



Mittelstand und Börse – die Unternehmerperspektive

Empirische Analyse von Börsensegmenten für den Mittelstand

BGP

VERÄNDERN IN VERANTWORTUNG

Eignungsanalyse der Börsensegmente aus Sicht der Mittelständler

HINTERGRUND DER STUDIE 1/2

Im Juli 2010 hat BGP – Bohnert Group of Partners die erste breit angelegte Studie zum Thema auslaufende Programm-Mezzanine vorgelegt. Die große Resonanz im Finanziererkreis führte zu einer weiterführenden Studie im Oktober 2010. Mehr als 100 Gespräche mit Finanzierern, Arrangeuren, Recovery Agents und Drittparteien wurden geführt.

Um die Sicht der Unternehmen darzustellen wurde im März dieses Jahres zusammen mit dem Lehrstuhl für Betriebswirtschaft insb. Finanzdienstleistungen an der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf von Prof. Dr. Börner, eine Unternehmensbefragung zum Thema „Mittelstandsfinanzierung über den öffentlichen Kapitalmarkt“ durchgeführt. Kern der Studie war die Frage, inwiefern sich spezielle Segmente öffentlicher Kapitalmärkte für die Refinanzierung mittelständischer Unternehmen eignen.

Den Hintergrund der Umfrage bildet das aktuell zum Teil schwierige Finanzierungsumfeld für mittelständische Unternehmen. Unter anderem in Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise stehen ganze Finanzierungsklassen wie z.B. die Standard-Mezzanine-Programme aktuell und auf absehbare Zeit - zumindest in der bekannten Form - nicht mehr zur Verfügung. Des Weiteren erhöhen die verschärften Eigenkapitalvorschriften im Rahmen von Basel III unter Umständen die Hürden bei klassischen Bankfinanzierungen.

Eignungsanalyse der Börsensegmente aus Sicht der Mittelständler

HINTERGRUND DER STUDIE 2/2

Insofern stellt sich aus Sicht kapitalsuchender Unternehmen die Frage nach gangbaren Alternativen. Als ein Beitrag zur Beantwortung dieser Frage wurde im Rahmen der vorliegenden Studie analysiert, inwiefern sich „Börsensegmente für den Mittelstand“ aus Sicht der Unternehmen und damit aus Sicht potenzieller Emittenten als eine solche Alternative erweisen können.

Im Rahmen einer Online-Umfrage wurde ein breites Spektrum mittelständischer Unternehmen zu den drei thematischen Schwerpunkten „Finanzierungssituation“, „Finanzierungsperspektive“ und „Finanzierungslösung Börse“ befragt.

Um eine breite Klasse deutscher mittelständischer Unternehmen zu erreichen, wurden eine Vielzahl unterschiedlicher Unternehmen anhand quantitativer und qualitativer Kriterien gruppiert. Auf Basis dieser Vorgruppierung wurden die Stichprobenunternehmen zufällig ausgewählt. Die Befragung erfolgte im März 2011. Insgesamt wurden rund 1.000 Unternehmen angeschrieben, von denen sich weit über siebzig beteiligten.

Wir wünschen eine anregende Lektüre.

Bedeutung der Börsen für den Mittelstand steigt

EXECUTIVE SUMMARY 1/2

Mittelständische Unternehmen haben eher wenig Erfahrung mit kapitalmarktbasieren oder kapitalmarktnahen Finanzierungsformen. Die Struktur der Passivseite ist von klassischen Finanzierungsformen geprägt. Die Unternehmensfinanzierung über Börsen spielt – bislang – eine deutlich untergeordnete Rolle.

Die Mehrheit der Befragten ist aber grundsätzlich der Meinung, dass – u.a. durch die verschärften Eigenkapitalvorschriften im Rahmen von Basel III – die Bedeutung des Kapitalmarkts für mittelständische Unternehmen zunehmen wird.

Insgesamt werden mittelständische Börsensegmente durch die Teilnehmer grundsätzlich positiv bewertet. Die Umfrageteilnehmer – und damit die potenziellen Emittenten – sehen darin eine gute Finanzierungsalternative zu klassischen Finanzierungsformen; teilweise scheinen diese jedoch hinsichtlich des aktuellen Unternehmensstadiums noch nicht geeignet.

Allgemein herrscht bei der Mehrheit der Befragten die Meinung vor, dass einmalige Emissionen niedriger Beträge (bis zu 25 Mio. EUR) aufgrund der mit der Emission einhergehenden Kosten wirtschaftlich nicht interessant seien. Ob vor dem Hintergrund dieser Ergebnisse der Verzicht auf Mindestemissionsvolumina wichtig ist, mag insofern bezweifelt werden.

Segmente „Bondm“ und „mittelstandsmarkt“ bei Bekanntheit vorn

EXECUTIVE SUMMARY 2/2

Die mit der Notiz in den Segmenten einhergehenden Anforderungen und Folgepflichten werden insgesamt als zu umfangreich wahrgenommen. Dies ist insofern überraschend, als dass die Anforderungen und Folgepflichten im Einzelnen als tendenziell wenig hinderlich empfunden wurden.

