



Stiftung
Familienunternehmen

Die Kapitalmarktfähigkeit von Familienunternehmen

Unternehmensfinanzierung über Schuldschein, Anleihe und Börsengang



Impressum

Herausgeber:



Stiftung Familienunternehmen
Prinzregentenstraße 50
D-80538 München

Tel.: +49 (0) 89 / 12 76 400 02
Fax: +49 (0) 89 / 12 76 400 09
E-Mail: info@familienunternehmen.de
www.familienunternehmen.de



PricewaterhouseCoopers
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft AG
Dr. Peter Bartels
Vorstand
Familienunternehmen und Mittelstand
New-York-Ring 13
D-22297 Hamburg

Tel: +49 (0) 40 / 6378 2170
Email: Peter.Bartels@de.pwc.com
www.pwc.de/de/mittelstand

Bearbeitet von:



Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS)
Technische Universität München

Autoren:

Univ.-Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner
Univ.-Prof. Dr. Christoph Kaserer
Dipl.-Kffr. Nina Günther
Dipl.-Kffr. Sarah Volk

Inhalt

Abbildungsverzeichnis	4
Tabellenverzeichnis.....	5
Verzeichnis der Boxen.....	5
Abkürzungsverzeichnis.....	6
Vorwort	8
Executive Summary.....	10
1 Einleitung und Zielsetzung	16
2 Methodisches Vorgehen.....	18
2.1 Definition des Forschungsgegenstands.....	18
2.1.1 Definition des Begriffs Familienunternehmen.....	18
2.1.2 Definition des Begriffs Kapitalmarktfinanzierung.....	22
2.2 Qualitativer Forschungsansatz.....	24
2.2.1 Studienablauf.....	24
2.2.2 Aufbau der Ergebnisse.....	25
2.3 Auswahl und Charakterisierung der Stichprobe.....	26
2.3.1 Charakterisierung der Gesprächspartner.....	26
2.3.2 Charakteristika der untersuchten Familienunternehmen	27
3 Besonderheiten der Finanzierung von Familienunternehmen.....	31
3.1 Besonderheiten von Familienunternehmen.....	31
3.1.1 Grundlegende Eigenschaften	31
3.1.2 Entscheidungs- und Organisationsstruktur.....	33
3.1.3 Verantwortungsbewusstsein	34
3.1.4 Langfristorientierung	36
3.2 Finanzierung von Familienunternehmen.....	39
3.2.1 Theoretische Überlegungen zur Finanzierung von Familienunternehmen.....	39
3.2.2 Einfluss der Besonderheiten von Familienunternehmen auf Finanzierungsentscheidungen.....	41
4 Unternehmensfinanzierung in Deutschland.....	46
4.1 Finanzierungsumfeld	46
4.2 Unternehmensfinanzierung und Finanzierungsinstrumente.....	50
4.2.1 Allgemeine Finanzierungsquellen.....	50
4.2.2 Eigenkapitalfinanzierung	51
4.2.3 Fremdkapitalfinanzierung	52
4.2.4 Mezzaninefinanzierung	55
5 Vorbereitung der Kapitalmarktfinanzierung	58
5.1 Voraussetzungen für die Kapitalmarktnutzung.....	58
5.1.1 Kapitalmarktfähigkeit	58
5.1.2 Größe und bilanzielle Kennzahlen	61
5.1.3 Rechnungslegung und Publizität.....	66
5.1.4 Kapitalmarktinformation.....	77

5.1.5	Interne Organisation.....	87
5.2	Prüfung der Kapitalmarktfähigkeit	92
5.3	Entscheidungsprozess	94
5.3.1	Einflussfaktoren auf den Entscheidungsprozess.....	95
5.3.2	Informationssuche	99
5.3.3	Zusammenarbeit mit Partnern.....	101
6	Durchführung der Kapitalmarktfinanzierung	103
6.1	Gründe für die Kapitalmarktfinanzierung	103
6.1.1	Abgrenzung der Gründe für die Eigen- und Fremdkapitalaufnahme	103
6.1.2	Wachstum	106
6.1.3	Diversifikation	107
6.1.4	Weitere Gründe	108
6.2	Kapitalmarkttransaktionen.....	112
6.2.1	Prozesse der Kapitalmarktfinanzierung.....	112
6.2.2	Vorbereitungszeit	116
6.2.3	Kosten der Kapitalmarktfinanzierung	119
6.2.4	Wahl des Marktsegments	125
6.2.5	Timing.....	129
6.2.6	Investoren	131
6.3	Kapitalmarktpartner	140
6.3.1	Einbindung in den Finanzierungsprozess.....	140
6.3.2	Banken.....	141
6.3.3	Finanzberatungen.....	143
6.3.4	Ratingagenturen.....	144
6.3.5	Börsen.....	146
6.3.6	Weitere Kapitalmarktpartner	147
7	Erfahrungen mit der Kapitalmarktfinanzierung	148
7.1	Vorteile und Herausforderungen der Kapitalmarktfinanzierung.....	148
7.1.1	Transparenz und Kapitalmarktkommunikation	148
7.1.2	Unabhängigkeit und Flexibilität	154
7.2	Gesamtbewertung der Kapitalmarktfinanzierung	159
7.3	Schritte auf dem Weg zur Kapitalmarktfinanzierung	160
8	Implikationen und Ausblick	168
8.1	Zukünftige Finanzierungsinstrumente	168
8.2	Veränderungsbedarf in Deutschland.....	178
9	Fazit.....	186
	Literaturverzeichnis.....	188

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Definitionsansätze für Familienunternehmen	19
Abbildung 2:	EU-Definition für Familienunternehmen	22
Abbildung 3:	Unterscheidung privater und öffentlicher Kapitalmarkt	23
Abbildung 4:	Studienablauf und Methodik	24
Abbildung 5:	Aufbau und Struktur der Studie	25
Abbildung 6:	Zielstrukturen von Familienunternehmen (Dreikreismodell)	31
Abbildung 7:	Ziele, Werte und Eigenschaften von Familienunternehmen	32
Abbildung 8:	Einflussfaktoren auf die Finanzierungsentscheidung und Pecking-Order-Theorie.....	41
Abbildung 9:	Vergleich zwischen bankorientiertem und marktorientiertem Finanzsystem	46
Abbildung 10:	Finanzierungsstruktur von Unternehmen im Euroraum, USA, Japan und Großbritannien	48
Abbildung 11:	Bestands- und Emissionsvolumen der Wertpapiere deutscher Nicht-Finanzunternehmen....	49
Abbildung 12:	Kriterien der Kapitalmarktfähigkeit	59
Abbildung 13:	Unterscheidung der Publizitätsvorschriften	66
Abbildung 14:	Vorbehalte von Familienunternehmen gegenüber einem Rating.....	84
Abbildung 15:	Anforderungen an die interne Organisation.....	91
Abbildung 16:	Checkliste zur Kapitalmarktfähigkeit.....	93
Abbildung 17:	Entscheidungsprozess zur Nutzung einer Kapitalmarktfinanzierung	95
Abbildung 18:	Gründe für die Aufnahme von Eigenkapital über den Kapitalmarkt.....	104
Abbildung 19:	Gründe für die Aufnahme von Fremdkapital über den Kapitalmarkt	105
Abbildung 20:	Ablauf einer Kapitalmarkttransaktion	112
Abbildung 21:	Vorbereitungszeit einer Kapitalmarkttransaktion.....	117
Abbildung 22:	Kostenarten einer Kapitalmarkttransaktion	120
Abbildung 23:	Gebühren der begleitenden Banken bei einer Kapitalmarkttransaktion.....	121
Abbildung 24:	Charakterisierung und Bedeutung von Investoren	132
Abbildung 25:	Kapitalmarktpartner im Prozess der Kapitalmarktfinanzierung	141
Abbildung 26:	Vorteile und Nachteile von Transparenz und Kapitalmarktkommunikation	149
Abbildung 27:	Unabhängigkeit und Flexibilität durch Kapitalmarktfinanzierung	155
Abbildung 28:	Handlungsempfehlungen zur Kapitalmarktfinanzierung	161
Abbildung 29:	Alternative Finanzierungsquellen für Familienunternehmen	169
Abbildung 30:	Zukünftige Finanzierungsinstrumente der Kapitalmarktfinanzierung	177
Abbildung 31:	Veränderungsbedarf zur Finanzierung von Familienunternehmen	178

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Charakterisierung der Gesprächspartner	27
Tabelle 2:	Unternehmenscharakteristika der untersuchten Familienunternehmen	28
Tabelle 3:	Corporate-Governance-Charakteristika der untersuchten Familienunternehmen.....	29
Tabelle 4:	Unterschiede zwischen börsennotiertem Eigen- und Fremdkapital	51
Tabelle 5:	Beispiele der Segmente für Mittelstandsanleihen an deutschen Börsen.....	55
Tabelle 6:	Beispiele für Anleiheemissionen im Segment Bondm der Börse Stuttgart.....	62
Tabelle 7:	Beispiele für Börsengänge an der Frankfurter Wertpapierbörse	64

Verzeichnis der Boxen

Box 1:	Markt für Mittelstandsanleihen	54
Box 2:	Standard-Mezzanine-Programme.....	57
Box 3:	Kapitalmarktorientierung	67
Box 4:	Elektronischer Bundesanzeiger	69
Box 5:	Marktsegmente der Börse.....	75
Box 6:	Kapitalmarktfinanzierung und Erbschaftsteuer.....	110

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Backed Securities
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BewG	Bewertungsgesetz
BilMoG	Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts – Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz
BörsG	Börsengesetz
CDAX	Composite Deutscher Aktienindex
CEFS	Center for Entrepreneurial and Financial Studies
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EHUG	Gesetz über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister
ErbStG	Erbschaftsteuer- und Schenkungsteuergesetz
EU	Europäische Union
EVA	Economic Value Added
F-PEC	Family Power, Experience and Culture
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPO	Initial Public Offering
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KMU	Kleine und mittelgroße Unternehmen
KPI	Key Performance Indicator
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
Max.	Maximum
Min.	Minimum
OTC	Over the Counter
PublG	Gesetz über die Rechnungslegung von bestimmten Unternehmen und Konzernen – Publizitätsgesetz
SFI	Substantial Family Influence

US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel – Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist – Wertpapierprospektgesetz

Vorwort

Die Unternehmensfinanzierung stellt viele Familienunternehmen in Folge der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise und regulatorischer Änderungen vor eine Reihe von Herausforderungen: Die traditionelle Finanzierung über Bankkredite steht Familienunternehmen aufgrund der höheren Risikoprämien, die seitens der Banken gefordert werden, und der strengeren Eigenkapitalvorschriften, denen die Banken unterliegen, in begrenzterem Umfang oder zu verteuerten Konditionen zur Verfügung. Auch die offene Frage der Anschlussfinanzierung der finanziellen Mittel, die viele Unternehmen in den Jahren 2004 bis 2007 über Mezzanine-Programme aufgenommen haben und die nun sukzessive auslaufen, beschäftigt Familienunternehmen und Investoren. Gleichzeitig möchten Familienunternehmen die anziehende Wirtschaft nutzen, um zu wachsen und neue Investitionen zu tätigen. Auch hierfür brauchen sie frisches Kapital.

Während bei der Mehrzahl der kleineren Familienunternehmen die Außenfinanzierung durch Bankkredite vorherrscht, bietet der Kapitalmarkt für die größeren Familienunternehmen alternative Finanzierungsquellen. Entgegen der weit verbreiteten Wahrnehmung beschränken sich diese nicht ausschließlich auf die Aufnahme von Eigenkapital über einen Börsengang, sondern umfassen auch die Emission von Anleihen oder Schuldscheinen auf der Fremdkapitalseite.

Die vorliegende Studie analysiert auf der einen Seite die Bedeutung der Kapitalmarktfinanzierung als Finanzierungsalternative aus Perspektive der Familienunternehmen: Welche Finanzierungsinstrumente werden von ihnen genutzt, welche Erfahrungen haben sie damit gemacht, welche Vorteile bieten sie und welche Herausforderungen und Pflichten sind damit verbunden?

Auf der anderen Seite werden aber auch die Anforderungen des Kapitalmarkts an die Familienunternehmen aufgezeigt: Wie groß muss ein Familienunternehmen sein, welches Emissionsvolumen kann über den Kapitalmarkt erzielt werden, welche Kennzahlen müssen offengelegt werden, welche Transparenzanforderungen werden an die Familienunternehmen gestellt?

Damit ist die Studie nicht nur informative Brücke zwischen Familienunternehmen und Kapitalmarkt, sondern überdies praktischer Leitfaden für Familienunternehmen, die Vor- und Nachteile einer kapitalmarktorientierten Finanzierung abwägen wollen.

Wir wünschen dem interessierten Leser eine spannende Lektüre.

Prof. Dr. Dr. h.c. Hennerkes

Vorstand der Stiftung Familienunternehmen



Dr. Peter Bartels

Mitglied des Vorstands PwC Deutschland für
Familienunternehmen und Mittelstand



Danksagung

Die Erstellung dieser Arbeit wäre ohne die wertvollen und ausführlichen Erfahrungsberichte unserer Gesprächspartner nicht möglich gewesen. Ihre Aussagen und Einschätzungen bilden das Kernstück dieser Studie.

Wir bedanken uns sehr herzlich für die Teilnahmebereitschaft und das Vertrauen unserer Gesprächspartner, deren Namen aus Gründen der Vertraulichkeit nicht genannt werden.

Executive Summary

Familienunternehmen und Kapitalmarktfinanzierung – diese Begriffe werden selten in Kombination verwendet, obwohl Familienunternehmen durchaus von den Möglichkeiten des Kapitalmarkts profitieren können. Dabei beschränkt sich die Nutzung des Kapitalmarkts, entgegen der verbreiteten Wahrnehmung, nicht auf die Aufnahme von Eigenkapital über einen Börsengang, sondern umfasst unter anderem mit der Emission von Anleihen auch Finanzierungsinstrumente der Fremdkapitalseite.

So gibt es unter den börsennotierten Unternehmen zahlreiche Familienunternehmen und darüber hinaus nehmen einige große, nicht börsennotierte Familienunternehmen Fremdkapital über den Kapitalmarkt auf. Die Mehrzahl der großen Familienunternehmen weist jedoch nach wie vor keine Kapitalmarktorientierung auf. Der Unternehmenstyp des großen, privat gehaltenen Familienunternehmens kann als eine europäische, wenn nicht sogar als eine deutsche Besonderheit angesehen werden. Sie sind eine bedeutende Unternehmensgruppe und spielen besonders für die deutsche Wirtschaft eine wichtige Rolle.

Finanzierungsentscheidungen von Unternehmen hängen von verschiedenen internen und externen Faktoren ab. In Familienunternehmen beeinflussen zusätzlich zu den Unternehmenszielen auch Familienziele die Entscheidung für eine bestimmte Finanzierungslösung. Die Studie zeigt auf, in welchen Situationen der Kapitalmarkt für Familienunternehmen eine Finanzierungsalternative bieten kann und welche Herausforderungen er mit sich bringt. Ebenso interessant ist es jedoch zu hinterfragen, welche Finanzierungsstruktur Familienunternehmen aufweisen, die bislang keine Form der Kapitalmarktfinanzierung – sei es über die Eigenkapital- oder die Fremdkapitalseite – genutzt haben und aus welchen Gründen dies so ist.

Die vorliegende Studie analysiert die Besonderheiten von großen Familienunternehmen im Hinblick auf deren Finanzierungsverhalten. Zudem stellt sie die grundlegenden Möglichkeiten und Funktionsweisen des Kapitalmarkts dar. Das besondere Anliegen der Studie ist es, eine „informative Brücke“ zwischen Familienunternehmen und Kapitalmarkt zu bauen und zum gegenseitigen Verständnis beizutragen.

1. Besonderheiten der Finanzierung von Familienunternehmen

- a. Entscheidungen in Familienunternehmen zeichnen sich durch den Einfluss von Familien- und Unternehmenszielen aus. Unterschiede in den Zielen und der Art und Weise, wie die Familie auf das Unternehmen einwirkt, tragen dazu bei, dass Familienunternehmen eine in sich heterogene Gruppe sind. Eine differenzierte Betrachtung ist daher notwendig.
- b. Dennoch gibt es Attribute, die auf die meisten Familienunternehmen zutreffen. Dazu zählen Verantwortungsbewusstsein, Langfristorientierung, Risikoaversion, Streben nach Unabhängigkeit und eine gewisse Verschwiegenheit.
- c. Diese Attribute wirken sich auf die Unternehmenspolitik und somit auch auf das Finanzierungsverhalten von Familienunternehmen aus. Familienunternehmen zeichnen sich häufig

durch eine konservative Finanzierungsstruktur aus, die sich unter anderem in einer starken Fokussierung auf interne Finanzierungsquellen und einer hohen Eigenkapitalquote niederschlägt. Die Bedeutung interner Finanzierungsquellen zeigt sich auch in einer zurückhaltenden Entnahmepolitik seitens der Familie. Die Balance zwischen Unabhängigkeit und Wachstum zu finden, ist eine besondere Herausforderung für Familienunternehmen. Während das Ziel eines geringen Verschuldungsgrads die Aufnahme von Fremdkapital begrenzt, schränkt das Streben nach Kontrollerhalt die Nutzung von Finanzierungsinstrumenten auf der Eigenkapitalseite ein.

- d. Das Finanzierungsverhalten von Familienunternehmen scheint in vielfacher Hinsicht in Einklang mit der Pecking-Order-Theorie zu stehen. Nach dieser Theorie liegt die Präferenz auf internen Finanzierungsquellen, die bei Bedarf zunächst um externes Fremdkapital und erst auf letzter Stufe um externes Eigenkapital ergänzt werden. Eine Erklärung für diese Präferenzordnung hinsichtlich der Finanzierungsinstrumente liefern Kosten- und Transparenzaspekte ebenso wie Unabhängigkeitsüberlegungen. Allerdings lässt die Theorie offen, in welcher Situation und unter welchen Voraussetzungen Unternehmen den verschiedenen externen Finanzierungsinstrumenten innerhalb der Grobkategorien, externes Fremdkapital und externes Eigenkapital, den Vorzug geben.

