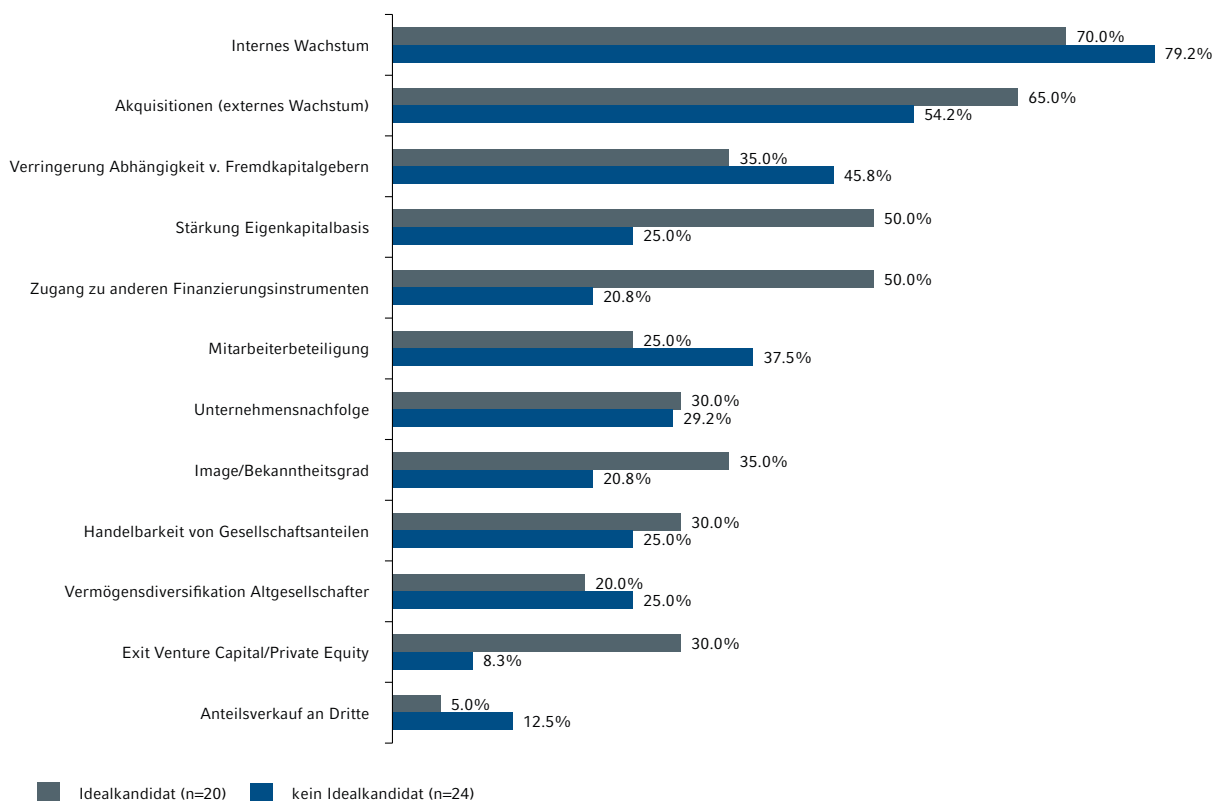
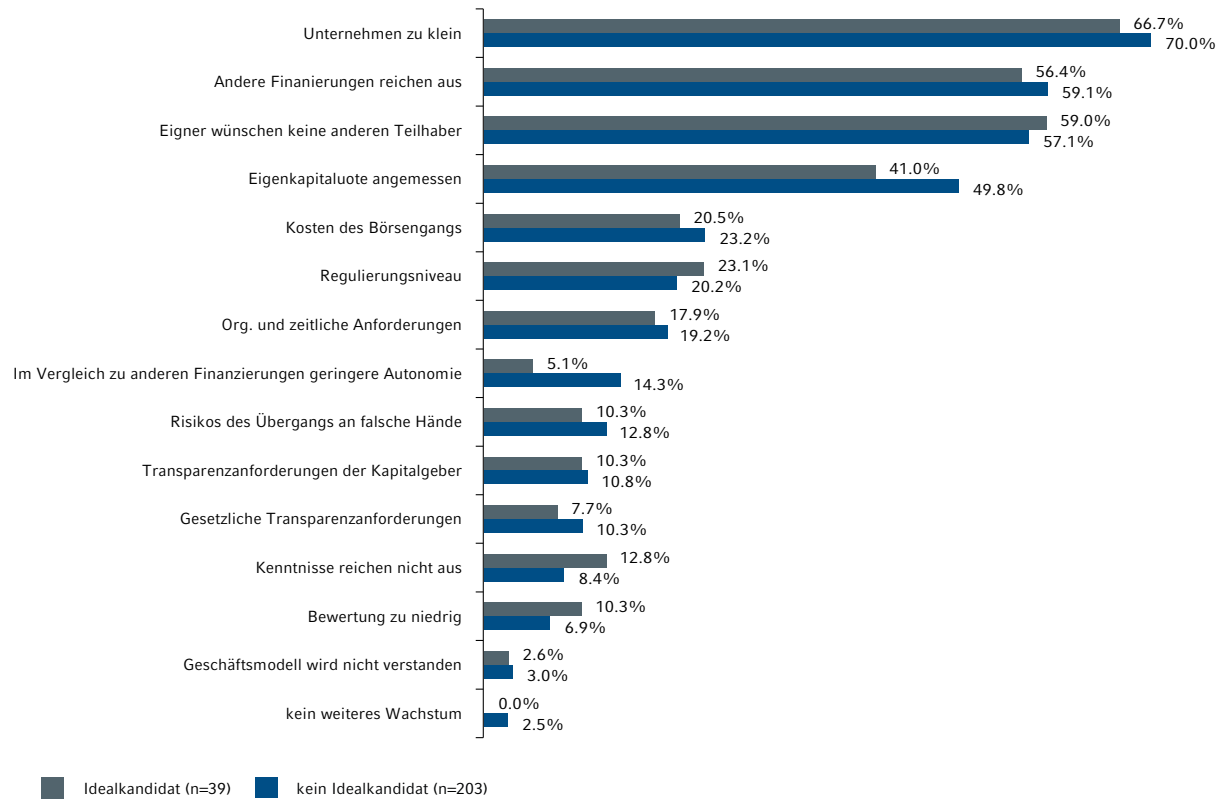