Im Bewusstsein der Unternehmen besonders gut verankert sind das Stuttgarter Segment „Bondm“ sowie der Düsseldorfer „mittelstandsmarkt“.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die Teilsegmente grundsätzlich eine zunehmend interessante Finanzierungsalternative für mittelständische Unternehmen darstellen. Während die Diversifikation der Finanzierungsstruktur und das Betreuungsangebot durch die Kapitalmarktpartner als wichtig erachtet werden, wird der Öffentlichkeitswirksamkeit einer Anleiheplatzierung bei den meisten Unternehmen wenig Gewicht beigemessen. Insbesondere für Unternehmen mit vergleichsweise guter Bonität und einem hohen Bekanntheitsgrad scheint sich eine „günstige“ Finanzierungsoportunität zu entwickeln.

I. Charakteristika der Stichprobenunternehmen

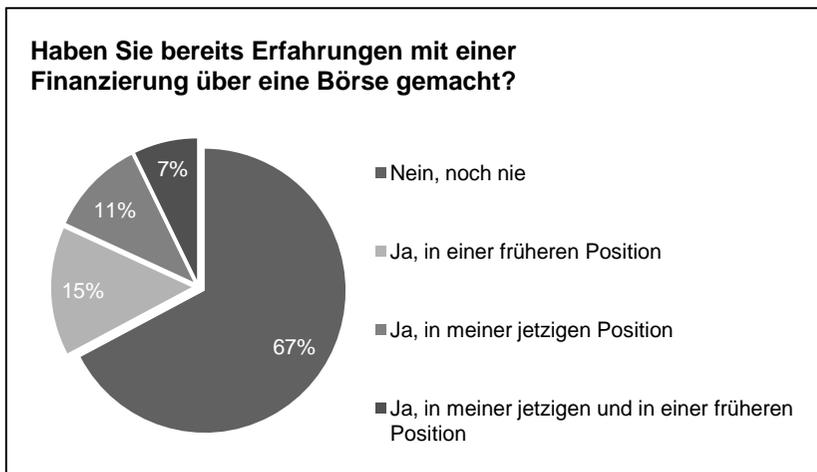
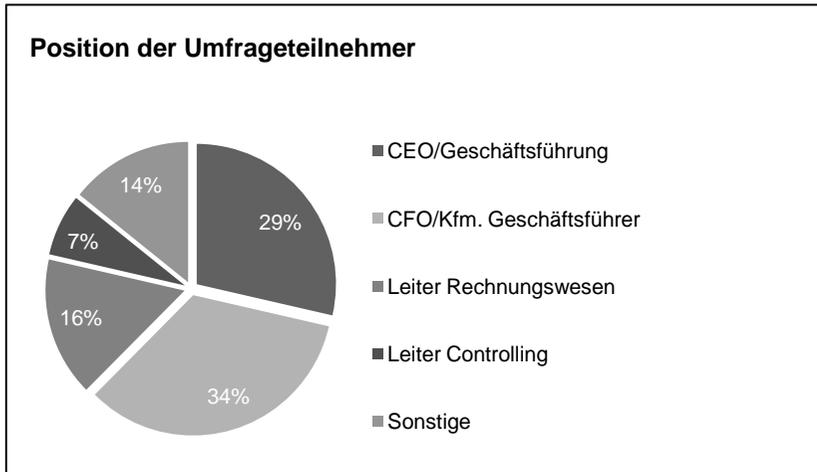
II. Finanzierungssituation

III. Finanzierungsperspektive

IV. Finanzierungslösung Börse

In der Studie wird eine breite Schicht des deutschen Mittelstandes repräsentiert

QUALITATIVE CHARAKTERISTIKA DER STICHPROBENUNTERNEHMEN

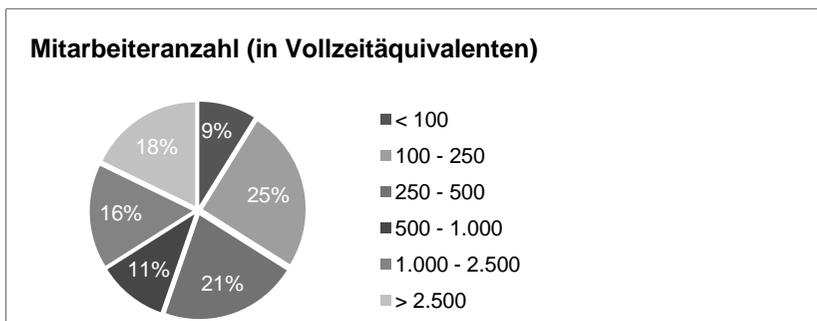
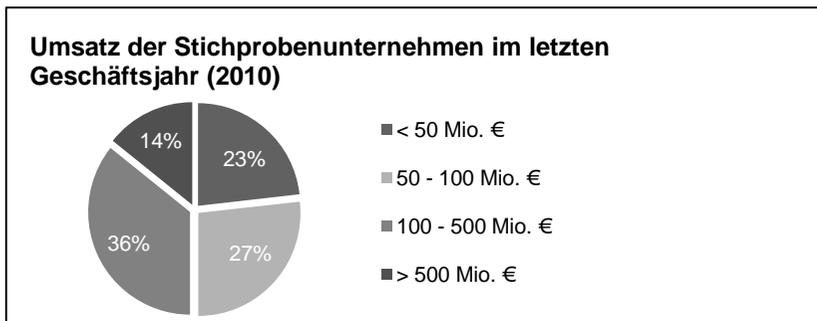
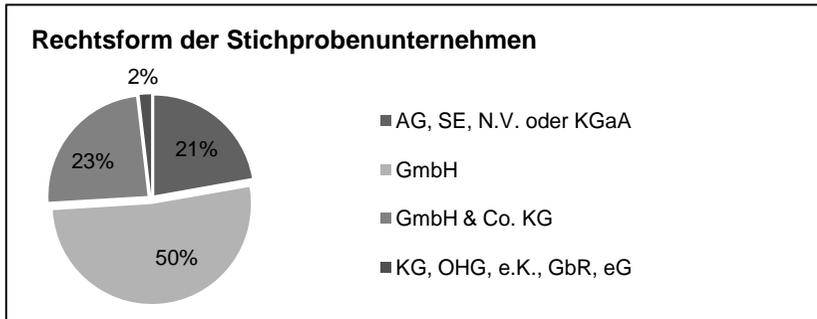