2. Vorbereitung der Kapitalmarktfinanzierung

- a. Kapitalmarktexperten und Finanzverantwortliche in Familienunternehmen unterstreichen, dass die endgültige Entscheidung für eine Kapitalmarktfinanzierung von der Gesellschafterfamilie getroffen oder zumindest stark beeinflusst wird. Die Familie ist dabei jedoch nur in wenigen Fällen der direkte Ansprechpartner für Kapitalmarktpartner. Meist besteht der Kontakt zwischen Kapitalmarktexperten und Familienunternehmen über den Finanzverantwortlichen, der in großen Familienunternehmen eher selten durch die Familie selbst gestellt wird. Die Position des Finanzverantwortlichen und die Erfahrung dieser Person können dabei die Entscheidung, sich einer Kapitalmarktfinanzierung zu öffnen, stark beeinflussen. In vielen Unternehmen spielt auch das beratende oder kontrollierende Gremium, etwa ein Beirat, Aufsichtsrat oder Gesellschafterausschuss, bei der Entscheidung für ein bestimmtes Finanzierungsinstrument eine Rolle.
- b. Bei der Auswahl der Kapitalmarktpartner legen Familienunternehmen Wert auf eine strategische Partnerschaft sowie eine langfristig angelegte Beziehung. Dabei fordern sie Verständnis für die spezifischen Belange ihres Familienunternehmens ein. Im Gegenzug bieten sie ihren Partnern ein hohes Maß an Transparenz und Informationen und sind unter Umständen auch bereit, höhere Kosten für eine passgenaue Dienstleistung zu tragen.
- c. Für Kapitalmarktfähigkeit, d.h. die bestehende Möglichkeit für ein Unternehmen, den Kapitalmarkt zu nutzen, gibt es keine allgemeingültige Definition. Es besteht jedoch Einigkeit

darüber, dass neben einer gewissen Mindestgröße des Unternehmens weitere quantitative und qualitative Faktoren gegeben sein müssen, die ein Familienunternehmen zu einem kapitalmarktfähigen Unternehmen machen. Diese unterscheiden sich je nach angestrebtem Finanzierungsinstrument und Marktumfeld.

- d. Ein wichtiges Kriterium betrifft das Emissionsvolumen und die Unternehmensgröße, da der Kapitalmarkt eine gewisse Mindestliquidität in den Instrumenten fordert. Das benötigte Finanzierungsvolumen sollte in Einklang mit der Größe des emittierenden Unternehmens stehen. Bei Schuldscheinen ist von einer Untergrenze des Emissionsvolumens von 20-50 Mio. € auszugehen. Bei klassischen Anleihen liegen die Volumina in der Regel im dreistelligen Millionenbereich, wobei die Untergrenze bei 150-200 Mio. € liegt. Bei der Emission von so genannten Mittelstandsanleihen, d.h. Anleihen, die in einem spezifischen Börsensegment, in der Regel im Freiverkehr der jeweiligen Börse, gehandelt werden, sind Volumina zwischen 20 und 150 Mio. € möglich. Letztere liegen damit von der Größenordnung her zwischen dem Schuldschein und der klassischen Anleihe und eröffnen auch mittelgroßen Unternehmen die Möglichkeit, Fremdkapital über den Kapitalmarkt aufzunehmen.
- e. Eine Notierung von Eigenkapital kann im Freiverkehr oder im regulierten Markt erfolgen. Je nach Marktsegment werden unterschiedliche Anforderungen an das Emissionsvolumen gestellt. Die Emissions- bzw. Unternehmensgröße spielt beim Börsengang jedoch, verglichen mit der Aufnahme von Fremdkapital über den Kapitalmarkt, eine geringere Rolle. Von hoher Bedeutung für die Kapitalmarktnutzung sind eine stabile Geschäftsentwicklung während der letzten Jahre und eine gute „Equity Story“.
- f. Für die Fremdkapitalseite sind neben einer bestimmten Mindestgröße und einer stabilen Geschäftsentwicklung Cash-Flow-bezogene Kennzahlen bedeutsam. Aus Sicht einiger Kapitalmarktexperten wird diesen Kennzahlen seitens mancher Familienunternehmen als Steuerungsgröße wenig Beachtung geschenkt.
- g. Wird eine Kapitalmarktorientierung in Erwägung gezogen, ist zu prüfen, ob neben der Rechtsform weitere organisatorische oder strukturelle Veränderungen nötig sind. Im Hinblick auf interne Strukturen sind für Investoren klare, nachvollziehbare Organisationsstrukturen wichtig. Ebenso stellen die Stärken des Managements sowie deren Gestaltungsspielräume im Familienunternehmen für Investoren zentrale Punkte bei der Investitionsentscheidung dar. Für eine Kapitalmarkttransaktion kann ein erfahrener Finanzvorstand im Familienunternehmen von großer Bedeutung sein. Weitere personelle Ressourcen sind zum Aufbau von Reporting-Strukturen und der Unternehmenskommunikation bereitzustellen. Im Rahmen der Außendarstellung sollten die Besonderheiten und Vorzüge des Familienunternehmens klar kommuniziert werden.
- h. Zentrale Aspekte der Kapitalmarktfähigkeit sind die Transparenz und die Bereitschaft, sich gegenüber den Anspruchsgruppen des Unternehmens zu öffnen. Im Rahmen einer Kapi-

talmarkttransaktion muss das Familienunternehmen auf die Bedürfnisse weiterer Anspruchsgruppen, wie Kapitalgeber und mögliche Kapitalmarktpartner, eingehen. Dazu zählen neben formalen Informationspflichten wie der Finanzberichterstattung auch weitere Kommunikationspflichten wie die Informationsweitergabe bei Roadshows, Analystenkonferenzen und Hauptversammlungen. Die Transparenzanforderungen unterliegen gesetzlichen Vorschriften, werden aber durch die Vorschriften der Börse für ein bestimmtes Marktsegment ergänzt. Dies führt innerhalb der Kapitalmarktnutzung zu Abstufungen im Transparenzniveau. Das Familienunternehmen sollte daher auch entscheiden, zu wie viel Transparenz es bereit ist und welche Informationen im Rahmen der freiwilligen Publizität zur Verfügung gestellt werden.

- i. Die Kapitalmarktöffnung führt zu einer höheren Visibilität des Unternehmens. Diese kann zahlreiche Vorteile bringen, wie die Steigerung des Bekanntheitsgrads bei Kunden oder im Rahmen des Personalmarketings. Durch die enge Verbundenheit der Familie mit dem Unternehmen kann auch die Familie verstärkt ins Licht des öffentlichen Interesses rücken. Daher sind sowohl die Ziele des Unternehmens als auch die persönlichen Präferenzen der Eigentümerfamilie bei der Entscheidung für oder gegen eine Kapitalmarktnutzung zu berücksichtigen.
- j. Die Vorbereitung der Kapitalmarktfinanzierung sollte über den Eintritt in den Kapitalmarkt (Going Public) hinausgehen und sich auch auf die Zeit am Kapitalmarkt (Being Public) beziehen. Während das Familienunternehmen bei der Aufnahme börsennotierten Eigenkapitals in der Regel das Ziel einer langfristigen Börsennotierung anstrebt, sind die Endfälligkeit bei Instrumenten der Fremdkapitalfinanzierung und damit der potentielle Ausstieg aus dem Kapitalmarkt bereits festgelegt. Die Gesprächspartner erachten die rechtzeitige Überlegung zu Alternativen für die Anschlussfinanzierung als wichtigen Punkt.

3. Durchführung der Kapitalmarktfinanzierung

- a. Die Gründe für die Nutzung des Kapitalmarkts als Finanzierungsquelle können vielfältig sein. Oftmals ist das Familienunternehmen nicht zur unmittelbaren Finanzierung des operativen Geschäfts auf die Kapitalmarktfinanzierung angewiesen, sondern trifft eine strategische Entscheidung, die alternative Finanzierungsquellen erforderlich macht. Während sich viele Familienunternehmen vorab mit der Kapitalmarktnutzung beschäftigen, werden die erforderlichen Schritte zur Vorbereitung und Durchführung erst dann konkret in Angriff genommen, wenn der erforderliche Beschluss getroffen wurde. Die Gründe und Anlässe unterscheiden sich für die Kapitalmarktnutzung auf der Eigen- und Fremdkapitalseite.
- b. Zu den Hauptgründen, die Kapitalmarktexperten und Vertreter der Familienunternehmen für einen Börsengang nennen, gehört organisches oder anorganisches Wachstum, gefolgt vom Wunsch der Eigentümer, Anteile aus finanziellen Interessen oder im Rahmen einer

Nachfolgeregelung zu verkaufen, ebenso wie das Ziel, den Bekanntheitsgrad des Unternehmens zu steigern. Als Notlösung, etwa aufgrund einer Restrukturierung des Unternehmens oder aufgrund des Bedarfs an zusätzlichem Eigenkapital, kommt eine Börsennotierung in den seltensten Fällen in Frage.

- c. Die Gründe, die Kapitalmarktexperten und Vertreter der Familienunternehmen für eine Kapitalaufnahme über eine Anleiheemission oder die Ausgabe von Schuldscheinen nennen, sind organisches oder anorganisches Wachstum, Ablösung anderer Finanzierungsinstrumente und Reduktion der Abhängigkeit von Banken, Diversifikation auf der Finanzierungsseite, Erhöhung der finanziellen Sicherheit durch langfristige Finanzierungsquellen und zusätzliche Liquidität.
- d. Es ist bedeutend, den Ablauf einer Kapitalmarkttransaktion zu kennen. Einige Prozesse in der Vorbereitung, wie die Ausgestaltung des Emissionsprospekts, und während der Durchführung der Transaktion, z.B. der Bookbuilding-Prozess und das Pricing, sind standardisiert. Die Besonderheiten von Familienunternehmen spielen in diesem Zusammenhang keine Rolle.

4. Bewertung der Kapitalmarktfinanzierung

- a. Die befragten Familienunternehmen, die bereits den Kapitalmarkt in Anspruch genommen haben, bewerten die Nutzung des Kapitalmarkts und ihres spezifischen Finanzierungsinstruments durchweg positiv. Auf der Eigenkapitalseite wurden die mit der Börsennotierung verfolgten Ziele, vor allem die Finanzierung des angestrebten Wachstums, erreicht. Auf der Fremdkapitalseite erlaubte der Kapitalmarkt den betreffenden Unternehmen die Finanzierung großvolumiger Investitionen, das Vorhalten zusätzlicher Liquidität sowie eine Reduktion der Abhängigkeit von Banken.
- b. Die Familienunternehmen, die ihre Aktien von der Börse zurückgezogen haben, begründen diesen Schritt nicht mit der Unzufriedenheit mit dem Kapitalmarkt. Vielmehr geben sie an, in ihrer aktuellen Situation kein börsennotiertes Eigenkapital mehr zu benötigen. Der Rückzug von der Börse konzentriert außerdem die Mitspracherechte in der Hand der Eigentümerfamilie, sofern die Familie Käufer der börsennotierten Anteile ist. Dadurch lassen sich strategische Entscheidungen, wie der Umbau der Organisationsstruktur oder Akquisitionen, einfacher und schneller umsetzen. Die Möglichkeit der Aufnahme von Fremdkapital über die Börse bleibt davon unberührt.
- c. Ein bedeutender Faktor, den sowohl Kapitalmarktexperten als auch Vertreter der Familienunternehmen betonen, ist die Passgenauigkeit des Finanzierungsinstruments im Hinblick auf die Unternehmens- und Familienziele. Die Nutzung des Kapitalmarkts soll keine Kompromisslösung, sondern eine bewusste Entscheidung aus Überzeugung sein.

- d. Die Bereitschaft zur Öffnung des Unternehmens und zur Transparenz gegenüber einer breiten Öffentlichkeit ist als Voraussetzung für eine erfolgreiche Nutzung des Kapitalmarkts anzuerkennen. Dieser Bereitschaft wird vor allem seitens der Kapitalmarktexperten hohe Bedeutung beigemessen. Die Tatsache, dass Familienunternehmen Transparenz weniger häufig nennen, könnte darin begründet sein, dass dieser Faktor im Rahmen der Kapitalmarktnutzung eher als zu erfüllende Notwendigkeit angesehen wird. Dabei ist auch zu beachten, dass Rechnungslegung und Offenlegung seitens der Unternehmen letztlich erhebliche Kosten verursachen.
- e. Der gezielten Kommunikation mit Investoren wird von den Gesprächspartnern Bedeutung zugewiesen. Hier spielt auch die Kommunikation der Besonderheiten des Familienunternehmens eine Rolle.
- f. Eine intensive Beschäftigung mit dem Thema und eine langfristige Vorbereitung halten vor allem Kapitalmarktexperten für besonders wichtig. Familienunternehmen beschäftigen sich zwar mit dem Thema Kapitalmarktnutzung für den Fall, dass eine solche für sie in Betracht kommen sollte. Mit der konkreten Umsetzung der erforderlichen Strukturen für eine Kapitalmarktnutzung wird aber erst begonnen, wenn es einen konkreten Anlass gibt.
- g. Sicherheit ist für Familienunternehmen im Rahmen der Kapitalmarktnutzung ein wichtiger Aspekt. Dazu gehört eine bewusste Entscheidung, eine umfassende Beratung und die Vermeidung von Entscheidungen, die den Fortbestand des Unternehmens aufs Spiel setzen könnten. Gerade bei der Aufnahme von Fremdkapital wird daher darauf geachtet, die Risikoposition des Unternehmens nicht zu überspannen.
- h. Die Diversifikation der Finanzierung wird von Kapitalmarktexperten vor allem als strategische Handlungsempfehlung verstanden. Sie unterstreichen die Bedeutung eines ausgewogenen Finanzierungsmix. Familienunternehmen scheinen diese Empfehlung umzusetzen und nennen Diversifikation häufig als Grund für eine bestimmte Finanzierungslösung.
- i. Der Kostenaspekt ist nicht zu unterschätzen und so weisen insbesondere Kapitalmarktexperten darauf hin, dass im Rahmen einer Kapitalmarkttransaktion die Kostenoptimierung weder alleiniger Grund für die Entscheidung sein darf, noch eine allzu große Bedeutung während der Durchführung haben sollte.

1 Einleitung und Zielsetzung

Die Begriffe Familienunternehmen und Kapitalmarkt mögen vielen zusammenhanglos, wenn nicht gar widersprüchlich erscheinen. Häufig werden mit dem Begriff Familienunternehmen nur kleinere, familiengeführte Unternehmen assoziiert, unter dem Begriff Kapitalmarkt wird häufig nur die Börsennotierung verstanden. Beide Begriffe sind jedoch deutlich breiter zu sehen.

Unter den mittleren und großen Familienunternehmen gibt es zahlreiche Unternehmen, die bereits auf dem Kapitalmarkt aktiv sind und viele andere, die zunehmend Interesse an einer Kapitalmarktfinanzierung zeigen. Häufig wird in wissenschaftlichen Analysen zwischen börsennotierten und privat gehaltenen Unternehmen unterschieden. Familienunternehmen sind in beiden Gruppen zahlreich vertreten.¹ Die börsennotierten Unternehmen nutzen bereits den Kapitalmarkt auf der Eigenkapitalseite und haben häufig weitere Kapitalmarktinstrumente in ihre Finanzierungsstrategie integriert. Die privat gehaltenen Unternehmen nutzen per Definition nicht die Börse, um Eigenkapital zu erhalten, müssen aber dennoch nicht auf andere Formen der Kapitalmarktfinanzierung verzichten. So ermöglicht der Kapitalmarkt neben der Eigenkapitalaufnahme über einen Börsengang auch die Aufnahme von Fremdkapital über die Emission von Anleihen oder die Nutzung von Mezzanineprodukten. Auch die kapitalmarktnahe Finanzierung über Schuldscheindarlehen ergänzt die genannten Finanzierungsquellen. Damit ist auch bei privat gehaltenen Unternehmen eine Kapitalmarktorientierung nicht ausgeschlossen.

Die Studie widmet sich daher zunächst der Fragestellung, wie sich große Familienunternehmen in Deutschland finanzieren. Dabei wird nicht nur untersucht, inwiefern diese zu Finanzierungszwecken auf den Kapitalmarkt zurückgreifen, sondern auch analysiert, welche Finanzierungsquellen alternativ genutzt werden. Ziel der Analyse ist es herauszufinden, welche Vor- und Nachteile die Kapitalmarktfinanzierung aus Sicht von Familienunternehmen mit sich bringt und welche internen und externen Faktoren für deren Nutzung ausschlaggebend sind.

Dabei gilt es zu untersuchen, welche spezifischen Eigenschaften von Familienunternehmen auf die Finanzierungsentscheidung einwirken. Aus Sicht von Kapitalmarktexperten und Familienunternehmen wird beleuchtet, welche Besonderheiten die großen Familienunternehmen auszeichnen und wie sich diese im Hinblick auf die Finanzierung und Kapitalmarktnutzung auswirken. Die Besonderheiten von Familienunternehmen, allgemeiner Art und im Hinblick auf die Finanzierungsstruktur, werden in Kapitel 3 erörtert.

Die Kapitalmarktfinanzierung kann ein Baustein in der Finanzierungsstruktur von Familienunternehmen sein. Eine Finanzierung über den Kapitalmarkt ist jedoch nicht für alle Unternehmen geeignet und zugänglich. Daher wird im Rahmen dieser Studie dargestellt, welche Unternehmen den Kapitalmarkt nutzen können und welche Veränderungen in den letzten Jahren diesbezüglich stattgefunden haben. Einen Überblick zur

¹ So zeigt etwa eine Studie von Achleitner et al. (2009), dass Familienunternehmen nach der verwendeten Founding-Family-Definition und unter Ausschluss von Finanzunternehmen etwa ein Drittel der Marktkapitalisierung des CDAX ausmachen.

Unternehmensfinanzierung in Deutschland und zu den zur Verfügung stehenden Finanzierungsinstrumenten gibt Kapitel 4. Kapitel 5 entwickelt eine Definition für den Begriff der Kapitalmarktfähigkeit und erläutert Kriterien, die für eine Kapitalmarktnutzung erfüllt werden müssen. In Kapitel 6 werden die Gründe, die für und gegen die Nutzung von Finanzierungslösungen über den Kapitalmarkt sprechen, analysiert und umfassend dargestellt. Dabei werden auch die Erfahrungen, die Kapitalmarktexperten und Familienunternehmen bei der Durchführung einer Kapitalmarkttransaktion gemacht haben, betrachtet. Diese Erfahrungen werden auch in Kapitel 7 aufgegriffen, das sich der Phase nach der Kapitalmarkttransaktion widmet und einen Überblick über die von Familienunternehmen wahrgenommenen Vor- und Nachteile einer Kapitalmarktfinanzierung gewährt. Zudem werden auch die Herausforderungen einer solchen Transaktion analysiert und Ratschläge für eine erfolgreiche Kapitalmarktnutzung abgeleitet. Kapitel 8 fasst die Implikationen und Handlungsempfehlungen, die in den Gesprächen genannt wurden, zusammen.