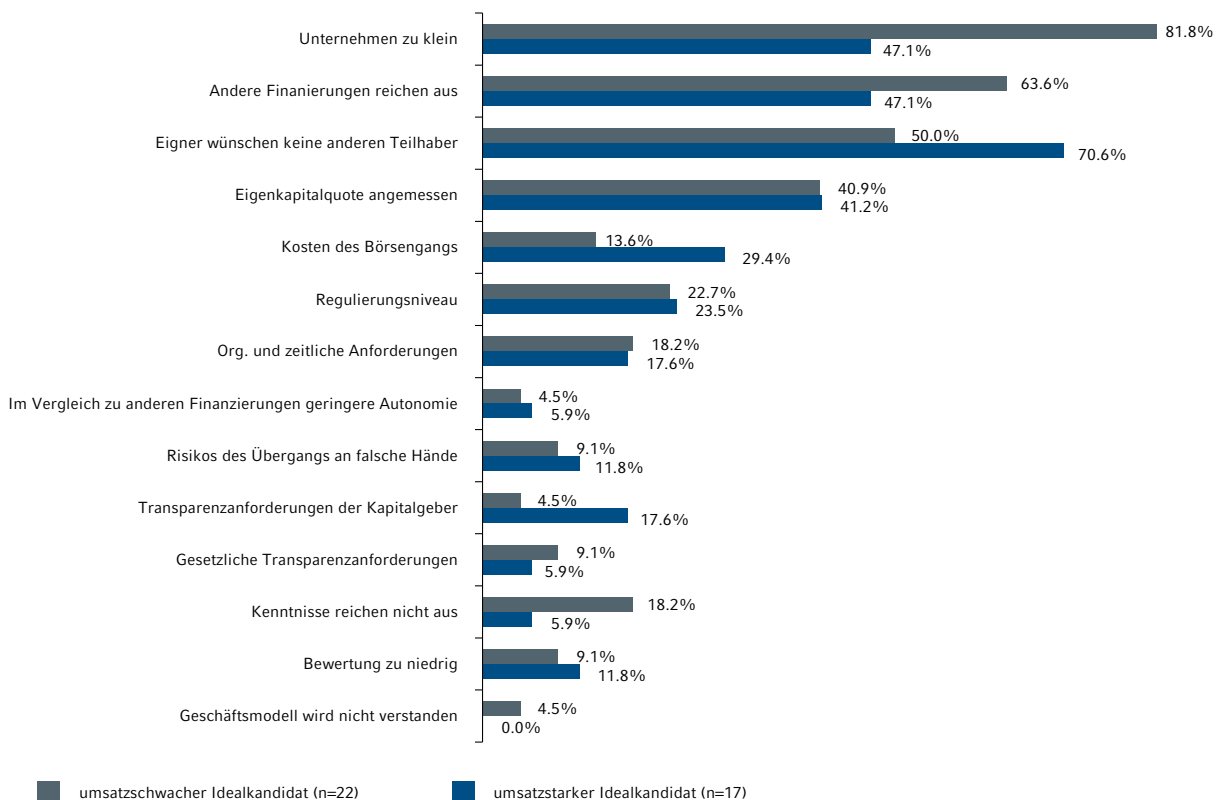