Kommentar:

- Die überwiegende Anzahl der Teilnehmer ist in leitenden Positionen mit Entscheidungsbefugnis
- Die meisten Befragten haben einen kaufmännisch geprägten Hintergrund
- Zwei Drittel der Befragten haben bislang noch überhaupt keine Erfahrung mit Kapitalmarktfinanzierungen gemacht
- 18% der Befragten haben in ihrer jetzigen Position Erfahrungen mit Kapitalmarktfinanzierungen gemacht

In der Studie wird eine breite Schicht des deutschen Mittelstandes repräsentiert

QUANTITATIVE CHARAKTERISTIKA DER STICHPROBENUNTERNEHMEN



Kommentar:

- Der Mittelstandsbegriff auf der Basis von Umsatz und Mitarbeitern wurde hier weiter gefasst als in den KMU-Definitionen des Instituts für Mittelstandsforschung und der Europäischen Kommission
- Kapitalgesellschaften machen den mit Abstand größten Teil der Stichprobenunternehmen aus
- Umsatzverteilung und Mitarbeiteranzahl zeigen, dass die Umfrageteilnehmer einen repräsentativen Querschnitt deutscher „mittelständischer“ Unternehmen widerspiegeln
- Rund 65% der Stichprobenunternehmen sind ganz oder mehrheitlich im Besitz einer oder mehrerer Familien
- Weitere rund 25% der Stichprobenunternehmen sind Teil eines Konzerns bzw. einer Unternehmensgruppe
- Dominante Branchenzugehörigkeiten* sind mit
 - 45% das verarbeitende Gewerbe
 - 15% „Handel; Instandhaltung und Reparatur von KFZ“
 - 11% „Erbringung von sonstigen Dienstleistungen“

* gem. Klassifikation der Wirtschaftszweige WZ 2008

I. Charakteristika der Stichprobenunternehmen

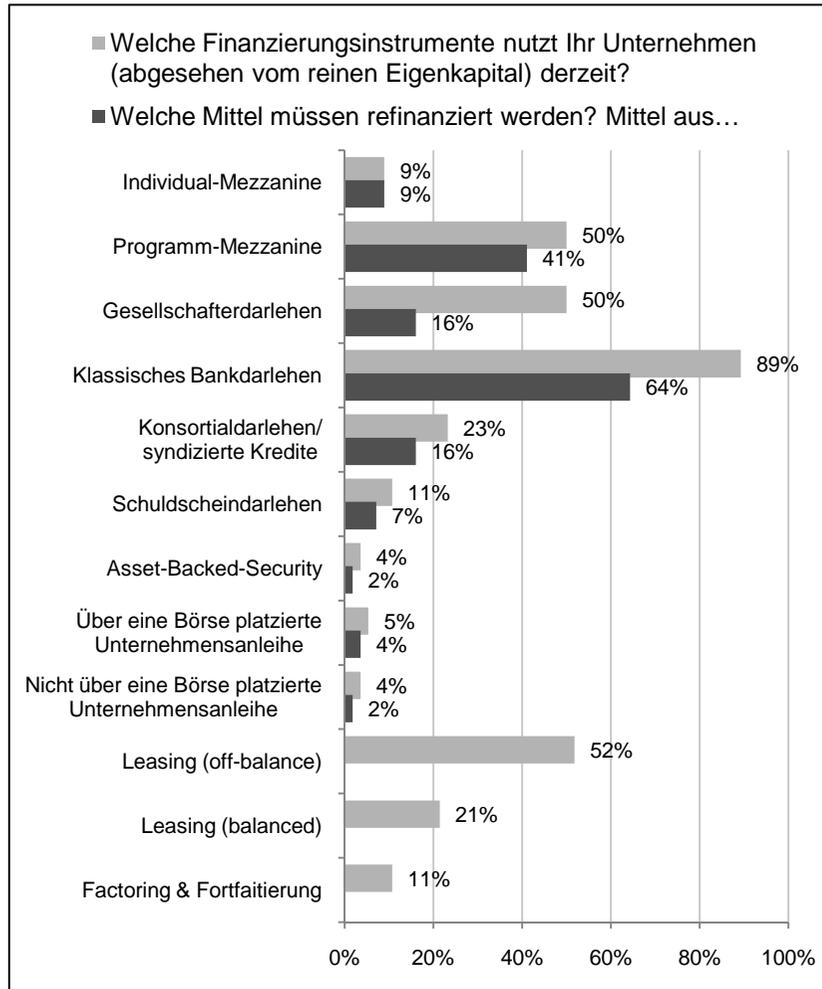
II. Finanzierungssituation

III. Finanzierungsperspektive

IV. Finanzierungslösung Börse

Klassische Bankfinanzierung und Leasing sind Hauptfinanzierungsquellen, mehr als die Hälfte der Unternehmen stehen vor Endfälligkeiten