2 Methodisches Vorgehen

2.1 Definition des Forschungsgegenstands

2.1.1 Definition des Begriffs Familienunternehmen

Obgleich es in Wissenschaft und Praxis eine Vorstellung davon gibt, was ein Familienunternehmen kennzeichnet, gibt es nach wie vor keine allgemeingültige Definition des Begriffs *Familienunternehmen*. Dies ist vor allem der Tatsache geschuldet, dass Familienunternehmen eine stark heterogene Gruppe sind. Klein (2004) bringt dies mit folgendem Zitat zum Ausdruck: „Jedes Familienunternehmen ist einzigartig, das kann man nicht über einen Kamm scheren.“²

Familienunternehmen sind, so der Begriff, durch die Komponenten „Familie“ und „Unternehmen“ gekennzeichnet. Die Familie kann dabei auf unterschiedliche Weise Einfluss auf das Unternehmen nehmen – durch Eigentum, Unternehmensleitung und -überwachung. Auf Basis der Einflussmöglichkeiten der Familie über die genannten Komponenten sowie der Art und Weise, wie die Familie Einfluss nimmt, haben sich in der Literatur im Wesentlichen vier Definitionsansätze etabliert. Diese lassen sich in jeweils zwei Ansätze untergliedern, die eher auf börsennotierte bzw. privat gehaltene Unternehmen zutreffen.

² Klein (2004).

Abbildung 1: Definitionsansätze für Familienunternehmen

Börsennotierte Familienunternehmen		Privat gehaltene Familienunternehmen	
<p>Founding Family</p> <p>Der Gründer oder die Mitglieder der Gründerfamilie, die mit dem Gründer verwandt oder über Heirat verbunden sind, halten Anteile am Unternehmen oder haben eine Position in der Unternehmensleitung und/oder -überwachung inne.</p>	<p>Ultimate Owner</p> <p>Eine Familie oder Privatperson fungiert direkt oder indirekt als Blockaktionär (in der Regel über einen Anteil von 10% oder 20%).</p>	<p>Components of Involvement</p> <p>Der Substantial-Family-Influence (SFI) setzt sich aus</p> <ul style="list-style-type: none"> • dem Eigentumsanteil, • dem Anteil der Familie im Vorstand bzw. der Geschäftsführung und • dem Anteil der Familie in der Unternehmensüberwachung (Beirat bzw. Aufsichtsrat) zusammen, wobei Eigentumsanteil > 0 und SFI ≥ 1 sein muss. 	<p>Essence</p> <p>Das familienspezifische Verhalten, etwa der Wunsch, das Unternehmen an die nächste Generation weiterzugeben, klassifiziert ein Familienunternehmen.</p>
		<p>F-PEC Scale (Family Power, Experience and Culture)</p> <p>Die Komponente Family Power wird über den SFI abgebildet, das Element Experience wird über die Generation und die Anzahl der Familienmitglieder im Unternehmen erfasst. Der Essence-Ansatz kommt in dem Bestandteil Culture zum Ausdruck.</p>	

Quelle: Eigene Darstellung

Für die Definition börsennotierter Familienunternehmen sind die *Founding-Family*-Definition und die *Ultimate-Owner*-Definition vorherrschend.³ Entsprechend der *Founding-Family-Definition* qualifiziert sich ein Unternehmen als Familienunternehmen, wenn der Gründer oder Mitglieder der Gründerfamilie, die mit dem Gründer verwandt oder über Heirat verbunden sind, Anteile am Unternehmen halten oder eine Position in der Unternehmensleitung und/oder -überwachung innehaben.⁴ Die *Founding-Family-Definition* bildet etwa das Definitionskonzept des Aktienindex DAXplus Family der Deutschen Börse AG.⁵ Demnach qualifiziert sich ein im Prime Standard der Deutschen Börse notiertes Unternehmen für den Index, wenn die Gründerfamilie

³ Vgl. Achleitner et al. (2009).

⁴ Vgl. zu diesem Definitionsansatz z.B. Anderson/Mansi/Reeb (2003), Anderson/Reeb (2003), Villalonga/Amit (2006), Sraer/Thesmar (2007), Andres (2008), Achleitner et al. (2009), Villalonga/Amit (2009).

⁵ Vgl. Achleitner et al. (2010b) zum DAXplus Family.

einen Anteil von mindestens 25% besitzt oder einen Eigentumsanteil von mindestens 5% hält und gleichzeitig im Vorstand und/oder Aufsichtsrat vertreten ist.⁶

Die *Ultimate-Owner*-Definition stellt im Gegensatz hierzu allein auf die Eigentümerstruktur ab. Als Familienunternehmen werden all diejenigen Unternehmen klassifiziert, in denen eine Familie oder Privatperson direkt oder indirekt als Blockaktionär (in der Regel durch einen Eigentumsanteil von 10% oder 20%) fungiert.⁷

Bei der Definition privat gehaltener Familienunternehmen wird zwischen dem *Components-of-Involvement*-Ansatz und dem *Essence*-Ansatz unterschieden.⁸ Der *Components-of-Involvement*-Ansatz stellt, wie die *Founding-Family-Definition*, auf die Komponenten Eigentum, Unternehmensführung und -überwachung ab, verzichtet jedoch auf den Gründeraspekt. Um den Familieneinfluss graduell erfassen zu können, wurde basierend auf dem *Components-of-Involvement*-Ansatz ein Index entwickelt, der den so genannten *Substantial-Family-Influence (SFI)* misst. Dieser setzt sich aus dem Eigentumsanteil, dem Anteil der Familie im Vorstand bzw. der Geschäftsführung und dem Anteil der Familie in der Unternehmensüberwachung (Beirat oder Aufsichtsrat) zusammen. Der Eigentumsanteil darf dabei nicht null betragen. Nach dem SFI-Konzept qualifiziert sich ein Unternehmen als Familienunternehmen, wenn der SFI mindestens einen Wert von 1 annimmt.⁹ Der Ansatz des SFI kann auch auf börsennotierte Familienunternehmen übertragen werden. Dabei bietet es sich an, aufgrund der weniger konzentrierten Eigentumsstrukturen börsennotierter Unternehmen auf einen Wert von 0.5 statt 1 abzustellen.¹⁰

Kritiker des *Components-of-Involvement*-Ansatz führen an, dass die Präsenz der Familie über eine oder mehrere der drei *Corporate-Governance*-Komponenten zwar notwendig, aber nicht hinreichend sei, da „familien-spezifisches Verhalten“ eine ebenso wichtige Komponente darstelle. Familienspezifisches Verhalten kann sich beispielsweise durch den Wunsch der Familie ausdrücken, das Unternehmen an die nächste Generation weiterzugeben. Dieser Definitionsansatz wird in der Literatur als *Essence*-Ansatz bezeichnet und klassifiziert Familienunternehmen ihrem „Wesen“ nach.¹¹

Eine Verbindung aus *Components-of-Involvement*-Ansatz und *Essence*-Ansatz stellt das Konzept der so genannten *F-PEC Scale* dar (*F-PEC*: Family Power, Experience and Culture).¹² Die *F-PEC Scale* umfasst stellvertretend für die Family Power den SFI, während die Experience-Komponente über die Generation und die

⁶ Vgl. Deutsche Börse (2010a).

⁷ Vgl. zu diesem Definitionsansatz z.B. La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer (1999), Claessens/Djankov/Lang (2000), Claessens et al. (2002), Faccio/Lang (2002), Achleitner et al. (2009), Franks et al. (2009).

⁸ Vgl. Chrisman/Chua/Sharma (2005).

⁹ Vgl. Klein (2004).

¹⁰ Dieser Ansatz wird in Achleitner et al. (2009) als modifizierter SFI (*SFI_{mod}*) eingeführt und bezieht anders als das ursprüngliche Konzept des SFI zusätzlich den Gründeraspekt mit ein.

¹¹ Vgl. z.B. Chua/Chrisman/Sharma (1999), Habbershon/Williams/MacMillan (2003), Chrisman/Chua/Sharma (2005).

¹² Vgl. Astrachan/Klein/Smyrniotis (2002).

Anzahl der Familienmitglieder im Unternehmen erfasst wird. Der Essence-Ansatz kommt im Wesentlichen in der dritten Komponente Culture zum Ausdruck. Diese umfasst die Zielstruktur und das Engagement der Familie im Unternehmen. Obgleich diese Komponente für das Verständnis des Unternehmenstyps Familienunternehmen essentiell ist, ist sie nur schwer operationalisierbar und kann in erster Linie über qualitative Forschungsmethoden erfasst werden.

Der Definitionsproblematik des Begriffs Familienunternehmen nehmen sich jüngst auch politische Institutionen an. Die EU-Kommission hat mit Hilfe von Experten zum Thema Familienunternehmen aus allen EU-Staaten eine allgemeine Definition von Familienunternehmen erarbeitet. Nachdem sich bestehende Studien zu Familienunternehmen hinsichtlich der darin verwendeten Definition weitgehend unterscheiden, können Befunde bisheriger Studien nur eingeschränkt verglichen werden. Die EU-Definition soll fortan europaweit zur Vergleichbarkeit von Befunden zu Familienunternehmen beitragen. Nach der EU-Definition qualifiziert sich ein Unternehmen beliebiger Größe als Familienunternehmen, wenn:

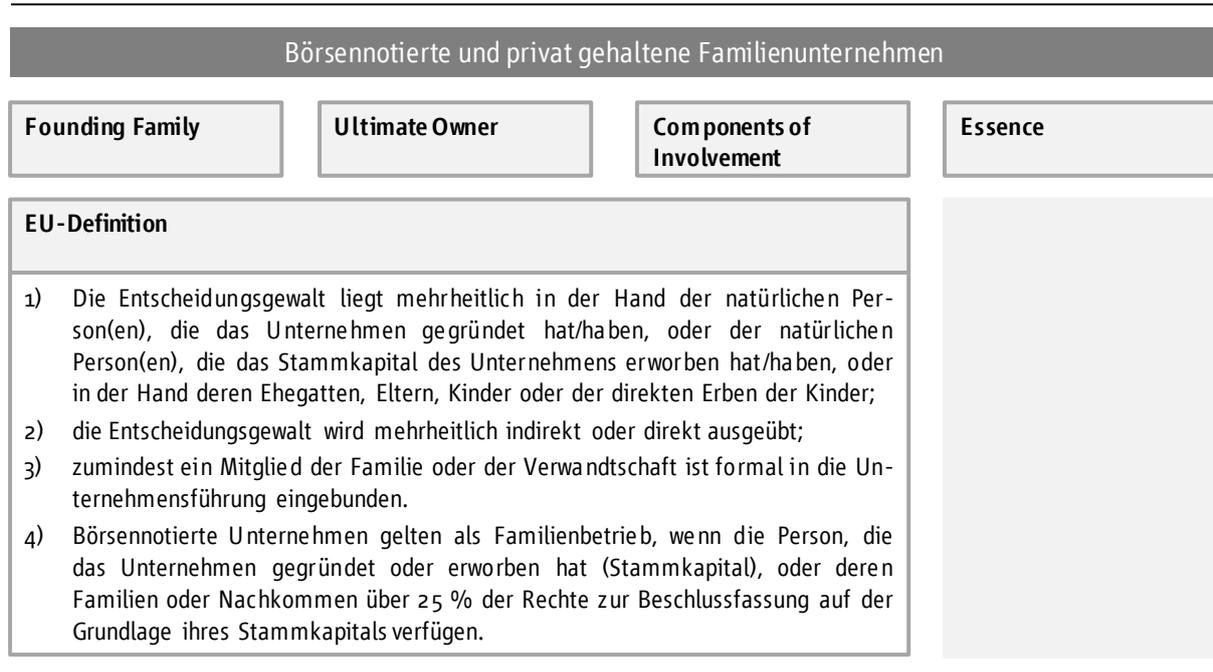
- 1) die Entscheidungsgewalt mehrheitlich in der Hand der natürlichen Person(en) liegt, die das Unternehmen gegründet hat/haben, oder der natürlichen Person(en), die das Stammkapital des Unternehmens erworben hat/haben, oder in der Hand deren Ehegatten, Eltern, Kinder oder der direkten Erben der Kinder;
- 2) die Entscheidungsgewalt mehrheitlich indirekt oder direkt ausgeübt wird;
- 3) zumindest ein Mitglied der Familie oder der Verwandtschaft formal in die Unternehmensführung eingebunden ist.
- 4) Börsennotierte Unternehmen gelten als Familienbetrieb, wenn die Person, die das Unternehmen gegründet oder erworben hat (Stammkapital), oder deren Familien oder Nachkommen über 25% der Rechte zur Beschlussfassung auf der Grundlage ihres Stammkapitals verfügen.¹³

Auffallend ist, dass die EU-Definition Elemente der drei erstgenannten Definitionen umfasst, nicht jedoch die Komponente der Kultur.¹⁴ Es handelt sich somit insgesamt um einen sehr breiten Definitionsansatz, der verschiedene Gruppen von Familienunternehmen umfasst.

¹³ Die Definition sowie der Abschlussbericht der Expertengruppe können über www.ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/promoting-entrepreneurship/family-business/ abgerufen werden.

¹⁴ Es kann davon ausgegangen werden, dass für privat gehaltene Familienunternehmen die Kriterien 1-3 erfüllt sein müssen („Und-Verknüpfung“). Eine weitere Interpretation der Definition für privat gehaltene Familienunternehmen ist möglich: Es müssen entweder die Kriterien 1 und 2 oder Kriterium 3 erfüllt sein („Oder-Verknüpfung“). Zur Definition von börsennotierten Familienunternehmen könnten die Kriterien 3 und 4 gelten („Und-Verknüpfung“) oder eine Erfüllung des Kriteriums 3 oder 4 ausreichend sein.

Abbildung 2: EU-Definition für Familienunternehmen



Quelle: Eigene Darstellung

Die Abgrenzung der Familienunternehmen in vorliegender Studie orientiert sich im Wesentlichen an der EU-Definition. Bei der Auswahl der Gesprächspartner wurde dabei darauf geachtet, eine möglichst heterogene Gruppe von Familienunternehmen zu befragen, um mögliche Muster und Unterschiede zwischen verschiedenen Familienunternehmertypen erkennen zu können.

2.1.2 Definition des Begriffs Kapitalmarktfinanzierung

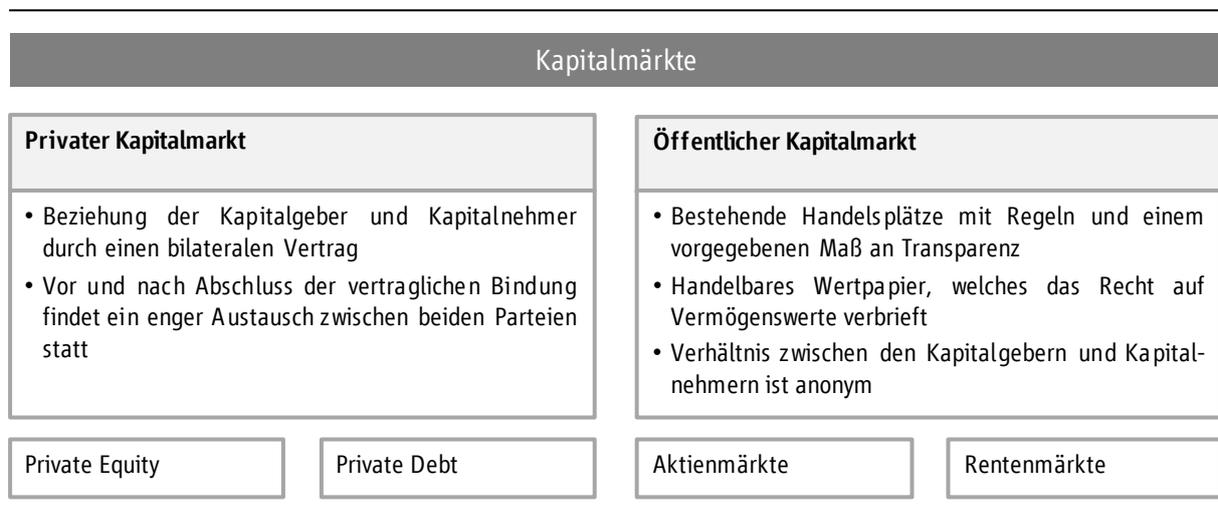
Zentraler Gegenstand der vorliegenden Studie ist es, die Nutzung von Kapitalmarktfinanzierung durch Familienunternehmen zu beleuchten. Dazu gilt es zunächst, den Begriff der „Kapitalmarktfinanzierung“ zu definieren und zu operationalisieren.

Die Bezeichnung Kapitalmarkt definiert einen Marktplatz, der den Handel von Kapital zwischen verschiedenen Marktteilnehmern ermöglicht, wobei sich die Preise durch Angebot und Nachfrage bestimmen. Märkte, an denen Kapitalgeber und -nehmer zusammenfinden, können in öffentliche und private Kapitalmärkte unterteilt werden. Auf den öffentlichen Märkten, die sich durch bestehende Handelsplätze, gewisse Regeln und ein vorgegebenes Maß an Transparenz auszeichnen, kann zwischen Aktien- und Rentenmärkte unterschieden werden. Auf den Aktienmärkten wird börsennotiertes Eigenkapital von Unternehmen gehandelt, während auf den Rentenmärkten börsennotiertes Fremdkapital angeboten und nachgefragt wird. Die Beziehung zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmern besteht über das handelbare Wertpapier, welches das Recht auf Vermögenswerte verbrieft. Der Handel erfolgt an den öffentlichen Kapitalmärkten über die jeweiligen Marktplätze und das Verhältnis zwischen den Kapitalgebern und Kapitalnehmern ist anonym, d.h. die Investoren sind den Unternehmen in der Regel nicht bekannt. Bei der Kapitalmarktfinanzierung überneh-

men Banken die Rolle als Intermediär, halten Kontakt sowohl zu den Emittenten als auch zu den Investoren und bringen Angebot und Nachfrage zusammen.

Auf den privaten Kapitalmärkten kann sich ein Unternehmen ebenfalls sowohl Eigen- als auch Fremdkapital beschaffen. Diese Formen der Kapitalinvestition und -aufnahme sind unter Private Equity und Private Debt bekannt. Die Beziehung der Kapitalgeber und Kapitalnehmer ist durch einen bilateralen Vertrag gekennzeichnet. In der Regel findet vor und nach Abschluss der vertraglichen Bindung ein enger Austausch zwischen beiden Parteien statt. Eine Übersicht zu Private-Equity-Beteiligungen in Familienunternehmen findet sich in Achleitner/Schraml/Tappeiner (2008). Eine Darstellung und Analyse der Finanzierungsalternative Private Debt ist in Achleitner et al. (2004) zu finden.