Abbildung 40: Vorbehalte gegen den Börsengang (nach Unternehmensgruppen)



Quelle: Eigene Erhebungen

Abbildung 41: Vorbehalte gegen den Börsengang (nach Umsatz)



Quelle: Eigene Erhebungen



5 Fazit

Die immer noch nicht überwundene Finanz- und Wirtschaftskrise hat bei der überwiegenden Mehrzahl der mittelständischen Unternehmen dazu geführt, Finanzierung als strategischen Faktor zu begreifen. Das Unternehmen krisenfester zu machen und dementsprechend Liquidität und Eigenkapital zu stärken, werden heute von der Mehrzahl der befragten Unternehmen als wichtige strategische Ziel angesehen. Zur Erfüllung dieser Ziele wird hingegen schwerpunktmäßig weiterhin auf die Innenfinanzierung, den Bankkredit und Finanzierungen aus dem engeren Gesellschafterkreis gesetzt, so dass die Finanzmarktkrise nicht zu einer grundlegenden Veränderung der Finanzierungsmuster geführt hat.

Die Börsen- und Kapitalmarktfinanzierung gerät vor diesem Hintergrund weiter ins Hintertreffen. Schon fast paradox erscheint, dass die Bereitschaft der mittelständischen Unternehmen weiter zunimmt, Transparenzanforderungen der Kapitalgeber zu entsprechen. Auch betriebswirtschaftliche und organisatorische Anforderungen externer Kapitalgeber werden bereits erfreulich oft erfüllt. Eigentlich wären damit die Grundvoraussetzungen für Kapitalmarkt und Börsengang in vielen Fällen gegeben. Gewichtiger als die Chancen, die sich aus der Nutzung des Kapitalmarktes im Hinblick auf die Finanzierung von unternehmerischem Wachstum und Diversifikation der Finanzierungsbasis ergeben, sind offenbar andere Argumente: Die Unternehmen halten sich für Kapitalmarktfinanzierungen für zu klein oder wünschen schlicht keine anderen Teilhaber.

Offenbar noch nicht hinreichend bekannt ist bei den Unternehmen die Alternative einer Aufnahme von Fremdkapital über die Börse durch die Begebung von Unternehmensanleihen. Dieser Weg steht auch Unternehmen offen, die nicht in der Rechtsform einer AG firmieren, z.B. GmbHs, was den Kreis potenzieller Emittenten erheblich vergrößert. Da die entsprechenden Handelssegmente an den Börsen, z.B. der Entry Standard für Unternehmensanleihen an der Deutschen Börse, noch relativ jung sind, besteht hier eventuell ein Informationsdefizit.

Die Skepsis gegenüber Kapitalmarkt und Börse ist zwar angesichts des teils äußerst volatilen Kapitalmarktfeldes der vergangenen Jahre verständlich; die genannten Gründe beruhen aber häufig auf Missverständnissen auch unter denjenigen Börsenkandidaten, die über ein hohes Wachstum verfügen und damit einen hohen Kapitalbedarf haben. Schließlich ist es vielen mittelständisch ausgerichteten Unternehmen in den zurückliegenden

Jahren gelungen, erfolgreich an der Börse Eigenkapital aufzunehmen. So gibt es im Entry Standard der Deutschen Börse zahlreiche Unternehmen, die zum Zeitpunkt des Börsengangs einen Umsatz von weniger als fünf Mio. Euro hatten. Zwar ist letztendlich immer die individuelle Situation des jeweiligen Börsenkandidaten ausschlaggebend. Dennoch kann davon ausgegangen werden, dass die Unternehmensgröße der meisten befragten Mittelständler vor diesem Hintergrund kein echtes Hindernis für den Börsengang darstellen würde.