FINANZIERUNGSSITUATION

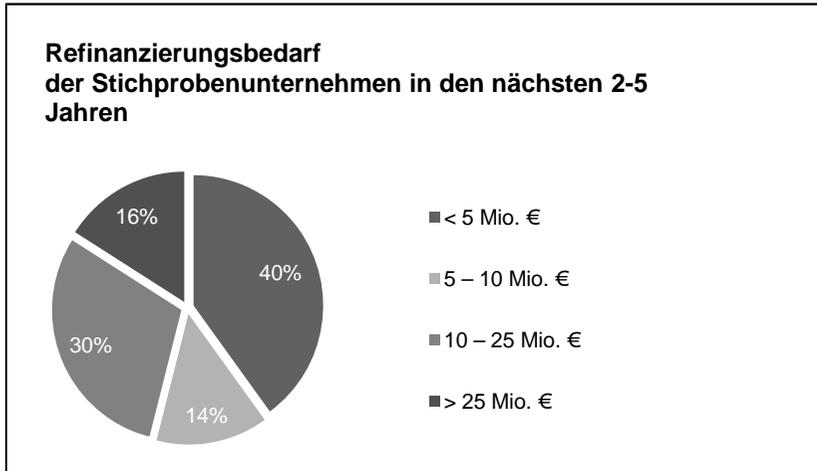


Kommentar:

- Kreditinstitute haben die mit Abstand größte Bedeutung externer Kapitalgeber
- Kapitalmarktbasierende oder kapitalmarktnahe Finanzierungsinstrumente werden bislang nur in sehr geringem Umfang genutzt
- Mind. 50% der Stichprobenunternehmen nutzen endfällige Finanzierungsinstrumente, insofern wäre eine Anleihe von der Fälligkeitsstruktur her nicht grundsätzlich neu
- Die Umsetzung des BilMoG wird in vielen Fällen dazu führen, dass bisherige off-balance Leasing-Finanzierungen in die Bilanz einbezogen werden müssen, was zu einer teilweise drastischen Bilanzverlängerung mit entsprechender Kennzahlenverschlechterung führen kann

Mehr als die Hälfte der Unternehmen haben einen mittelfristigen Refinanzierungsbedarf von unter zehn Mio. EUR

FINANZIERUNGSSITUATION



Kommentar:

- Insbesondere bei kleineren Emissionsvolumina führt die Fixkostenbelastung unter Umständen zu einer unwirtschaftlichen Effektivverzinsung. Daher dürfte für mind. 40% der Stichprobenunternehmen eine Kapitalmarktfinanzierung eher nicht in Frage kommen
 - Für Unternehmen mit einem Refinanzierungsbedarf zwischen 5 und 10 Mio. EUR (14%) dürfte eine Kapitalmarktfinanzierung nur in Einzelfällen möglich sein
-
- Knapp die Hälfte der befragten Unternehmen weisen einen Refinanzierungsbedarf auf, der zumindest die Mindestanforderungen des Segments „der mittelstandsmarkt“ der Börse Düsseldorf (Emissionsvolumen mind. 10 Mio. EUR) erfüllt
 - Immerhin 16% der Unternehmen haben mit einem Refinanzierungsbedarf von mehr als 25 Mio. EUR ein potenziell auch für institutionelle Investoren relevantes Volumen