Abbildung 3: Unterscheidung privater und öffentlicher Kapitalmarkt



Quelle: Eigene Darstellung

Instrumente der Kapitalmarktfinanzierung stellen aus Sicht der Studie diejenigen Formen der Finanzierung dar, bei denen Banken nicht als Kapitalgeber, sondern als Intermediär fungieren. Dies schließt etwa bilaterale und syndizierte Kredite als Finanzierungsform aus.¹⁵ Banken können bei Wertpapieremissionen durchaus als Investoren auftreten, etwa im Rahmen von Schuldscheintransaktionen, jedoch nicht in der unmittelbaren Doppelfunktion als Arrangeur der Transaktion und alleiniger Kapitalgeber.

Folgende Instrumente der Kapitalmarktfinanzierung werden daher in der Studie behandelt: börsennotiertes Eigenkapital in Form von Börsengang und Kapitalerhöhung sowie börsennotiertes und kapitalmarktnahes

¹⁵ Ebenso ausgeschlossen sind Finanzierungsquellen über die Aktivseite der Bilanz wie Factoring oder Leasing. Diese werden jedoch ebenso wie die syndizierten Kredite im Rahmen alternativer Finanzierungsquellen in der Studie beleuchtet.

Fremdkapital in Form von Anleihen und Schuldscheinen.¹⁶ Auf Mezzaninekapital und weitere alternative Finanzierungsformen wird dagegen nur am Rand eingegangen.

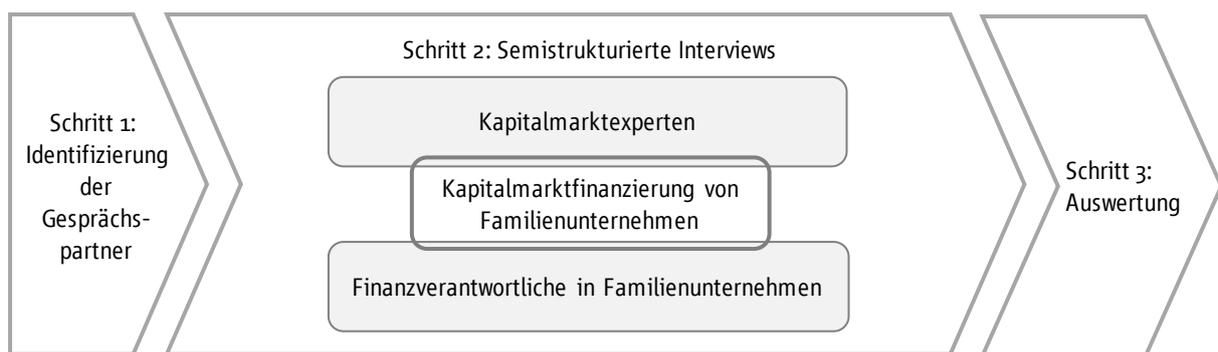
2.2 Qualitativer Forschungsansatz

2.2.1 Studienablauf

Ziel der Studie ist es, ein breites Meinungsbild zum Thema Kapitalmarktfähigkeit und Kapitalmarktfinanzierung von Familienunternehmen zu gewinnen. Diese Zielsetzung kann nur durch eine qualitative Ausrichtung der Studie mittels fundierter Aufarbeitung von Erfahrungsberichten gelingen. Damit hat die Studie in erster Linie einen explorativen Charakter.

Der Studienablauf untergliedert sich in drei Schritte, die in Abbildung 4 dargestellt sind: Im ersten Schritt wurden die Gesprächspartner identifiziert, mit denen in einem zweiten Schritt semistrukturierte Interviews geführt wurden. In einem dritten Schritt wurden die Gespräche ausgewertet und um Informationen, die mittels Literaturrecherche gewonnen wurden, ergänzt.

Abbildung 4: Studienablauf und Methodik



Quelle: Eigene Darstellung

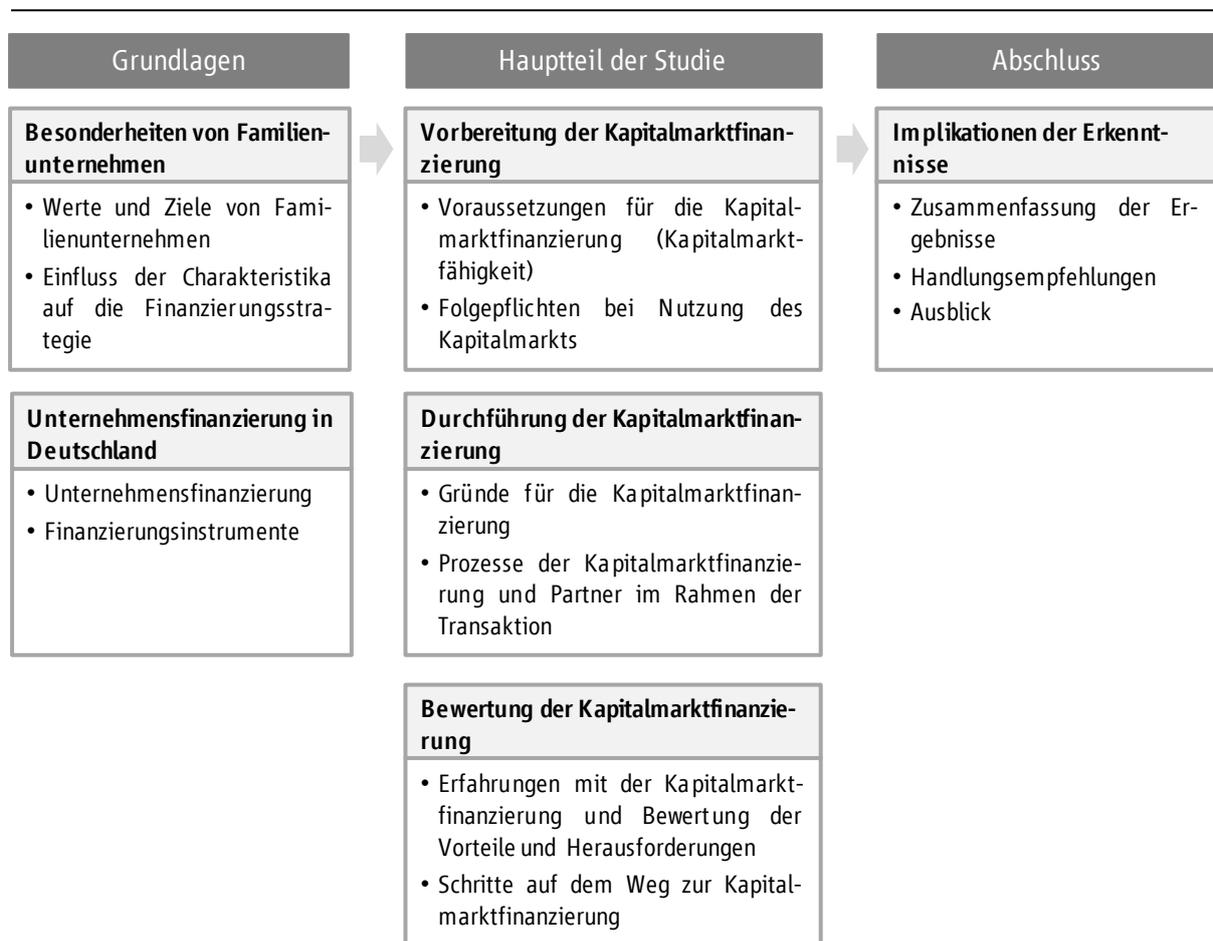
Um ein möglichst differenziertes Bild im Hinblick auf die Thematik zu gewinnen, wurde das Thema Kapitalmarktfähigkeit und Kapitalmarktfinanzierung von Familienunternehmen sowohl aus Sicht von Kapitalmarktexperten als auch aus Sicht von Finanzierungsverantwortlichen in Familienunternehmen beleuchtet. Dazu wurden insgesamt 41 semistrukturierte Interviews geführt – im ersten Schritt mit Kapitalmarktexperten (Modul 1), im zweiten Schritt mit (Familien-)Unternehmen (Modul 2). Kapitel 2.3 erläutert die Auswahl der Interviewpartner und gibt einen Überblick zu wesentlichen Charakteristika der Stichprobe.

¹⁶ Schuldscheine sind aus rechtlicher Sicht keine Schuldverschreibungen, sondern Darlehen. Der Verkauf im Rahmen einer Schuldscheintransaktion erfolgt nicht über ein öffentliches Angebot, sondern die Schuldscheine werden einem beschränkten Kreis an Investoren zum Kauf angeboten. Aus diesen Gründen kann diese Finanzierungsform nicht eindeutig der Kredit- bzw. Kapitalmarktfinanzierung zugeordnet werden. Sie wird daher häufig als kapitalmarktnahe Finanzierung bezeichnet. In der vorliegenden Studie ist der Schuldschein jedoch in Abgrenzung zum Kredit auch als Kapitalmarktinstrument eingeordnet.

2.2.2 Aufbau der Ergebnisse

Die vorliegende Studie widmet sich dem Thema Kapitalmarktfähigkeit und Kapitalmarktfinanzierung von Familienunternehmen. Allerdings muss bei der Analyse zwischen verschiedenen Finanzierungsinstrumenten unterschieden werden. Gleichzeitig ist es Anliegen der Studie, dabei die Besonderheiten von Familienunternehmen zu berücksichtigen. Um eine breite Analyse des Themenkomplexes zu ermöglichen, wurde bei der Auswahl der Gesprächspartner auf eine gewisse Heterogenität, sowohl bei den Kapitalmarktexperten als auch bei den Familienunternehmen, Wert gelegt. Dadurch ergibt sich eine Vielschichtigkeit, die es in der Struktur dieser Arbeit zu konsolidieren gilt. Die Struktur und der Aufbau der Studie werden in Abbildung 5 dargestellt.

Abbildung 5: Aufbau und Struktur der Studie



Quelle: Eigene Darstellung

Die explorative Studie befasst sich daher in einem grundlegenden Kapitel mit den Besonderheiten von Familienunternehmen und deren Einfluss auf das Finanzierungsverhalten. Zusätzlich gibt sie einen allgemeinen Überblick zur Unternehmensfinanzierung in Deutschland, der als Grundlage für die weiteren Ausführungen dient. Den Hauptteil der Studie bildet die Untersuchung der relevanten Prozessabschnitte einer Kapitalmarkttransaktion. Die Studie gliedert sich folglich in die drei großen Themenbereiche: Vorbereitung der

Kapitalmarktfinanzierung, Durchführung der Kapitalmarktfinanzierung und Bewertung der Kapitalmarktfinanzierung. Aufbauend auf den Kernelementen der Studie werden im Anschluss Implikationen der Erkenntnisse und mögliche Handlungsempfehlungen abgeleitet.

Die nachfolgenden Auswertungen basieren auf Aussagen, welche die Interviewpartner (16 Kapitalmarktexperten und 25 Unternehmensvertreter in der Stichprobe) in den Gesprächen getroffen haben. Im Rahmen der Interviews ermöglichte ein Interviewleitfaden eine strukturierte und zielorientierte Gesprächsführung. Auf Basis dieser Struktur wurden in allen Gesprächen ähnliche Themengebiete besprochen, so dass eine Zusammenfassung und ein Vergleich der Aussagen sinnvoll sind. Die Ergebnisse spiegeln jedoch die Sichtweise und Meinung einzelner Personen wider. Aufgrund der Vielzahl an geführten Interviews und der Heterogenität der Gesprächspartner werden unterschiedliche Perspektiven in der Analyse beleuchtet und auch Aspekte diskutiert, zu denen sich nicht alle Gesprächspartner geäußert haben. Beziehen sich die Ergebnisse auf bestimmte Finanzierungsinstrumente oder Unternehmensstrukturen, werden diese explizit genannt.

Für die Darstellung der Ergebnisse werden zwei Methoden angewandt. Die relevanten Aussagen werden durch anonymisierte Zitate der Gesprächspartner belegt und, sofern im Rahmen einer qualitativen Studie möglich, graphisch abgebildet. In den Gesprächen wurden keine Antwortmöglichkeiten zu den Fragen vorgegeben. Die graphisch dargestellten Ergebnisse basieren daher auf der Analyse der Antworten und der Einordnung der Aussagen in Themenbereiche.

2.3 Auswahl und Charakterisierung der Stichprobe

2.3.1 Charakterisierung der Gesprächspartner

Bei der Auswahl der Gesprächspartner wurde darauf geachtet, einen hohen Grad an Heterogenität zu erreichen, um die vielschichtigen Facetten und Besonderheiten der Thematik zu erfassen und zu strukturieren. Von den 41 Interviews wurden 16 Gespräche mit Kapitalmarktexperten (Modul 1) und 25 Gespräche mit Finanzverantwortlichen in Unternehmen geführt (Modul 2), die für eine Kapitalmarktfinanzierung die notwendige Größe aufweisen oder den Kapitalmarkt bereits in Anspruch nehmen.¹⁷

¹⁷ Die Anzahl gibt die Zahl der befragten Parteien wieder. Für das Gespräch stand dabei häufig mehr als eine Person zur Verfügung. Dies gilt insbesondere für Modul 1.

Tabelle 1: Charakterisierung der Gesprächspartner

Gesprächspartner	
Kategorie	Anzahl
Kapitalmarktexperten (Modul 1)	
Bank	9
Börse	3
Beratung	2
Rechtsanwaltskanzlei	2
Summe Kapitalmarktexperten	(16)
(Familien-)Unternehmen (Modul 2)	
Familienunternehmen	24
Ehem. Familienunternehmen	1
Summe (Familien-)Unternehmen	(25)
Gesamt	41

Quelle: Eigene Darstellung

Die Befragten in Modul 1 setzen sich aus 9 Vertretern von Banken, 3 Vertretern von Börsen, 2 Vertretern von auf Kapitalmarktbetreuung spezialisierten Beratern und 2 Vertretern aus Rechtsanwaltskanzleien zusammen. Für die Gespräche in Modul 2 fanden in 24 Fällen Gespräche mit Finanzverantwortlichen aus Familienunternehmen statt. Ein weiteres Gespräch wurde mit einem Finanzverantwortlichen eines Familienunternehmens geführt, welches im Laufe der Börsennotierung zu einem Nicht-Familienunternehmen wurde. Dieser Gesprächspartner verfügte aufgrund seiner Laufbahn über tiefe Einblicke in Familienunternehmen.

Die folgende Einordnung bezieht sich nur auf die 24 Familienunternehmen. In drei Fällen wurde das Gespräch mit einem Mitglied der Familie geführt¹⁸, in 21 Fällen hingegen mit familienexternen Geschäftsführern bzw. Vorständen. Die familienexternen Geschäftsführer, die für die Gespräche zur Verfügung standen, zeichnen sich durch eine langjährige Verweildauer im Familienunternehmen aus oder waren bereits vorher für Familienunternehmen tätig. Die Zusammensetzung der Gesprächspartner ist in Tabelle 1 zusammengefasst.

2.3.2 Charakteristika der untersuchten Familienunternehmen

Bei den untersuchten Familienunternehmen handelt es sich um 19 privat gehaltene Unternehmen und 5 börsennotierte Gesellschaften. Zwei der mittlerweile privat gehaltenen Familienunternehmen repräsentieren ehemals börsennotierte Unternehmen. Die befragten Familienunternehmen stellen ausschließlich Industrie- oder Dienstleistungsunternehmen dar und sind beispielsweise in der Automobilindustrie, im Maschinenbau, im Gesundheitswesen, im Handel oder im IT-Dienstleistungsbereich tätig. Finanzdienstleister mit Familien-

¹⁸ In einem der drei Fälle fand das Gespräch mit dem Vorstandsvorsitzenden statt, der gleichzeitig Familienmitglied ist, sowie dem familienexternen Finanzvorstand.

hintergrund wurden nicht betrachtet. Die Unternehmenscharakteristika der Familienunternehmen in der Stichprobe sind in Tabelle 2 zusammengefasst.

Tabelle 2: Unternehmenscharakteristika der untersuchten Familienunternehmen

Rechtsform		Umsatzerlöse (in €)	
Kategorie	Anzahl	Kategorie	Anzahl
AG	10	< 500 Mio.	3
KGaA	1	500 Mio. bis 1 Mrd.	5
GmbH	8	1 Mrd. bis 2 Mrd.	7
GmbH & Co. KG	3	2 Mrd. bis 5 Mrd.	5
KG	2	> 5 Mrd.	4
Summe	24	Summe	24

Kapitalmarktnutzung (Mehrfachnennung möglich)		Eigenkapitalquote	
Kategorie	Anzahl	Kategorie	Anzahl
Börsennotierung	5	< 20%	2
Anleihe	8	21% bis 35%	7
Davon		36% bis 50%	10
Anleihe und Börsennotierung	2	50% bis 75%	5
Anleihe und Schuldschein	3	Summe	24
Schuldschein	6		
Keine	10		
Summe	24		

Quelle: Eigene Darstellung

Der Großteil der untersuchten Unternehmen hat die Rechtsformen AG (10) oder GmbH (8). Die restlichen sechs Unternehmen nutzen die Rechtsformen KGaA (1), GmbH & Co. KG (3) oder KG (2). Entsprechend dem Fokus der Studie handelt es sich durchweg um sehr große Familienunternehmen, die die entsprechenden Kriterien des § 267 Handelsgesetzbuch (HGB) für große Kapitalgesellschaften bei weitem überschreiten. Nach diesen Kriterien gilt eine Kapitalgesellschaft als groß, wenn sie mindestens zwei aus drei Größenschwellen überschreitet: 19,25 Mio. € Bilanzsumme, 38,5 Mio. € Umsatzerlöse, 250 Arbeitnehmer im Jahresdurchschnitt. Die befragten Familienunternehmen sind im Durchschnitt durch eine Bilanzsumme von 4 Mrd. € (Min. 113 Mio. €, Max. 49 Mrd. €) sowie 5 Mrd. € Umsatzerlöse (Min. 203 Mio. €, Max. 38 Mrd. €) gekennzeichnet und verfügen durchschnittlich über 22.000 Mitarbeiter (Min. 1.000, Max. mehr als 250.000 Mitarbeiter). Die Werteverteilung der Größenkriterien zeigt bereits die große Heterogenität innerhalb der Gruppe der untersuchten Familienunternehmen. Meist zeichnen sich die Familienunternehmen über eine relativ hohe Eigenkapitalquote aus. Diese liegt im Durchschnitt bei 40% (Min. 17%, Max. 69%).