Außerdem ist im deutschen Mittelstand nach wie vor die Befürchtung groß, der Börsengang ginge mit einem deutlichen Verlust an unternehmerischer Autonomie einher. Dem ist aber entgegenzuhalten, dass viele börsennotierte Unternehmen nach dem Börsengang den unternehmerischen Handlungsspielraum vergrößern konnten. Dies belegen andere Befragungen des Deutschen Aktieninstituts. Die Befürchtung, die „Herrschaft“ über wichtige strategische Entscheidungen zu verlieren, ist daher in vielen Fällen unbegründet. Ferner bleibt es jedem Alt-eigentümer unbenommen, auch nach dem Börsengang die Mehrheit der Aktien zu behalten, um damit die strategische Ausrichtung des Unternehmens weiterhin maßgeblich bestimmen zu können. Abgesehen davon ermöglicht die gestärkte Eigenkapitalausstattung den Zugang zu anderen Finanzierungsquellen. Ebenso fällt es börsennotierten Unternehmen aus Reputationsgründen oftmals leichter, qualifizierte Mitarbeiter zu gewinnen. Dies alles trägt dazu bei, Wachstumsstrategien mit Erfolg umzusetzen und die Anzahl unternehmerischer Handlungsoptionen zu erhöhen.

Nicht nur aus betriebswirtschaftlicher, sondern auch aus volkswirtschaftlicher Sicht spricht vieles für die Eigenkapitalversorgung über den Börsengang. Die Finanzmarktkrise hat gezeigt, dass eine angemessene Eigenkapitalquote als Puffer für unerwartete Verluste die Stabilität der Unternehmen und damit des gesamten Wirtschaftssystems erhöhen kann. Dies gilt umso mehr in diesen Zeiten, die durch eine relativ hohe Unsicherheit hinsichtlich der weiteren konjunkturellen Entwicklung geprägt sind. Eigenkapital ist zudem notwendig, um die Innovationskraft der Unternehmen und damit die Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft zu gewährleisten oder zu erhöhen. Gleichzeitig bietet die Börsenfinanzierung dem Mittelstand die Möglichkeit, zu expandieren und die Beschäftigung zu erhöhen. Diese volkswirtschaftlichen Gründe sprechen klar für den Börsengang – auch im Mittelstand.

Autoren

Univ.-Prof. Dr. **Christoph Kaserer** ist Ordinarius und Inhaber des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzmanagement und Kapitalmärkte, an der Technischen Universität München, und Co-Direktor des Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS). Von 2005 bis 2010 war er zudem Dekan der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften an der TU München. Prof. Kaserer hat die Potenzialanalyse in Kapitel 3 sowie das einleitende Kapitel 2 dieser Studie erarbeitet.

Dr. **Gerrit Fey**, Dipl.-Volkswirt, ist seit Sommer 2004 Referent für Kapitalmarktpolitik beim Deutschen Aktieninstitut e.V., wo er in den vergangenen Jahren eine Reihe von Gesetzesverfahren begleitet hat, die börsennotierte Unternehmen betrafen. Gerrit Fey ist Autor oder Mitautor von empirischen Untersuchungen des Deutschen Aktieninstituts zum deutschen Kapitalmarkt und hat an der Hochschule Pforzheim mehrere Lehraufträge erfüllt.

Dr. **Norbert Kuhn**, Dipl.Volkswirt und Dipl.-Politologe. Seit Herbst 2006 ist Norbert Kuhn Referent für Kapitalmarktpolitik am Deutschen Aktieninstitut e.V. Er hat Beiträge zu den Themen Kapitalmarkt, Börse, Genossenschaftsbanken und Bankenregulierung publiziert.

Norbert Kuhn und Gerrit Fey haben das Kapitel 4 dieser Studie erarbeitet.



Kontakte:

Commerzbank AG
Frankfurt am Main
www.commerzbank.de

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Frankfurt am Main
www.dai.de

Deutsche Börse AG
Frankfurt am Main
www.deutsche-boerse.com/mittelstand