I. Charakteristika der Stichprobenunternehmen

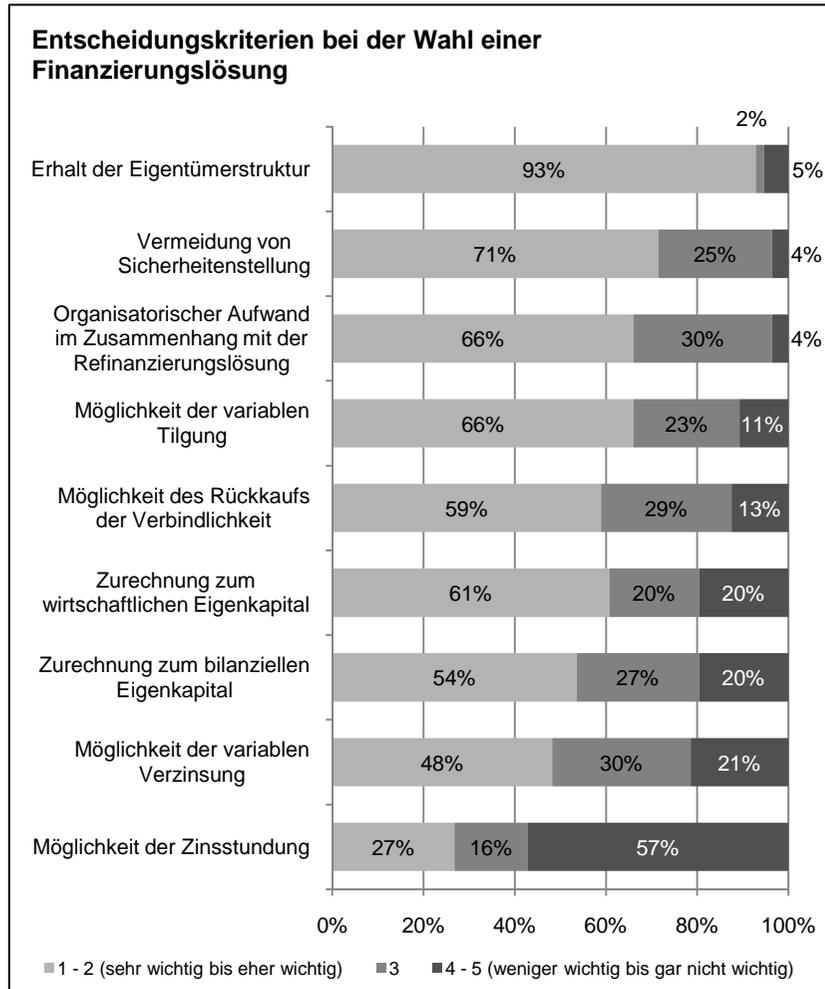
II. Finanzierungssituation

III. Finanzierungsperspektive

IV. Finanzierungslösung Börse

Top-Thema bei der Refinanzierung ist der Erhalt der Eigentümerstruktur

FINANZIERUNGSPERSPEKTIVE

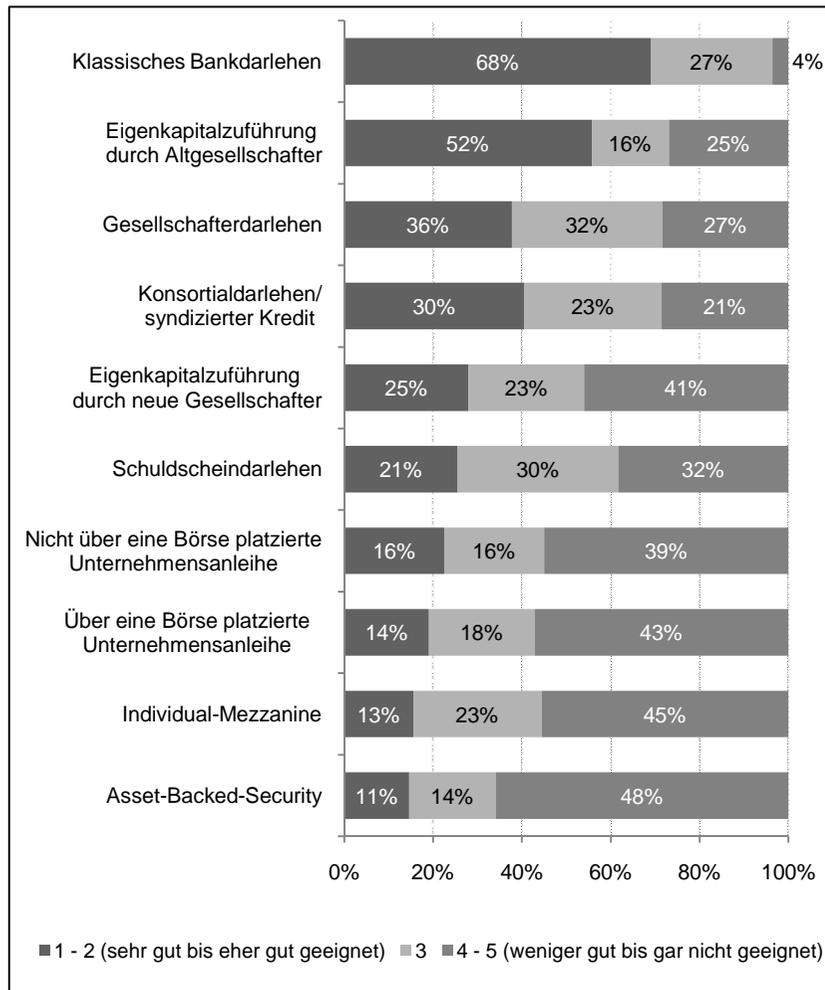


Kommentar:

- Das mit Abstand wichtigste Kriterium, welches eine Anschlussfinanzierungslösung erfüllen muss, ist der Erhalt der Eigentümerstruktur
- Die hohe Relevanz des organisatorischen Aufwandes zeigt, dass Beratungs- und Betreuungsangebote seitens der Transaktionspartner sinnvoll sind
- Für mehr als 60% der Befragten spielt die Zurechnung der Mittel zum wirtschaftlichen Eigenkapital eine entscheidungsrelevante Rolle
- Für mehr als die Hälfte der Befragten ist sogar die Zurechnung zum bilanziellen Eigenkapital von übergeordneter Bedeutung
- Die Möglichkeit der Zinsstundung wird als einziges der aufgeführten Merkmale mehrheitlich als weniger entscheidungsrelevant eingeschätzt

Auch für die Refinanzierung werden „klassische“ Formen bevorzugt: Bankdarlehen und Eigenkapitalstärkung durch Altgesellschafter

FINANZIERUNGSPERSPEKTIVE



Kommentar:

- Klassische Finanzierungsformen werden zur Refinanzierung mehrheitlich als sehr gut bis gut geeignet eingeschätzt
- Kapitalmarktbasierende und kapitalmarktnahe Finanzierungsformen
 - werden von großen Teilen der Befragten als weniger gut bis gar nicht gut geeignet eingeschätzt
 - der Anteil derer, die keine Einschätzung hinsichtlich der Eignung abgeben konnten, ist insbesondere bei diesen Finanzierungsformen vergleichsweise hoch
- Individual-Mezzanine werden ebenfalls mehrheitlich als zur Refinanzierung weniger gut geeignet eingeschätzt

I. Charakteristika der Stichprobenunternehmen

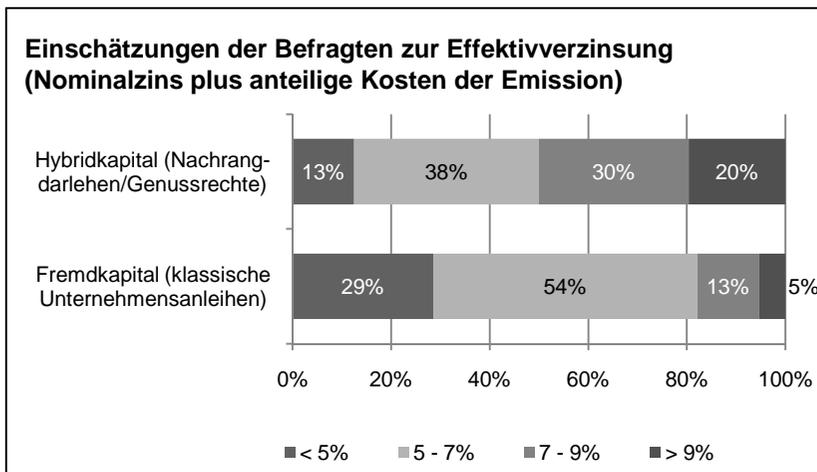
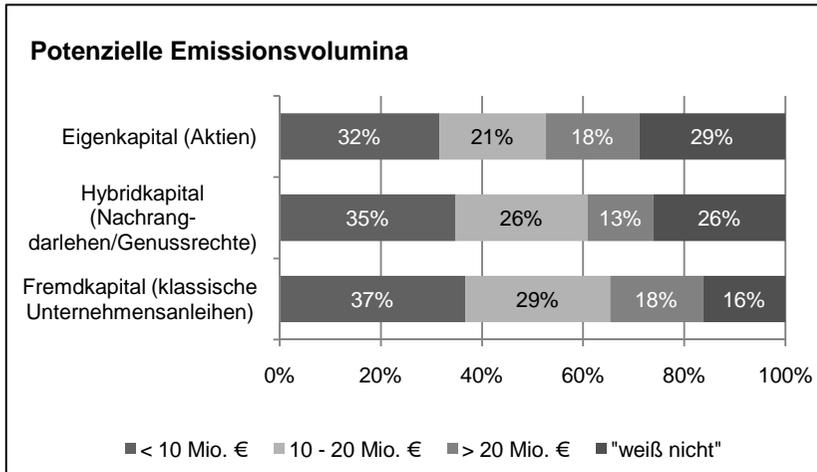
II. Finanzierungssituation

III. Finanzierungsperspektive

IV. Finanzierungslösung Börse

Die Gesamtkosten einer Finanzierung über eine Anleihe werden vermutlich zu gering eingeschätzt

FINANZIERUNGSLÖSUNG BÖRSE



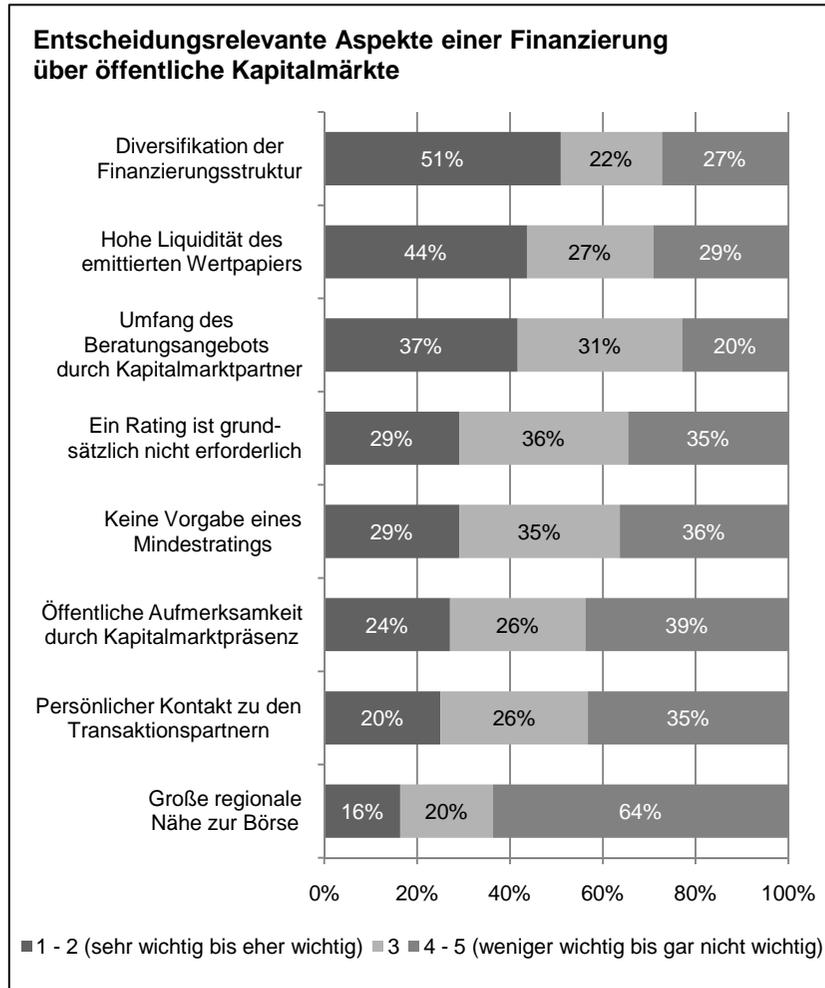
Kommentar:

- Die mittelständischen Unternehmen ziehen mehrheitlich Emissionsvolumina von weniger als 20 Mio. Euro in Betracht
- Immerhin kämen, je nach Art der aufgenommenen Mittel, für 39 bis 47% der Unternehmen potenziell Emissionsvolumina von mehr als 10 Mio. Euro in Betracht
- Die Befragten erwarten bei der Aufnahme von Hybridkapital über eine Börse eine höhere Verzinsung als im Falle einer Fremdkapitalaufnahme
- Dies entspricht der realistischen Annahme einer risikoadjustierten Rendite
- Im Vergleich zu aktuellen Emissionen* mit Nominalverzinsungen zwischen 6% und 9% zuzüglich Kosten erscheinen die Einschätzungen der Befragten allerdings als zu optimistisch bzw. zu gering

* Vgl. z.B. Helma 6,5%, Valensina 7,375%, Air Berlin 8,25%, Solar8 Energy 9,25%

Wenn an eine Finanzierung über eine Börse gedacht wird, steht die Diversifizierung der Kapitalstruktur ganz oben auf der Agenda

FINANZIERUNGSLÖSUNG BÖRSE

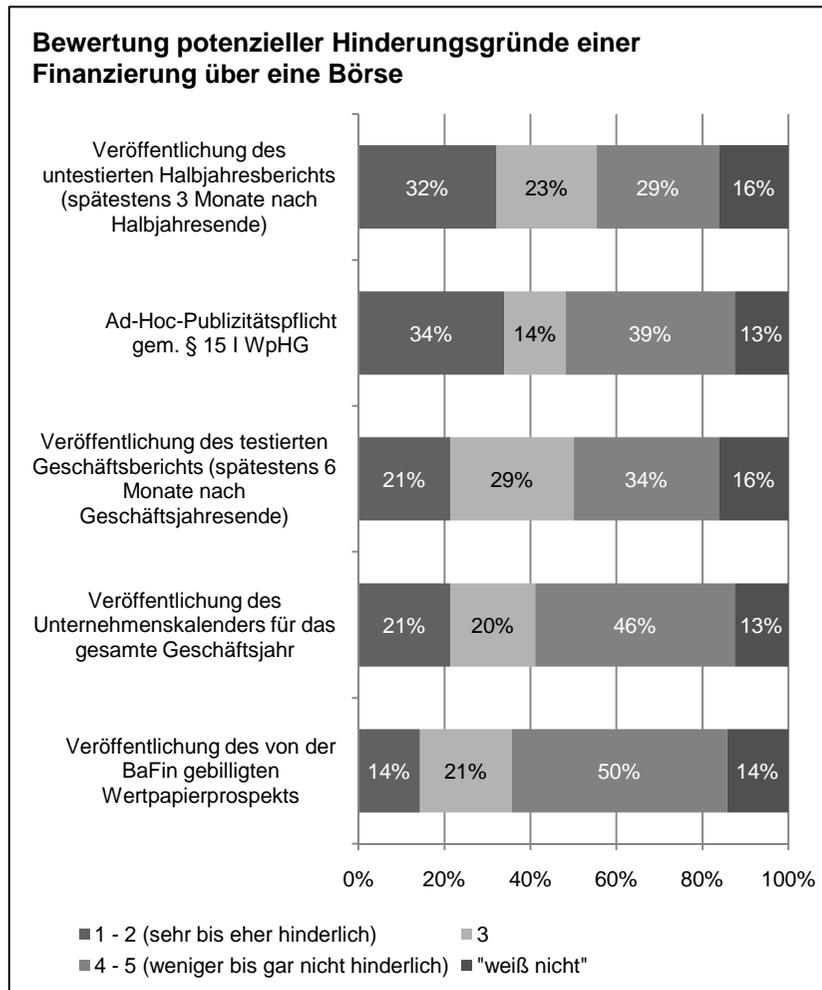


Kommentar:

- Beim Für und Wider einer Finanzierung über öffentliche Kapitalmärkte stehen im Vordergrund:
 - der Wunsch nach Diversifikation der Finanzierungsstruktur
 - eine hohe Liquidität des emittierten Wertpapiers
 - der Umfang des Beratungsangebots durch die Kapitalmarktpartner
- Das Erfordernis eines Ratings für ein Listing wird bei der Entscheidungsfindung als tendenziell weniger wichtig beurteilt
- Regionale Begebenheiten spielen bei der Entscheidungsfindung eine deutlich untergeordnete Rolle
- Marketingstrategische Gesichtspunkte konnten nicht als Argument für eine Kapitalmarktfinanzierung identifiziert werden