Von den 24 Familienunternehmen bilanziert die Hälfte nach International Financial Reporting Standards (IFRS), die andere Hälfte nach HGB. Innerhalb der nach HGB bilanzierenden Unternehmen erstellen jedoch zwei der Unternehmen Schattenabschlüsse nach IFRS.

In Bezug auf die Kapitalmarktnutzung durch die Familienunternehmen zeigt sich, dass fast die Hälfte der Unternehmen momentan den Kapitalmarkt nicht zu Finanzierungszwecken nutzt. Einige ziehen jedoch den Kapitalmarkt als künftige Finanzierungslösung aktiv in Erwägung, insbesondere hinsichtlich der Fremdkapitalinstrumente Anleihe und Schuldschein, oder waren in einer früheren Lebensphase des Unternehmens an der Börse notiert. Zwei der insgesamt fünf börsennotierten Unternehmen haben zusätzlich Fremdkapital über eine Anleihe aufgenommen. Insgesamt haben acht der untersuchten Familienunternehmen bereits Erfahrungen mit Anleihen gesammelt und sechs bereits Kapital über einen Schuldschein aufgenommen. Sowohl Anleihe als auch Schuldschein haben bereits drei der befragten Unternehmen begeben.

Die in der Studie untersuchten Familienunternehmen stellen jedoch nicht nur aufgrund der Unternehmenscharakteristika, sondern auch in Bezug auf ihre Corporate-Governance-Strukturen eine heterogene Gruppe dar. Tabelle 3 verdeutlicht dies.

Tabelle 3: Corporate-Governance-Charakteristika der untersuchten Familienunternehmen

Generation		Eigentumsanteile	
Kategorie	Anzahl	Kategorie	Anzahl
1. Generation	5	Eigentumsanteil 100%	19
2. Generation	2	Eigentumsanteil >50%	2
3. Generation	8	Eigentumsanteil >25%	2
4. Generation	4	Eigentumsanteil <25%	1
5. Generation und mehr	5	Summe	24
Summe	24		

Einfluss in den Unternehmensgremien	
Kategorie	Anzahl
Familie in der Unternehmensleitung	12
Familie im Aufsichtsgremium	17
Nur Eigentumsanteile	1
Davon	
Familie in beiden Gremien	6
Summe	24

Quelle: Eigene Darstellung

Von den 24 Familienunternehmen befinden sich 21% in der ersten, 8% in der zweiten, 33% in der dritten, 17% in der vierten und 21% in der fünften oder einer späteren Generation. Damit bietet die Analyse einen guten Querschnitt über verschiedene Generationen von Familienunternehmen und erlaubt Einblicke, inwiefern sich die Generation und damit auch das Unternehmensalter auf etwaige Zielsetzungen und Entscheidungen in Familienunternehmen auswirken.

In den meisten Familienunternehmen sind die Eigentumsrechte vollständig in Familienhand (80% der Unternehmen). Dies gilt vorrangig für die privat gehaltenen Familienunternehmen. Bei den börsennotierten Unternehmen hält die Familie in einem der Unternehmen 100% der Stimmrechte, da nur Vorzugsaktien an

der Börse notiert sind. Bei den anderen vier börsennotierten Familienunternehmen in der Stichprobe hält die Familie in zwei Fällen die Mehrheit der Stimmrechte und in zwei Fällen zwar nicht die Mehrheit, aber einen Anteil, der die Sperrminorität von 25% deutlich überschreitet. Insbesondere, wenn es eine große Anzahl an Gesellschaftern in börsennotierten Familienunternehmen gibt, werden die Stimmrechte der Familie häufig gepoolt, um in der Hauptversammlung einstimmig als Familie Einfluss auf Unternehmensentscheidungen nehmen zu können.

In der Hälfte der untersuchten Unternehmen ist die Familie in der Geschäftsführung vertreten. In gut 70% der Unternehmen nimmt sie eine Position im Aufsichtsgremium des Unternehmens ein. Bei etwa einem Viertel der Unternehmen ist die Familie sowohl in der Unternehmensleitung als auch im Aufsichtsgremium aktiv. Dies ist häufig dann der Fall, wenn die jüngere Generation in die Geschäftsführung eingetreten ist und sich die ältere Generation in das Aufsichtsgremium zurückgezogen hat. Die Unternehmensaufsicht in den Familienunternehmen ist unterschiedlich ausgestaltet. Manche Unternehmen verfügen über einen Familienrat, der ausschließlich durch Mitglieder der Familie gestellt wird, und einen Aufsichtsrat, der sich allein aus externen Mitgliedern zusammensetzt. Andere verfügen über einen Gesellschafterausschuss, der eine bestimmte Anzahl von Mitgliedern in den Aufsichtsrat entsendet. Wieder andere sehen nur einen Aufsichtsrat vor, dem eine bestimmte Anzahl an Familienmitgliedern zugehörig ist. Nur in einem Fall ist die Familie in keinem Gremium involviert. Der Gründer hält jedoch 100% der Anteile an der betreffenden GmbH. Er übt nach Aussage des Unternehmens nicht nur über seinen Eigentumsanteil maßgeblichen Einfluss aus, sondern steht dem Unternehmen zudem beratend zur Seite, ohne eine offizielle Funktion über ein Aufsichtsgremium wahrzunehmen.

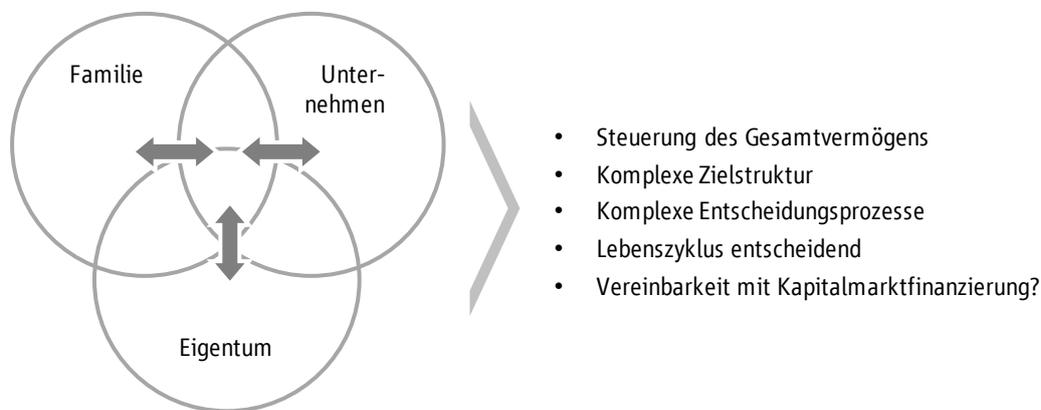
3 Besonderheiten der Finanzierung von Familienunternehmen

3.1 Besonderheiten von Familienunternehmen

3.1.1 Grundlegende Eigenschaften

Familienunternehmen zeichnen sich durch Familienziele und Unternehmensziele aus. Dies ist ein Merkmal, das sie deutlich von Nicht-Familienunternehmen unterscheidet.¹⁹ Die Zielstruktur der Familie wirkt sich auf die Ausrichtung des Unternehmens aus und kann innerhalb der Gruppe der Familienunternehmen stark variieren. Anhand des in der Familienunternehmensforschung bekannten Dreikreismodells²⁰ lässt sich die Komplexität in der Zielstruktur von Familienunternehmen veranschaulichen. Diese ist, wie in Abbildung 6 dargestellt, geprägt durch die Elemente Familie, Unternehmen und Eigentum.

Abbildung 6: Zielstrukturen von Familienunternehmen (Dreikreismodell)



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Tagiuri/Davis (1996) und Gersick et al. (1997)

Das Zusammenspiel von Familien- und Unternehmenszielen bei der Steuerung des Gesamtvermögens bedingt komplexe Entscheidungsprozesse. Der Einfluss der Komponenten Familie, Eigentum und Unternehmen kann sich mitunter auch je nach Lebensphase des Unternehmens unterscheiden und dadurch zu veränderten Entscheidungsprozessen führen.

Die in den Gesprächen genannten Ziele und Wertevorstellungen zeigen die emotionale Verbundenheit der Familie mit dem Unternehmen. Dieser Aspekt wird auch in der wissenschaftlichen Literatur zu den Besonderheiten von Familienunternehmen gezählt.²¹ Zudem zeichnen sich Familienunternehmen durch Attribute wie Verantwortungsbewusstsein, Verschwiegenheit, Langfristorientierung, Risikoaversion und Streben nach

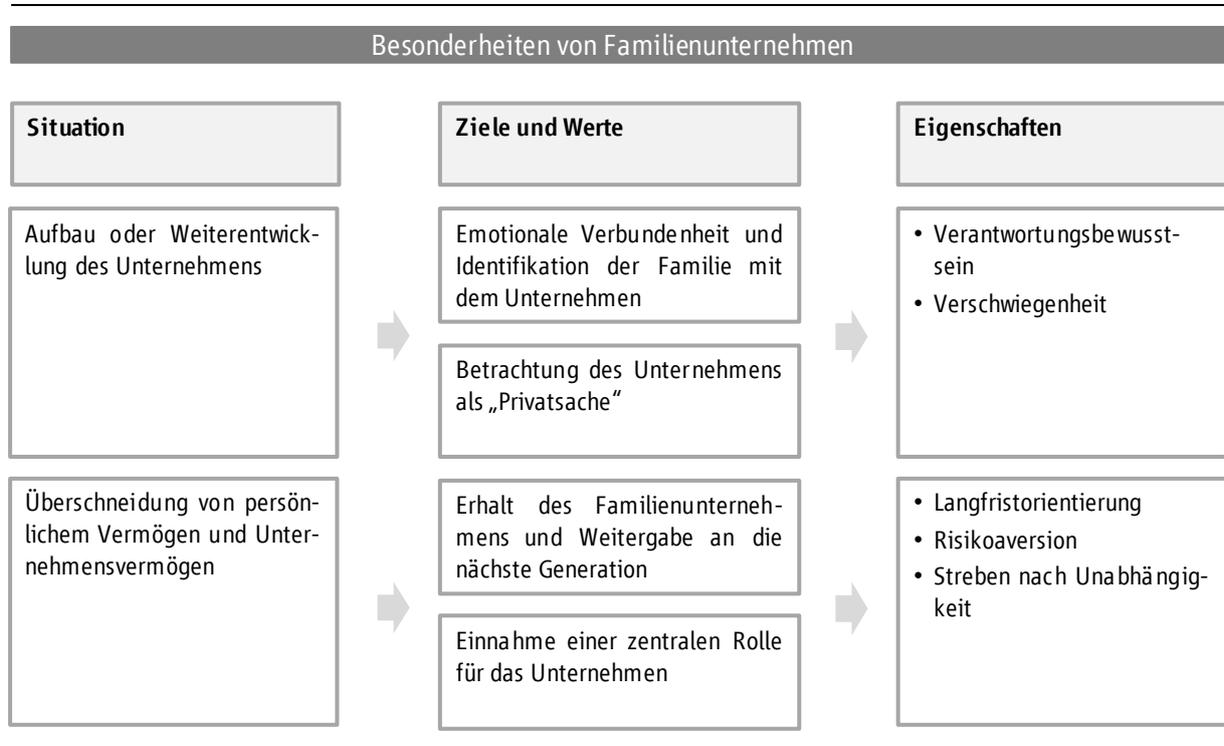
¹⁹ Vgl. z.B. Shanker/Astrachan (1996), Sharma/Chrisman/Chua (1997), Klein (2000), Sharma (2004), Achleitner et al. (2010a), Schraml (2010).

²⁰ Vgl. Tagiuri/Davis (1996), Gersick et al. (1997), Moores (2009).

²¹ Vgl. z.B. Gomez-Mejia/Nunez-Nickel/Gutierrez (2001).

Unabhängigkeit aus. Alle diese Aspekte sind eng miteinander verzahnt und werden entsprechend in Abbildung 7 dargestellt.

Abbildung 7: Ziele, Werte und Eigenschaften von Familienunternehmen



Quelle: Eigene Darstellung

Die emotionale Verbundenheit und Identifikation der Familie mit dem Unternehmen lässt ein Gefühl der Verantwortung entstehen. Ziel ist es, das Unternehmen als Familienunternehmen zu erhalten und an die nächste Generation weitergeben zu können. Dieser Wunsch verbunden mit der starken Überschneidung von persönlichem Vermögen und Betriebsvermögen führt zu einer langfristigen Orientierung. Auch eine eher vorsichtige Unternehmenspolitik und die Vermeidung von Abhängigkeiten, die im schlimmsten Fall zu einem Verlust des Unternehmens seitens der Familie führen könnten, lassen sich mit diesen grundlegenden Zielen erklären. Die Familie möchte eine zentrale Rolle für das Unternehmen einnehmen und daher die Unabhängigkeit des Unternehmens von externen Dritten garantieren. So kann sie die Kontrolle über das Unternehmen behalten. Bedingt durch die enge Verbundenheit und die Identifikation der Familie mit dem Unternehmen wird dieses mitunter als „Privatsache“ gesehen, was zu einer gewissen Verschwiegenheit vieler Familienunternehmen führt.

Im Folgenden werden die Besonderheiten von Familienunternehmen, wie sie sich aus Sicht der Befragten darstellen, näher charakterisiert. Darüber hinaus wird ein Bild hinsichtlich der Unternehmenskultur in Familienunternehmen skizziert. Diese erste Analyse bietet wichtige Anhaltspunkte, um in den Folgekapiteln das Finanzierungsverhalten von Familienunternehmen unter Berücksichtigung ihrer Besonderheiten näher zu beleuchten. Ein besonderes Anliegen der Studie ist es, zu analysieren, inwiefern klassische Ziele und Werte-

vorstellungen von Familienunternehmen überhaupt mit Instrumenten der Kapitalmarktfinanzierung vereinbar sind und welche Gründe für oder gegen eine Kapitalmarktnutzung sprechen könnten.

3.1.2 Entscheidungs- und Organisationsstruktur

Mit Blick auf die Organisationsstruktur sind zunächst die kurzen Entscheidungswege in Familienunternehmen auffallend. Kurze Entscheidungswege sind zum einen Teil durch flache Hierarchien bedingt und zum anderen Teil durch die Nähe zu den Eigentümern. Darüber hinaus spielt die – mit Großkonzernen verglichen – geringere Größe eine Rolle für diese Struktur. Kürzere Entscheidungswege ermöglichen letztlich schnellere Entscheidungen. Diese Entscheidungen können angesichts der hohen Verbundenheit der Familie mit dem Unternehmen auch zu einem gewissen Teil emotional geprägt sein.

„[Es gibt] eine enge Zusammenarbeit zwischen den einzelnen Hierarchieebenen. Diese sind natürlich nicht so stark ausgeprägt wie in einem Großkonzern. Also, so was wie eine C1 - C2 - C3 - C5 - C10-Ebene haben wir bei uns nicht. Das heißt, wir haben relativ flache Hierarchien und ich sage es vielleicht auch mal so: Auch die Tür des Vorstandsvorsitzenden steht immer offen.“ (Familienunternehmen)

Inwiefern die Familie auf die Entscheidungsfindung im Unternehmen einwirkt, unterscheidet sich in der Gruppe der untersuchten Unternehmen erheblich. Schließlich gibt es verschiedene Möglichkeiten, wie die Familie Einfluss auf das Unternehmen nimmt.²² An dieser Stelle wird bereits ein wesentlicher Faktor erkennbar, der zu einer großen Heterogenität innerhalb der Gruppe der Familienunternehmen führt. Es besteht natürlich ein erheblicher Unterschied dahingehend, ob die Familie nur in den Aufsichtsgremien vertreten ist oder ob sie auch aktiv in der Geschäftsführung tätig ist und ob es zwei, drei oder über hundert Gesellschafter gibt.

Während in manchen Familienunternehmen das Unternehmen und die Familie stark als Einheit betrachtet werden, gibt es insbesondere bei älteren Familienunternehmen häufig eine gewisse Trennung. Diese Trennung steht letztlich auch im Zusammenhang mit dem über die Generationen gewachsenen Gesellschafterkreis, durch den sich Konflikte innerhalb der Familie ergeben können. Gerade in diesen Familienunternehmen werden häufig besondere Strukturen und Unternehmensverfassungen aufgesetzt, die den Einfluss der Familie auf das Unternehmen regeln.

„Wir erwarten, dass in den nächsten Jahren noch über 800 Gesellschafter dazukommen. Es ist nicht mehr zu führen wie eine kleine Familiengesellschaft. Das hat auch zur Folge, dass wir seit fast 100 Jahren kein Familienmitglied mehr in der Führung des Unternehmens haben und seit einigen Jahrzehnten den Familienmitgliedern nicht mal mehr die Möglichkeit bieten, hier ein Praktikum zu ma-

²² Vgl. Klein (2004).

chen. Es gibt eine ganz strikte und ganz klare Trennung: Aufsichtsrat, da ist Schluss.“ (Familienunternehmen)

„Was ist das Typische an einer Familie? Man hilft sich. Man hilft dem Schwachen in der Familie. Das ist ein Gemeinschaftsgefühl. Das ist eine Solidarität. So können Sie kein Unternehmen führen. Bei Unternehmen geht es um Leistung. Da geht es um Performance. Da geht es darum, Werte und Geld zu verdienen. So, wenn Sie jetzt aber das mischen, dann haben Sie immer einen Konflikt. Und den müssen Sie lösen – auf die eine oder andere Weise.“ (Familienunternehmen)

Damit zeichnet sich auch eine Art Lebenszyklus von Familienunternehmen in Bezug auf die Corporate-Governance-Struktur ab. Bezogen auf Unternehmensführung und -überwachung sind die in den großen traditionsreichen und privat gehaltenen Familienunternehmen etablierten Strukturen teils mit börsennotierten Gesellschaften vergleichbar und umfassen neben der Geschäftsführung mitunter zusätzlich zum Aufsichtsrat einen Gesellschafterausschuss. Die Vorsitzenden des Gesellschafterausschusses wiederum nehmen die Interessen der Familie im Aufsichtsrat wahr. Viele der befragten Familienunternehmen verfügen über eigene Familienverfassungen, die beispielsweise die Weitergabe von Anteilen, Qualifikationen, die Familienmitglieder erfüllen müssen, um im Unternehmen tätig werden zu können, die Anzahl der im Familienunternehmen tätigen Personen, Ausschüttungsquoten und ähnliche Bereiche regeln. Strukturen wie diese sollen vorzeitig Konflikten innerhalb der Familie vorbeugen. Mitunter sind auch, vorbehaltlich Änderungen durch Beschlüsse der Gesellschafterversammlung, bestimmte Finanzierungsinstrumente wie ein Börsengang durch die Familienverfassung ausgeschlossen. In den meisten Familienunternehmen, die sich eine solche Unternehmensverfassung gegeben haben, gibt es ein explizites Verbot, Anteile an Externe, mitunter auch angeheiratete Familienmitglieder, weiterzugeben.

3.1.3 Verantwortungsbewusstsein

Unabhängig davon, wie stark die Einflussnahme der Familie bei Unternehmensentscheidungen ist, kann davon ausgegangen werden, dass das Gefühl der Verantwortung in allen Familienunternehmen prägend ist. Das Verantwortungsbewusstsein, das Familienunternehmer empfinden, drückt sich gegenüber der Familie und dem Unternehmen, aber auch gegenüber Mitarbeitern, bis hin zu einer allgemeinen, sozialen Verantwortung aus.²³

„Ein Familienunternehmen ist ja auch wie eine Familie. Das ist wichtig für die Mitarbeiter, dass eine Familie da zusammenhält, weil das eine ganz andere Atmosphäre schafft und auch der Umgang mit den Mitarbeitern in meinen Augen ein anderer ist. Wir wollen das gerne so weiterführen in der nächsten Generation und hoffen, dass uns das auch gelingt.“ (Familienunternehmen)

²³ Vgl. Barnett/Kellermanns (2006), Tänzler/Keese/Hauer (2010).

Die Finanzverantwortlichen in Familienunternehmen, die im Rahmen der vorliegenden Studie befragt wurden, sind in den meisten Fällen familienexterne Manager. Sie besitzen in der Regel eine lange Betriebszugehörigkeit oder waren in der Vergangenheit bereits für Familienunternehmen tätig. Auch sie schreiben als Mitarbeiter den Familienunternehmen eine besondere Unternehmenskultur zu. Diese zeichnet sich durch ein besonderes Zugehörigkeitsgefühl, sowie das Gefühl, etwas bewegen zu können und selbst Verantwortung zu tragen, aus.

„Für mich persönlich ist es natürlich absolut befriedigend, wenn ich meine Eigentümer sehr, sehr gut kenne. Die kenne ich ja seit 20 Jahren und die mich natürlich auch. Das ist für mich ein absolutes Asset.“ (Familienunternehmen)

„Familien halten ja nicht nur Familienunternehmen, sondern die werden ja auch oft als Familienunternehmen gelebt, das heißt ... Mitarbeiter fühlen sich dort, denke ich mal, etwas geborgener und auch motivierter.“ (Familienunternehmen)

„Das spürt man einfach, wenn da eine Familie dahintersteht. Die Denke ist eine andere. Das hat Vor- und Nachteile. Also, der Firmepatriarch, der schwirrt halt doch immer im oder über dem Unternehmen, aber per saldo habe ich das immer als sehr angenehm empfunden.“ (Familienunternehmen)

Die Wertevorstellung von Familienunternehmen bedingt auch, dass es neben der Gewinnerzielung weitere Ziele gibt, die mitunter zu Unterschieden in der Denkweise von Familienunternehmen verglichen mit Nicht-Familienunternehmen führen. Diese knüpfen stark an das Identitätsgefühl, das die Familie mit dem Unternehmen verbindet, an.

„Natürlich ist eine andere Denkweise da. Man möchte das Unternehmen in die nächste Generation tragen. Man will erfolgreich sein. Diesen Erfolg misst man nicht nur an Geld, also am Gewinn. Man will auch mehr sein. Wir wollen beispielsweise Technologieführer sein. ... Wir wollen unsere Leistungen irgendwo herausstellen. Gerade die Familie tut ja auch Einiges dafür, dass dem so ist. Das andere Thema ist, man will auch in der Gesellschaft wer sein. Das klingt jetzt nach Geltungsbedürfnis. Das stimmt aber nicht. Man will auch in der Gesellschaft etwas Gutes tun und nicht nur im Markt.“ (Familienunternehmen)

Aus der Verbindung zwischen Familie und Unternehmen ergibt sich bei vielen Familienunternehmen häufig der Wunsch, etwas zurückzugeben. Es ist erkennbar, dass das Gefühl der Verantwortung für die Gesellschaft häufig stark ausgeprägt ist. Viele Familienunternehmer haben gemeinnützige Stiftungen ins Leben gerufen. Einige große Familienunternehmen wie die Bertelsmann AG oder die Robert Bosch GmbH sind Beispiele für Familienunternehmen, die ihrem Charakter nach mittlerweile Stiftungsunternehmen sind. Allerdings gilt für alle Unternehmen gleichermaßen das Prinzip: Nur wer Gewinne macht, kann auch etwas weitergeben.

3.1.4 Langfristorientierung

Familienunternehmen gelten als langfristig orientiert.²⁴ Langfristorientierung kann sich dabei in unterschiedlicher Weise äußern. Sie mündet zu einem Teil auch in das Streben nach Unabhängigkeit und Kontrollerhalt sowie Risikominimierung. Während die meisten Familienunternehmen einen Anteilsbesitz von 100% am Unternehmen anstreben, besteht bei manchen Familien eher die Tendenz, zwar den größten Anteil oder die absolute Mehrheit zu halten, nicht aber unbedingt 100%. So kann das unternehmerische Risiko mit anderen Beteiligten geteilt werden. Der Faktor, nicht übernommen werden zu können, spielt aber in Familienunternehmen eine besondere Rolle und wirkt sich auch auf die Unternehmenspolitik aus.

Eine der stärksten Ausprägungen der Langfristorientierung in Familienunternehmen wird im Wunsch gesehen, das Familienunternehmen als solches zu erhalten und an die folgenden Generationen weiterzugeben. Dies ist eine Aufgabe, die Verantwortliche in Familienunternehmen vor eine besondere Herausforderung stellt. Der Wunsch, das Unternehmen an seine Kinder weiterzugeben, ist letztlich auch ein Merkmal, das den familieninternen Manager von einem externen Manager unterscheidet. Aber auch externe Manager dürften anders handeln, wenn sie für die Familie tätig sind und Verantwortung für das Unternehmen tragen.

„Dort Verantwortung für etwas zu übernehmen, was man dann weitergeben kann, auch mit der Historie von fast 160 Jahren. Das waren eine unheimliche Motivation und eine tolle Herausforderung, die ich sehr gerne wahrgenommen habe.“ (Familienunternehmen)

„Ein angestellter Manager, der einen Vorstandsvertrag hat und vielleicht auch nur noch eine Vertragsperiode hat, bis er dann in Rente geht, der ist risikofreudiger als ein Familienunternehmer, der 50 Jahre alt ist ... und der das Unternehmen größer machen und an seine Kinder weitergeben will. Natürlich sind Familienunternehmer keine Hasenfüße, sonst wären sie keine großen Familienunternehmer.“ (Familienunternehmen)

Langfristorientierung impliziert auch, dass man sein Geld grundsätzlich im Unternehmen belässt. Die Familie stellt „geduldiges“ Kapital bereit. Der Wunsch nach dem Erhalt des Unternehmens bedingt damit letztlich auch eine bescheidene Entnahmepolitik seitens der Familie. Manche Familien erlegen sich sogar feste Regelungen auf, bis zu welchem Prozentsatz oder Wert Beträge aus dem Unternehmen entnommen werden dürfen. Manche Familien verzichten sogar gänzlich auf eine Ausschüttung, etwa wenn sie eine aktive Position im Unternehmen innehaben. Die Thesaurierung von Gewinnen führt zu einer Stärkung der Eigenkapitalbasis und ermöglicht neue Investitionen – unabhängig von weiteren Finanzierungsquellen.

„Wir haben keinen Aktionärskreis, der nur nach Geld und Rendite guckt. Das ist bei uns alles nicht so. Bei uns wird natürlich auch geschimpft, wenn der Gewinn nicht entsprechend ist, aber dann überlegt man, was man tun kann, um diesen Gewinn wieder besser zu machen. Wir sagen nicht, wir

²⁴ Vgl. z.B. James (1999), Anderson/Reeb (2003), Bertrand/Schoar (2006), Le Breton-Miller/Miller (2006), Block (2009).

holen da jetzt unser Geld raus und legen das dann in attraktivere Anlagen an. Diese Frage stellt sich nicht.“ (Familienunternehmen)

„Man hat, wie sich das gehört ... wirklich sehr viel einbehalten vom Gewinn. Es ist auch heute noch so, dass grundsätzlich 90% des Gewinns einbehalten werden und für Investitionen im Unternehmen verwendet werden sollen.“ (Familienunternehmen)

Die Tatsache, dass Gewinne grundsätzlich soweit wie möglich im Unternehmen belassen werden, ist einer der Faktoren, die dazu führen, dass es eine starke Überschneidung zwischen privatem Vermögen und Unternehmensvermögen gibt. Viele Familien haben daher außerhalb des Unternehmens relativ wenig Vermögen, da dieses zu einem Großteil im Unternehmen gebunden ist. Die starke emotionale Bindung an das Unternehmen führt dazu, dass Unternehmenserfolg oder -misserfolg als persönlicher Erfolg oder Misserfolg gewertet werden. Der Einsatz der Familie für das Unternehmen geht dabei mitunter so weit, dass manche ihr Privatvermögen beleihen, um Kapital für das Unternehmen aufnehmen zu können. Dies verdeutlicht, dass das Unternehmen für die Familie eine erhebliche Risikoposition darstellt, da der Wohlstand der Familie stark vom Erfolg des eigenen Unternehmens abhängt. Es impliziert, dass Entscheidungen vorsichtig getroffen werden und ein hohes Sicherheitsbedürfnis vorhanden ist. Das Unternehmen kann nur langfristig als Familienunternehmen erhalten werden, wenn man es nicht aufs Spiel setzt. Risikominimierung wird damit zur Maxime, obgleich gerade in der Gründungsphase die Familie in vielen Fällen ein hohes Risiko eingegangen ist.²⁵

„Wer nichts wagt, der nichts gewinnt. Das stimmt natürlich auch. Gerade wenn man sich die Gründungsphasen von Familienunternehmen anschaut, dann haben die am Anfang sehr viel gewagt, zum Teil auch ihre Existenz aufs Spiel gesetzt. Und dann gewonnen. Und dann eben auf vorsichtig umgestellt.“ (Familienunternehmen)

„Die Familie legt auch einen großen Wert darauf, dass der Bestand des Unternehmens nachhaltig gesichert ist. Das ist sicherlich auch in unserem Gesellschaftervertrag die oberste Maxime: Der Fortbestand des Unternehmen, des Konzerns, hat höchste Priorität. Insofern würden wir keine Dinge tun, die diesen Fortbestand gefährden könnten. Man kann natürlich im allgemeinen Geschäftsleben nichts ausschließen, aber man versucht natürlich schon, das Risiko zu minimieren.“ (Familienunternehmen)

Unabhängigkeit stellt einen wesentlichen Wert in Familienunternehmen dar. Diese beinhaltet letztlich ein Nicht-Angewiesen-Sein auf Dritte, Kontrollerhalt und Freiheit in der Entscheidungsfindung.

„Eben dieser konservative Ansatz, ein sehr vorsichtiges Agieren, Unabhängigkeit von Dritten, Nicht-Angewiesen-Sein-Wollen auf Dritte. Das sind so die wesentlichen Merkmale. Und natürlich Denken

²⁵ Vgl. z.B. Mishra/McConaughy (1999), Anderson/Mansi/Reeb (2003), Schmid et al. (2008).

in langen Zeiträumen, was jetzt die Strategie angeht. Wenn unsere Gesellschafter sich entscheiden, in einen Markt zu gehen, dann wird diese Entscheidung auch jetzt nicht so schnell widerrufen oder rückgängig gemacht.“ (Familienunternehmen)

Langfristorientierung schlägt sich auch in den Beziehungen zu Mitarbeitern, aber auch zu Lieferanten, Kunden, Kapitalgebern und anderen Parteien nieder, die mit dem Unternehmen in Verbindung stehen.

„Der Relationship-Ansatz ist nicht nur so dahingesagt. Das ist in der Tat etwas, warum wir meinen, besonders gut für Familienunternehmen aufgestellt zu sein. Familienunternehmen sind langfristig orientiert und erwarten auch ähnliche Werte von ihren Bankpartnern.“ (Kapitalmarktexperte)

Rechtzeitig an die Nachfolge zu denken und das Unternehmen zu übergeben, kann ebenfalls als Teil der Langfristorientierung gesehen werden. Während die Nachfolge in vielen Familienunternehmen frühzeitig und klar geregelt ist, gibt es andere Unternehmen, in denen klare Nachfolgeregelungen fehlen. Dies ist häufig gerade dann der Fall, wenn es an einem geeigneten Nachfolger innerhalb der Familie mangelt. Manche Familienunternehmen sehen es ab einem gewissen Zeitpunkt in der Unternehmensgeschichte vor, das Unternehmen an ein externes Management zu übergeben, während die Familie nur noch in den Aufsichtsgremien vertreten ist. Der Einsatz eines fremden Managements kann jedoch nicht nur eine Dauerlösung sein, für die man sich bewusst entschieden hat. Sie kann mitunter auch eine Brückenlösung darstellen, etwa wenn das nachfolgende Familienmitglied noch zu jung ist oder erst eingelernt werden muss. Es gibt auch Fälle, in denen über ein oder mehrere Generationen kein Familienmitglied in der Unternehmensleitung tätig ist, dies jedoch in einer späteren Generation wieder der Fall ist.

Eine unregelmäßige Nachfolge kann zum Risikofaktor werden, wenn das Unternehmen zu stark am Patriarchen hängt, der die Spitze des Unternehmens bildet und trotz hohen Alters an der Unternehmensführung festhält oder wenn weniger qualifizierten Familienmitgliedern gegenüber Externen der Vorzug gewährt wird, nur aus dem Wunsch heraus, ein Familienmitglied möge das Unternehmen weiterführen. Man spricht in diesem Fall auch von Nepotismus. Die Nachfolgeregelung in Familienunternehmen stellt somit einen Faktor dar, dem auch von Kapitalgeberseite her Bedeutung beigemessen wird.

„Was ist, wenn [der Patriarch] nicht mehr da ist? Ist das dann so geregelt, dass das einfach weiterläuft und aufgefangen wird oder wie stark, das ist vielleicht übertrieben bei großen Unternehmen, steht und fällt das Unternehmen mit der Persönlichkeit. Man kann nicht generell sagen, ob das positiv oder negativ ist, aber es wird auf jeden Fall angeschaut bei Unternehmen, wie die Eigentümerstruktur ist. Governance und Nachfolge sind auch weitere Kriterien zur Beurteilung der Qualität von Familienunternehmen.“ (Kapitalmarktexperte)

„Wenn dann der Große, die große Führungsfigur, irgendwann ins gesetzliche Rentenalter kommt, wo dann manche Familienunternehmer glauben, sie sind noch so jung, sie können noch 20 Jahre weitermachen, dann geht das schon anders. [Unser Patriarch] hat damals von sich aus freiwillig gesagt, er wollte mit 63 aufhören. Letztendlich hört so jemand nie auf, aber er ist dann eben von der Geschäftsführung in den Aufsichtsrat gewechselt. ... Es gibt aber eben auch andere Familienunter-

nehmen, wo der Patriarch dann eben bis 75 oder noch länger durchhält oder durchhalten will. Das ist dann eine schwierige Situation auch für das Unternehmen und die Geschäftsführer und auch für die nächste Generation.“ (Familienunternehmen)

Die Identifikation mit dem Unternehmen und die starke Überschneidung von persönlichem und Unternehmensvermögen führen in vielen Familienunternehmen auch zu einer restriktiven Informationspolitik. Diese mündet in manchen Familien sogar in eine gewisse Verschleierungstaktik, was z.B. die Unternehmensstruktur oder das Gesamtergebnis der Gruppe betrifft. Obgleich Familienunternehmen durch Regelungen wie die Publizität über den Bundesanzeiger oder durch verstärkte Offenlegungspflichten, wie sie mit dem Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz – BilMoG) Einzug in das HGB genommen haben, zu einer höheren Publizität gezwungen werden als früher, gibt es nach wie vor eine gewisse Verschlossenheit seitens der Familienunternehmen. Die Verschlossenheit von Familienunternehmen, die etwa durch den Schutz der Familie begründet sein kann, und die Frage, wann Familienunternehmen eher zu Transparenz bereit sind, werden in den Kapiteln 5.1.3 und 5.1.4 vertieft.

„Die Offenlegungspflichten, die alleine in den letzten vielleicht zehn Jahren ins Handelsgesetzbuch reingekommen sind, haben schon einiges verändert. Wenn Sie überlegen, wenn vor 20 Jahre ein Familienunternehmen seine Zahlen nicht offenlegen wollte, konnte es ja faktisch gar nicht gezwungen werden. Es gab gar keine Sanktionsmöglichkeiten. Jetzt natürlich schon. Aber an der Denke, dass das Familienunternehmen oder der dahinter stehende Gesellschafter sagt, das ist meine Privatschatulle, da möchte ich mir nicht reingucken lassen, hat sich nichts verändert.“ (Familienunternehmen)

„Es gibt immer die und die: Die einen zeigen gerne, was sie haben und die anderen, die lieber für sich ihre Arbeit gut machen und eher zurückhaltend sind. Aber prinzipiell sind Familienunternehmen zurückhaltender bei den Informationen, die sie streuen. ... Ich denke, dass das auch der richtige Weg ist und mit zum Schutz der Familie dient.“ (Familienunternehmen)

3.2 Finanzierung von Familienunternehmen

3.2.1 Theoretische Überlegungen zur Finanzierung von Familienunternehmen

Die Besonderheiten von Familienunternehmen schlagen sich in der Unternehmenspolitik und somit auch in der Finanzierung nieder. Aufgrund der komplexen Zielstruktur von Familienunternehmen lässt sich deren Finanzierungsverhalten mithilfe klassischer Finanzierungstheorien allerdings nur zum Teil erklären.²⁶

So sieht etwa die Kapitalstrukturtheorie vor, dass profitable Unternehmen aufgrund der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalkosten mehr Fremdkapital aufnehmen sollten, zumal Gewinne und Verluste asymmetrisch behandelt werden. Der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalkosten stehen im Gegenzug Insol-

²⁶ Vgl. Schraml (2010) für einen umfassenden Überblick zu klassischen Finanzierungstheorien und deren Würdigung unter Berücksichtigung der Besonderheiten von Familienunternehmen.

venzkosten entgegen, die für eine Senkung des Verschuldungsgrads sprechen.²⁷ Zellweger (2006) zeigt jedoch, dass das Argument der Steuerersparnis als Finanzierungsdeterminante in Familienunternehmen wenig Beachtung findet. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt die Analyse von López-Gracia/Sánchez-Andújar (2007). Inwiefern finanzökonomische Überlegungen in Familienunternehmen eine Rolle spielen, hängt vom internen und externen Unternehmensumfeld ab, ebenso wie von der Zielstruktur der Familie. Diese werden in der klassischen Finanzierungstheorie vernachlässigt.