Der (vermeintlich) hohe organisatorische Aufwand bei den Folgepflichten schreckt Unternehmen ab

FINANZIERUNGSLÖSUNG BÖRSE

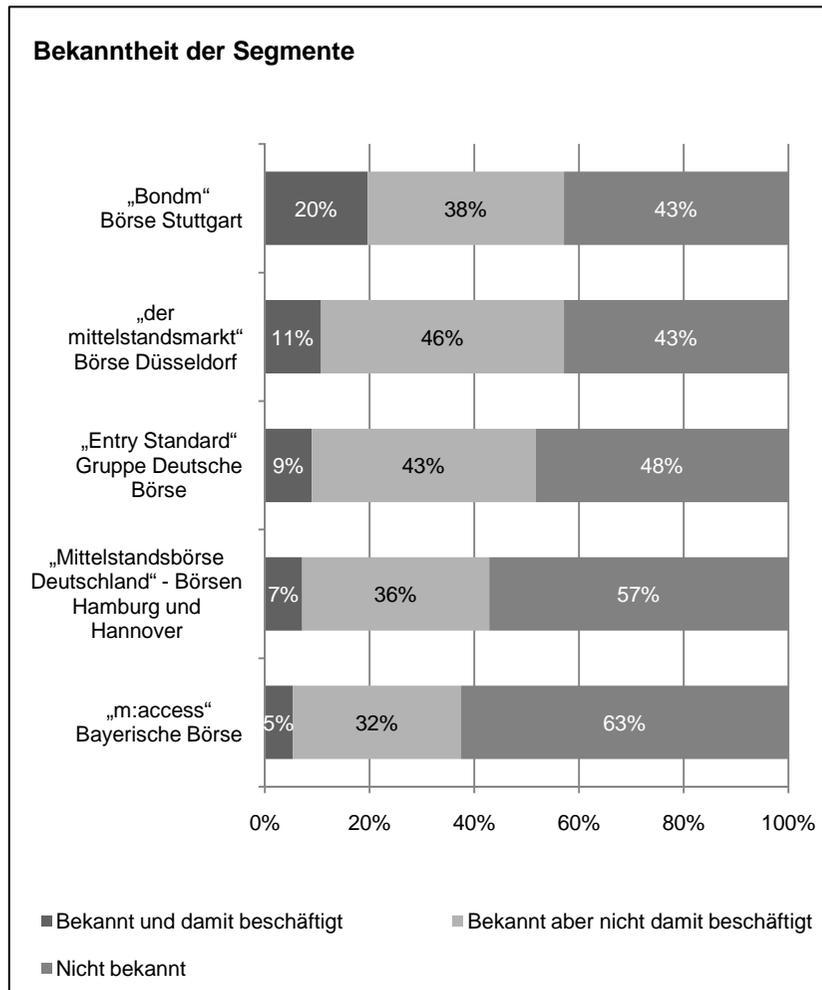


Kommentar:

- Bei der Konzeption der Studie sind die Autoren von der Hypothese ausgegangen, dass insbesondere die mit einer Emission von Wertpapieren durch öffentliches Angebot verbundenen Veröffentlichungspflichten für viele Mittelständler ein Problem darstellen könnten; diese Hypothese konnte jedoch durch die Studie nicht belegt werden
- Die Unternehmen scheinen grundsätzlich bereit und in der Lage zu sein den geforderten Transparenzpflichten hinsichtlich der Ganzjahreszahlen nachzukommen
- Die Veröffentlichung der Halbjahreszahlen und die Ad-Hoc-Publizitätspflicht werden problematischer beurteilt, was vor dem Hintergrund des damit verbundenen Mehraufwandes (organisatorisch und monetär) erklärbar sein könnte und zu der hohen Bedeutsamkeit des organisatorischen Aufwands bei allen Finanzierungsarten passt (vgl. S. 11)

Neben dem „Platzhirsch“ Bondm“ konnte sich „der mittelstandsmarkt“ erfolgreich im Bewusstsein der Unternehmen verankern

FINANZIERUNGSLÖSUNG BÖRSE



Kommentar:

- Insgesamt sind die mittelständischen Börsensegmente bislang vergleichsweise wenig bekannt
- Der Bekanntheitsgrad des Stuttgarter Segments „Bondm“ und des Düsseldorfer Segments „der mittelstandsmarkt“ war zum Zeitpunkt der Umfrage am höchsten
- Eine weitergehende Beschäftigung mit dem speziellen Segment kann am ehesten bei „Bondm“ attestiert werden

„Ist das nötige Geld vorhanden, ist das Ende meistens gut.“
Bertolt Brecht (1898-1956)

Für weitere Informationen

Dr. Jochen Brinkmann
Partner
brinkmann@bgpartner.de

Florian Schiffer
Consultant
schiffer@bgpartner.de

BGP Bohnert Group of Partners
Büro Düsseldorf
Kohlstraße 6
40883 Ratingen

www.bgpartner.de
Tel.: +49 (2102) 38 96 - 0
Fax.: +49 (2102) 38 96 - 11

© BGP – Bohnert Group of Partners. Eine Nutzung der hierin gegebenen Informationen ist unter Angabe der Quelle zulässig.