Da das empirisch beobachtete Finanzierungsverhalten von Unternehmen nur wenig in Übereinstimmung mit Überlegungen bezüglich des kapitalstrukturtheoretischen Optimums zu stehen schien, wurde in der Literatur nach weiteren theoretischen Erklärungsansätzen gesucht. Die so genannte Pecking-Order-Theorie stützt sich auf das beobachtete Finanzierungsverhalten von Unternehmen und stellt, so der Name, eine gewisse Hackordnung in der Nutzung von Finanzierungsinstrumenten auf.²⁸ Demnach gibt es seitens der Unternehmen eine starke Präferenz für Quellen der Innenfinanzierung wie etwa einbehaltene Gewinne. Falls diese Finanzierungsquellen zu Zwecken der Unternehmensfinanzierung nicht mehr ausreichen, wird auf externes Fremdkapital ausgewichen. Dabei wird versucht, möglichst risikoarmes Fremdkapital zu nutzen. Erst wenn auch die Möglichkeiten zur Aufnahme von Fremdkapital erschöpft sind, wird externes Eigenkapital in Betracht gezogen. Um über die Fremdkapitalnutzung nicht in die Situation zu kommen, externes Eigenkapital aufnehmen zu müssen, wird stets versucht, auch die Fremdkapitalnutzung möglichst gering zu halten. Die Reihenfolge der Nutzung von Finanzierungsquellen folgt dabei nicht zuletzt Kosten- und Kontrollüberlegungen²⁹ und scheint somit eine gewisse Übereinstimmung zum Finanzierungsverhalten von Familienunternehmen aufzuweisen.³⁰ Darüber hinaus scheinen Transparenzüberlegungen ein Faktor zu sein, der das Finanzierungsverhalten von Familienunternehmen beeinflusst.³¹ Wann jedoch der Zeitpunkt gekommen ist, dass eine gewisse Form der Finanzierung nicht mehr ausreichend ist und in welcher Lebensphase des Unternehmens sich welche Finanzierungsform anbieten kann, lässt die Theorie offen.

²⁷ Vgl. z.B. DeAngelo/Masulis (1980), Myers (1984) zur Theorie der optimalen Kapitalstruktur.

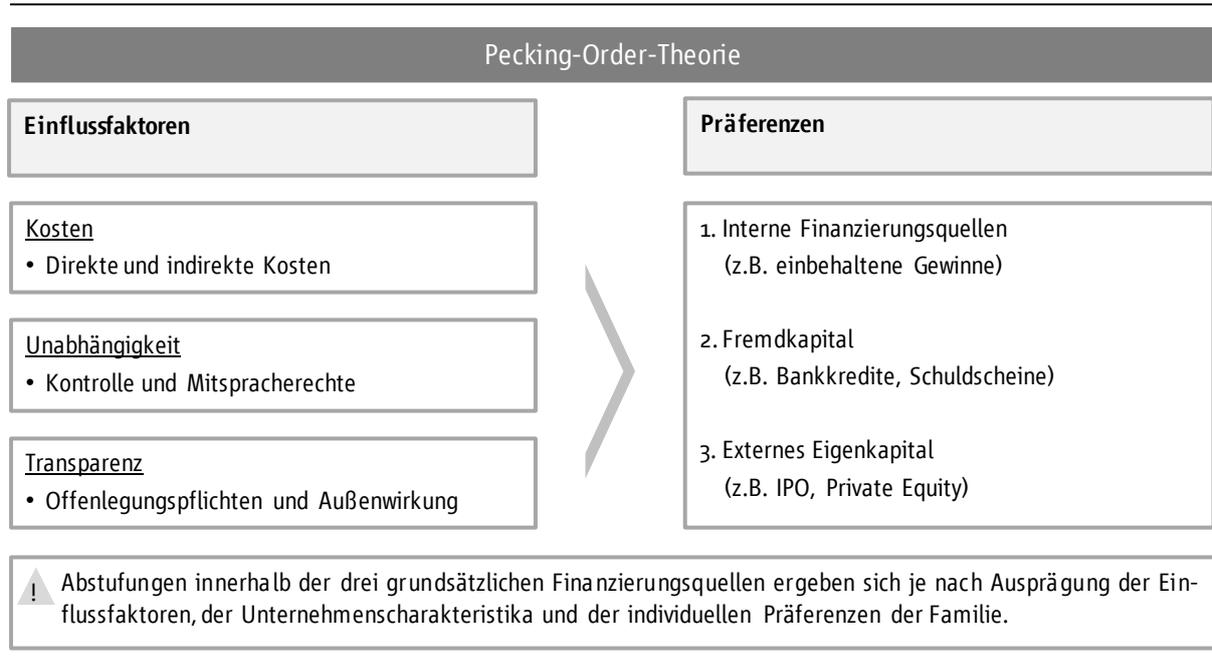
²⁸ Vgl. Myers (1984), Donaldson (1961).

²⁹ Vgl. Schraml (2010).

³⁰ Konsistente Befunde liefern z.B. Mishra/McConaughy (1999), Mahéroul (2000), Poutziouris (2001), López-Gracia/Sánchez-Andújar (2007).

³¹ Vgl. Hall/Hutchinson/Michaelas (2000).

Abbildung 8: Einflussfaktoren auf die Finanzierungsentscheidung und Pecking-Order-Theorie



Quelle: Eigene Darstellung

Obleich die Pecking-Order-Theorie einen ersten Erklärungsansatz für das Finanzierungsverhalten von Familienunternehmen liefern kann, sind weitere Determinanten ausschlaggebend. Allerdings liegen bisher nur sehr wenige Studien vor, die sich mit Determinanten der Finanzierung von Familienunternehmen beschäftigen.³² Dabei ist zu beachten, dass Familienunternehmen auch im Hinblick auf Finanzierungsentscheidungen eine sehr heterogene Gruppe darstellen. Während eine bestimmte Finanzierungsform für das eine Familienunternehmen sinnvoll sein mag, muss das für ein anderes nicht zwangsläufig zutreffen. Dies gilt auch für die Kapitalmarktfinanzierung. Im Folgenden wird auf Basis der Gespräche analysiert, welche spezifischen Eigenschaften von Familienunternehmen auf deren Finanzierungsverhalten Einfluss nehmen könnten.

3.2.2 Einfluss der Besonderheiten von Familienunternehmen auf Finanzierungsentscheidungen

Im Finanzierungsverhalten von Familienunternehmen kommen erneut die Attribute Langfristorientierung, Streben nach Unabhängigkeit und Risikoaversion zum Tragen. Allerdings können diese Ziele und Werte in unterschiedliche Finanzierungsstrukturen münden. Dies hängt auch von den internen und externen Bedingungen ab, denen sich das Familienunternehmen gegenüber sieht. Der Weltmarktführer in einer besonderen Nische wird sich anders verhalten als ein Unternehmen, das sich in einem Umfeld behaupten muss, das durch starken Wettbewerb gekennzeichnet ist. Auch die Stufe, auf der das Unternehmen in der Wertschöp-

³² Vgl. Schraml (2010).

fungskette steht, könnte sich auswirken, ebenso wie die Aufstellung der Konkurrenz. Letztlich spielen aber gerade in Familienunternehmen immer auch persönliche Einstellungen eine Rolle.

Familienunternehmen wird generell eine konservative Finanzierungspolitik unterstellt. Diese zeichnet sich durch eine starke Fokussierung auf interne Finanzierungsquellen und eine tendenziell hohe Eigenkapitalquote aus. Externe Finanzierungsquellen werden dagegen so weit wie möglich gemieden.³³ Einige Familienunternehmen verfügen sogar über hausinterne Finanzierungsrichtlinien, die Mindesteigenkapitalquoten und ähnliche Kennzahlen festlegen. Ein wesentlicher Faktor, der die Eigenkapitalquote in Familienunternehmen stärkt, ist die bereits thematisierte Thesaurierung von Gewinnen durch eine restriktive Ausschüttungspolitik. Um Abhängigkeiten zu vermeiden und eine tatsächliche Verfügbarkeit über die vorhandenen liquiden Mittel zu haben, steuern viele Familienunternehmen ihr Finanzmanagement zentral. Die Versorgung der Tochterunternehmen mit Liquidität erfolgt über die Holding. Die Bündelung der gesamten Finanzierungsaktivitäten in der Holding und ein zentrales Cash-Pooling können letztlich auch die Steuerung der Geschäftsbereiche unterstützen.

„Es war den Gesellschaftern immer wichtig, dass die Abhängigkeit von Dritten, ob es jetzt Banken oder sonstige Kapitalgeber sind, relativ niedrig ist. Deswegen haben unsere Gesellschafter auch immer einen sehr, sehr konservativen Finanzierungsansatz gefahren.“ (Familienunternehmen)

„Das oberste Ziel ist immer ... Eigenkapitalquote größer 25%, verzinsliche Verschuldung nie größer als das 2,5fache des EBITDA und da haben wir auch noch ein paar weitere Kennzahlen. Da müssen wir sehr darauf achten, dass wir die auch wirklich einhalten. Bevor der Grenzwert erreicht ist, wird schon diskutiert, ob man da nicht von der Risikosteuerung des Unternehmens her als Geschäftsführer zu forsch vorgeht.“ (Familienunternehmen)

Eine besondere Herausforderung für Familienunternehmen besteht darin, einen Mittelweg zwischen Unabhängigkeit, Risiko und Wachstum zu finden. Schließlich gilt es auch, den Unternehmenswert zu steigern und die Weiterentwicklung des Unternehmens zu gewährleisten. Für sehr viele Familienunternehmen ist Wachstum unabdingbar, um sich langfristig am Markt behaupten zu können. Dieses Wachstum lässt sich nicht immer über interne Quellen finanzieren, so dass letztlich häufig auch auf externe Finanzierungsquellen zurückgegriffen werden muss. Auf der Eigenkapitalseite gibt es bei Familienunternehmen Restriktionen, zumal die Kontrolle über das Unternehmen grundsätzlich erhalten bleiben soll, selbst wenn das Unternehmen börsennotiert sein sollte. Auf der Fremdkapitalseite stellt sich dahingehend das Problem, dass eine zu starke Abhängigkeit von den Banken vermieden werden soll. Gleichzeitig sind diese auch immer weniger bereit, große Kreditvolumina zur Verfügung zu stellen. Darüber hinaus wird im Familienunternehmen viel

³³ Vgl. z.B. Gallo/Vilaseca (1996), Gallo/Tàpies/Cappuyens (2004), Lyagoubi (2006), López-Gracia/Sánchez-Andújar (2007), Schraml (2010).

Wert darauf gelegt, dass der Verschuldungsgrad nicht zu sehr ansteigt und die Risikoposition des Unternehmens nicht überdehnt wird.

„Wenn ich das Heft des Handelns zu sehr aus der Hand gebe, sprich die Banken zu sehr reinkommen lasse, dann würde der Gesellschafter damit ein Riesenproblem haben. Also deswegen, Sicherheiten geben in einem gewissen Rahmen ist ok, aber es ist immer die Frage, wie groß die Not ist. ... Wenn ich eine Investitionsentscheidung vor mir habe und die würde aber bedingen, dass ich das Heft des Handelns teilweise an die Banken übergeben müsste, dann wird sicherlich ein Familienunternehmen sagen: Nein, dann verzichte ich auf diese Investitionsmöglichkeit, auch wenn ich unter diesen Aspekten vielleicht mittelfristig nicht so wachsen kann, wie ich das sonst hätte machen können.“ (Familienunternehmen)

„Was die Familien natürlich nicht wollen, das ist fast trivial, aber das ist das wichtigste Thema: Dass über die Hintertür jemand Einfluss nehmen und ihnen letztlich das Familienunternehmen wegnehmen kann. Das ist das große Thema, das sich stellt, wenn ich mich sehr an eine Bank binde und auch noch Sicherheiten geben muss, dann gehört meine Firma praktisch der Bank. Da kenne ich auch Familienunternehmer, denen ist es so gegangen, und die sind nur noch als Marionette in ihrem Unternehmen.“ (Familienunternehmen)

Die Abwägung zwischen Wachstum, Unabhängigkeit und Risiko kann häufig auch dazu führen, dass einem langsamen, nachhaltigen Wachstum gegenüber einem schnellen, riskanten Wachstum der Vorzug gegeben wird. Dies bedingt auch, dass Investitionen und Akquisitionen oft durchdacht werden, bevor ein zu starkes Risiko eingegangen wird. Dies gilt in der Regel auch für Nicht-Familienunternehmen. Allerdings kann die Risikoeinschätzung durch die besondere Bindung der Familie an das Unternehmen anders ausfallen und folglich zu anderen Entscheidungen und Handlungen führen als bei Nicht-Familienunternehmen.

„Tendenziell würde ich sagen, dass sie vorsichtiger vorgehen, also im positiven Sinne vorsichtiger. Für sie steht das Unternehmen im Zentrum und alle Entscheidungen werden dagegen abgewogen, wo das Unternehmen profitiert und wo es gefährdet wird. Das spricht dann gelegentlich dagegen, eine Akquisition durchzuziehen, obwohl man eigentlich gesagt hat, dass man das machen will. Dann findet man das Target und es entsteht ein Zögern, ob man das wirklich tun soll, weil die Verschuldung steigt. In Summe sind Familienunternehmen einfach vorsichtiger.“ (Kapitalmarktexperte)

„Bei uns ist die Eigenkapitalseite natürlich recht restriktiv, weil wir keine Aktien herausgeben oder keine Kapitalaufstockung durchführen könnten. Das Eigenkapital ist bei uns mehr oder weniger gesetzt. Durch unsere angestrebte Eigenkapitalquote von 40% sind wir auch dadurch limitiert. Das heißt, größere Akquisitionen wären ausgeschlossen, wenn wir diese Grenze reißen würden.“ (Familienunternehmen)

Häufig wird auch Abstand von zu komplexen Finanzierungsausgestaltungen genommen, bei denen zu viel Spekulation im Spiel ist. Darüber hinaus sichern sich viele Unternehmen durch Kreditversicherungen ab und legen dabei mehr Wert auf Sicherheit als auf die damit verbundenen Gebühren.³⁴ Manche Familien würden auch eher über den Verkauf eines Unternehmensteils nachdenken, als die Unabhängigkeit des Familienunternehmens zu gefährden. Sicherheit kann auch bedeuten, dass man eine Art Vorratsfinanzierung vornimmt und über eine strategischere Auswahl der Hausbanken nachdenkt.

„Diese Unabhängigkeit, die von der Familie und dem gesamten Unternehmen vorgegeben ist, die ist natürlich auch unsere Aufgabe. Unabhängigkeit heißt, einmal eine Unabhängigkeit von kurzfristigen Schwankungen auf den Kapitalmärkten. Wir haben auch nicht nur eine kreditgebende, oder zwei kreditgebende Banken, sondern schon eine Hand voll Banken. Wenn sich da eine zurückziehen würde, ... dann haben wir auch andere, die dann einspringen würden. Dann haben wir einen Sicherheitsaspekt. Der geht auch in Richtung Vorratsfinanzierung. Sicherheit - dass man auch Kapital ins Haus nimmt zu einer Zeit, wo man es vielleicht gerade nicht braucht.“ (Familienunternehmen)

„Außerdem würde ich nicht spekulieren, z.B. mit Fremdwährungskrediten und diese ganzen Sachen. Ich sage mal: Wir sind Autozulieferer und kein Finanzhaus. Alles, was ins Spekulative geht, Währungsswaps, Zinsswaps und diese ganzen Sachen, wenn die nicht zur Absicherung der bestehenden Kredite oder Geschäfte dienen, wäre ich vorsichtig.“ (Familienunternehmen)

Obleich eine genaue Überdenkung von Investitionen grundsätzlich positiv zu werten ist, kann eine zu konservative Ausrichtung der Unternehmenspolitik und -finanzierung auch problematisch werden, wenn dadurch Finanzierungsschwierigkeiten auftreten und die Weiterentwicklung des Unternehmens gehemmt wird.

„Es gibt viele Unternehmen, bei denen ich vor ein, zwei Jahren war und gesagt habe, sie sollen sich anders aufstellen. Das war vor der Krise und es wurde nichts gemacht. Und erst als dann die Krise war und man gesehen hat, es geht nicht mehr anders, geht man dann den Weg einer Kapitalmarktfinanzierung. Das ist es, was bei Familienunternehmen oft ein Thema ist: Dass man das nicht wahrhaben will, dass man strategisch die Finanzierung umstellen muss.“ (Kapitalmarktexperte)

Langfristorientierung impliziert somit auch, langfristig vorzusorgen und sich aus Abhängigkeiten zu lösen. Dies kann sich durch Liquiditätsvorsorge, langfristige Sicherung der Finanzierung und langfristige Beziehungen zu den Finanzpartnern, seien es Banken oder auch Investoren, ausdrücken. Unabhängigkeit kann sich auch durch die Nutzung alternativer Finanzierungsmöglichkeiten neben Innenfinanzierung und Kredit erreichen lassen.

³⁴ Für einige Unternehmen bedingt die Industriezugehörigkeit die Nutzung von Kreditversicherungen und Avalkrediten.

„Ziel war es, die finanzielle Unabhängigkeit zu sichern. Das heißt möglichst wenig Kredit. Wir haben das dann so interpretiert, dass wenn wir schon einen Kredit aufnehmen und uns extern finanzieren, dann über den unabhängigen Kapitalmarkt, um gar nicht erst in die Abhängigkeit von Banken zu geraten.“ (Familienunternehmen)

„[Das Unternehmen] hat natürlich Liquiditätsreserven in Form von derzeit kurzfristigen und langfristigen Kreditlinien. Bei einer Handvoll Banken, mehr geht nicht. Und diese Linien werden momentan nicht genutzt ... Da gilt es, aus meiner Sicht, aus Vorsorgesicht, aus Langfristigkeitgedanken und Nachhaltigkeitsgedanken - das ist ja auch unsere Philosophie, die auch den Gesellschaftern entspricht - darüber nachzudenken, inwieweit sich diese langfristige Linie durch irgendwas ersetzen lässt. Und da ist meine Überlegung dahingehend, dass man vielleicht von den Banken weggeht, die Banken sind ja auch nicht immer gerade erfreut, wenn sie einen Kredit geben sollen.“ (Familienunternehmen)

Eigenschaften von Familienunternehmen wie Langfristigkeit und Unabhängigkeitsbestreben stehen somit nicht unbedingt im Gegensatz zur Kapitalmarktfinanzierung. Die Tatsache, dass bei Aufnahme von Fremdkapital über die Börse, wie auch bei einem Kredit, keine Eigentumsrechte abgegeben werden, kommt Familienunternehmen entgegen. Gegen die Nutzung sprechen dagegen die Aufnahme hoher Volumina an Fremdkapital und die damit verbundene Verschlechterung der Eigenkapitalquote. Auch die Rückzahlung einer großen Summe am Ende der Laufzeit und das damit einhergehende Refinanzierungsrisiko werden teilweise kritisch gesehen. Ein Bankvertreter gibt in diesem Kontext zu bedenken, dass Fremdkapital letztlich mit Cash-Flows zurückbezahlt wird und nicht mit Eigenkapital. Familienunternehmen lenken seiner Sicht nach oft zu viel Augenmerk auf die Eigenkapitalquote, statt stärker auch auf Cash-Flow-orientierte Kennzahlen zu fokussieren. Weitere Gründe gegen die Nutzung börsennotierten Fremdkapitals könnten z.B. hohe Kosten, mangelnde Erfahrung mit dem Instrument, hoher Aufwand durch Prospekterstellung, Rating, erhöhte Transparenz, mitunter sogar eine Umstellung auf IFRS, darstellen. Vorteile und Herausforderungen der Aufnahme von Fremdkapital über den Kapitalmarkt werden in Kapitel 7 genau beleuchtet. Neben hohen Kosten und Offenlegungspflichten könnte aus Sicht von Familienunternehmen auf der Eigenkapitalseite vor allem die Abgabe von Anteilen durch den Börsengang, der Kontrollverlust seitens der Familie und die Verwässerung des Anteilsbesitzes durch Kapitalerhöhungen gegen die Nutzung einer solchen Lösung sprechen. Auch die Gründe für und gegen die Nutzung des Kapitalmarkts auf der Eigenkapitalseite werden in den Folgekapiteln dargestellt. Die Bereitschaft, eine Kapitalmarktfinanzierung anzugehen, hängt dabei nicht zuletzt von der Bereitschaft der Familie ab, sich für eine solche Finanzierungsform zu öffnen.

„Es ist weniger eine Frage des Alters, sondern wie nahe der Eigentümer an der Finanztechnik dran ist. Wenn er selber nicht dran ist, aber offen ist, wird er sich entsprechende Berater holen, um sich von Anfang an unterstützen zu lassen. Sagen wir mal, der Sohn, der das alles studiert hat, kann das schon weiterentwickeln.“ (Kapitalmarktexperte)

4 Unternehmensfinanzierung in Deutschland

4.1 Finanzierungsumfeld

Die Unternehmensfinanzierung in Deutschland ist, im Gegensatz zu jener in den angelsächsisch geprägten Ländern, wie den USA oder Großbritannien, traditionell weniger stark auf den Kapitalmarkt ausgerichtet, sondern vor allem auf die Finanzierung über Kreditinstitute fokussiert. Man spricht in diesem Zusammenhang für Deutschland und auch für Kontinentaleuropa von einem bankorientierten Finanzsystem (bank-based economy) im Vergleich zum angelsächsischen marktorientierten Finanzsystem (market-based economy). Abbildung 9 gibt einen Überblick zu den Unterschieden zwischen beiden Systemen.

Abbildung 9: Vergleich zwischen bankorientiertem und marktorientiertem Finanzsystem

Bankorientiertes Finanzsystem	Marktorientiertes Finanzsystem
<p>Charakteristika und Bedeutung</p> <ul style="list-style-type: none"> • <u>Starke Rolle von Banken</u> Hohe Relevanz für die Unternehmensfinanzierung und Bedeutung des Hausbankenprinzips; organisierte Kapitalmärkte werden weniger zur Unternehmensfinanzierung genutzt • <u>Weniger stark ausgeprägter Anlegerschutz</u> Private Anleger sind seltener an den organisierten Kapitalmärkten aktiv • <u>Konzentrierte Eigentümerstrukturen</u> Eigentümerkonzentration ist auch bei großen Unternehmen ausgeprägt und Eigentümerpyramiden bzw. Überkreuzbeteiligungen sind üblich • <u>Weniger restriktive Publizitätsanforderungen</u> Anforderungen jedoch steigend; konservative Rechnungslegung, obgleich immer stärkere Angleichung an true and fair view • <u>Schwacher Markt für Unternehmenskontrolle</u> Geringere Disziplinierung des Managements • <u>Stakeholder-Orientierung</u> • <u>I.d.R. zweistufiges Führungssystem</u> mit einem Vorstand und einem Aufsichtsrat (two-tier board structure) 	<p>Charakteristika und Bedeutung</p> <ul style="list-style-type: none"> • <u>Organisierte Kapitalmärkte</u> Hohe Relevanz für die Unternehmensfinanzierung, auch kleine Unternehmen haben Zugang zu Eigen- und Fremdkapitalmärkten • <u>Ausgeprägter Anlegerschutz</u> Nutzung der Investitionsmöglichkeiten durch private und institutionelle Investoren • <u>Atomisierte Aktionärsstrukturen</u> Eigentümerkonzentration ist gering und in der Organisationsstruktur von Unternehmen sind kaum Pyramidenstrukturen bzw. Überkreuzbeteiligungen zu finden • <u>Hohe Publizitätsstandards und informationsorientierte Rechnungslegung</u> Reduzierung der Informationsasymmetrie zwischen unternehmensinternen und -externen Personen • <u>Starker Markt für Unternehmenskontrolle</u> Disziplinierende Wirkung auf das Management • <u>Orientierung am Shareholder Value</u> • <u>I.d.R. einstufiges Boardsystem</u> mit Executive und Non-Executive Directors (one-tier board structure)

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Ampenberger (2010)

Die Bankenlandschaft in Deutschland ist charakterisiert durch das Drei-Säulen-System, welches die unterschiedlichen Banksektoren beschreibt: Die genossenschaftlichen Banken mit ihren Zentralinstituten, der DZ Bank und der WGZ Bank, die öffentlich-rechtlichen Sparkassen und Landesbanken, sowie private Banken. Im Jahr 2007 gab es nach Angaben des Bundesverbands deutscher Banken 1.234 Kreditgenossenschaften einschließlich der Zentralinstitute (12.477 inländische Zweigstellen), 446 Sparkassen (13.624 inländische Zweig-

stellen) und 12 Landesbanken (485 inländische Zweigstellen) sowie 278 Kreditbanken (11.286 inländische Zweigstellen).³⁵ Durch die Vielzahl an Banken war traditionell die Kapitalversorgung über Kredite für deutsche Unternehmen gewährleistet. Es wird in diesem Zusammenhang häufig auch vom Hausbankenprinzip gesprochen, welches eine starke Bindung des Unternehmens an eine begrenzte Anzahl an Banken beschreibt. Zwischen dem Unternehmen und seinen Hausbanken bestehen im Idealfall ein ausgeprägtes Vertrauensverhältnis und eine routinierte Zusammenarbeit.

Strukturelle Unterschiede zwischen dem angelsächsischen und dem kontinentaleuropäischen Raum zeigen sich sowohl mit Blick auf die Bankenlandschaft als auch in der Nutzung verschiedener Finanzierungsmöglichkeiten. Abbildung 10 weist die Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors in verschiedenen Ländern und Regionen aus. Die Darstellung der Passivseite der Bilanz von Nicht-Finanzunternehmen zeigt (internes und externes) Eigenkapital, Schuldverschreibungen und Darlehen (in % der Gesamtsumme) und verdeutlicht, wie unterschiedlich Finanzierungsstrukturen im internationalen Vergleich sind. Die Eigenkapitalausstattung der Unternehmen im Euroraum³⁶ liegt über den Werten der Unternehmen in den USA, Großbritannien aber auch Japan. Letzteres weist Ähnlichkeiten mit dem deutschen Corporate-Governance-System auf und stellt ebenfalls ein bankorientiertes System dar. Die Nutzung von Schuldverschreibungen ist im Euroraum im Vergleich zu den anderen Ländern sehr gering. Der Großteil der Fremdkapitalfinanzierung wird über Darlehen abgedeckt.

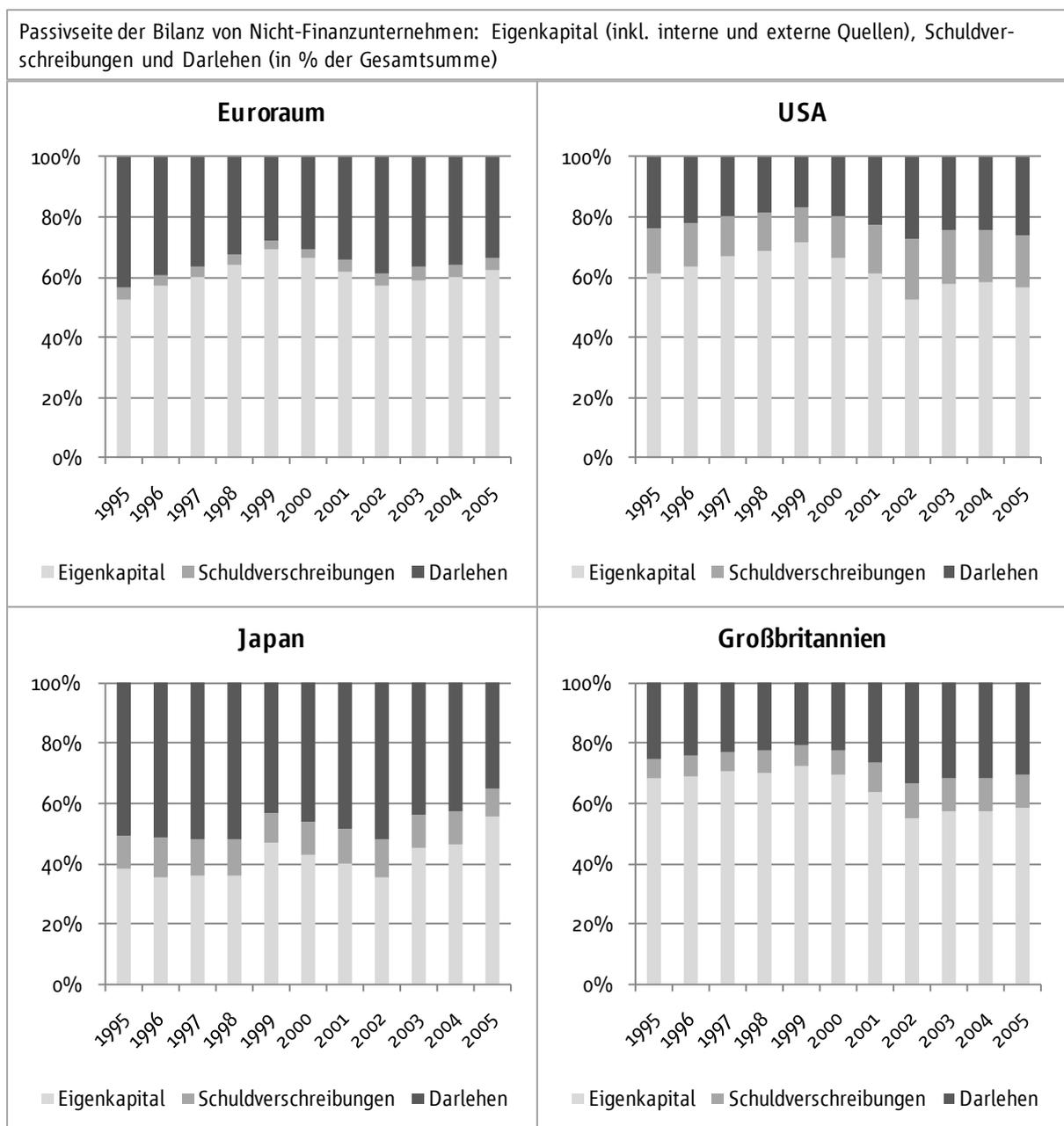
Dies zeigt, dass Banken bei der Fremdkapitalfinanzierung in Deutschland eine bedeutende Rolle spielen. Einige Entwicklungen in den vergangenen Jahren führten jedoch zu einer Erhöhung der Kreditkosten. Als Einflussfaktoren sind hier die im Rahmen des Kreditrisikomanagements regulatorisch geforderte Eigenkapitalunterlegung von Krediten durch die Banken (Basel II und Basel III)³⁷ und die in der Finanzkrise gestiegenen Risikoaufschläge zu nennen. Weitere Entwicklungen im Bankensektor beeinflussen das Kreditangebot der Banken. Hier ist an die Neuausrichtung des Geschäftsmodells mancher Banken, die Konsolidierung des Bankensektors und das Verschmelzen einzelner Institute, sowie den Rückzug ausländischer Banken aus dem deutschen Markt zu denken. Aufgrund dieser Entwicklungen im Bankenmarkt ist derzeit eine zunehmende Bedeutung des Kapitalmarkts für die Fremdkapitalfinanzierung zu erkennen.

³⁵ Die Angaben finden sich im Statistiksservice des Bundesverbands deutscher Banken unter www.bankenverband.de/service/statistik-service/banken.

³⁶ Der Euroraum umfasst in der Studie von Drudi et al. (2007) die Länder Belgien, Deutschland, Irland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Niederlande, Österreich, Portugal, Finnland.

³⁷ Vgl. Kaserer (2010) zur Diskussion der Auswirkungen der höheren Eigenkapitalunterlegung auf die Kreditvergabe.

Abbildung 10: Finanzierungsstruktur von Unternehmen im Euroraum, USA, Japan und Großbritannien

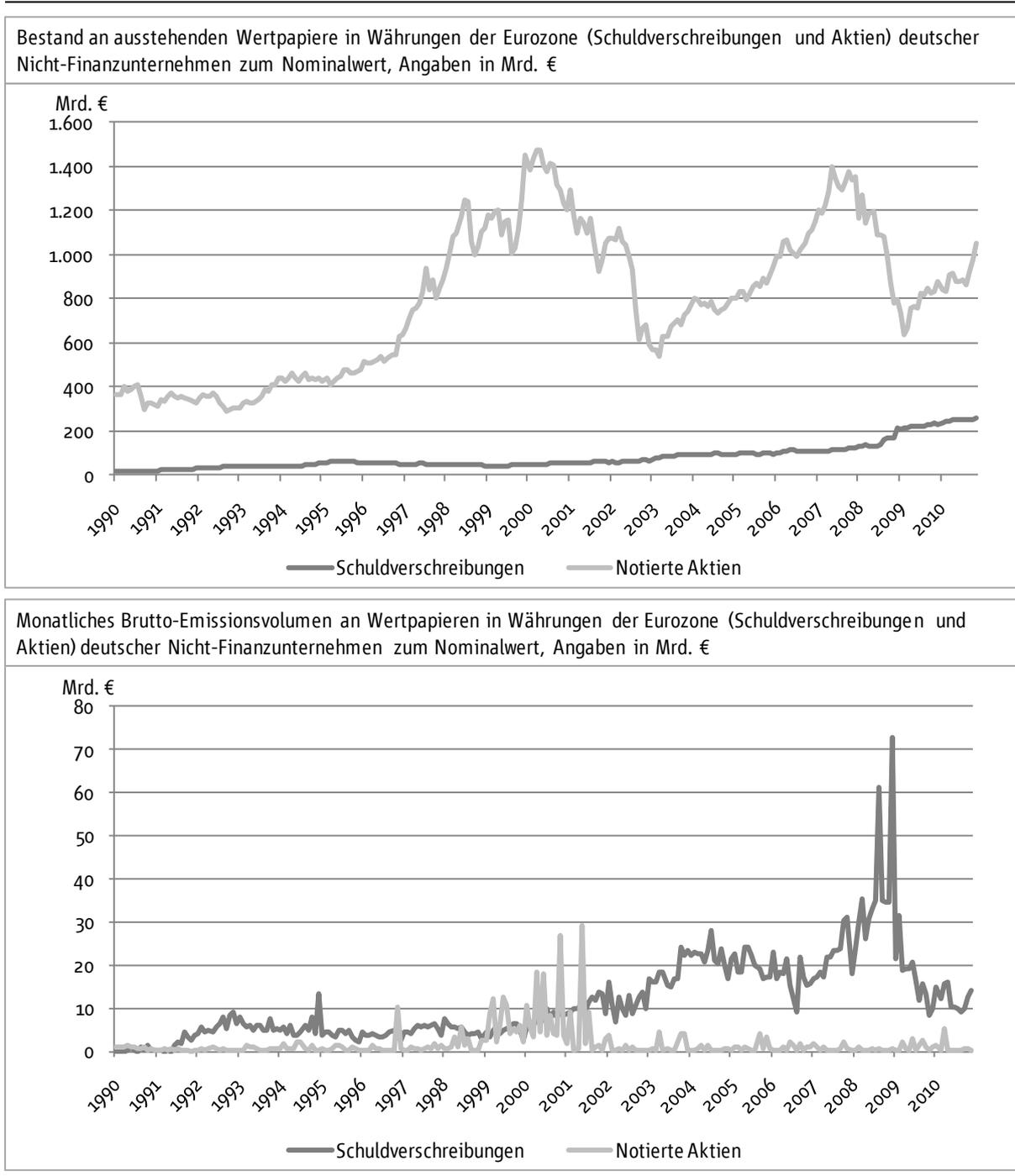


Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Drudi et al. (2007)

Abbildung 11 zeigt den Markt für Wertpapiere deutscher Nicht-Finanzunternehmen. Das ausstehende Aktivenvolumen lag Ende 2010 bei etwas über 1.000 Mrd. €, wohingegen die ausstehenden Schuldverschreibungen in Summe leicht über 250 Mrd. € lagen. Die Darstellung verdeutlicht auch, dass seit 2002 das monatliche Emissionsvolumen an Schuldverschreibungen im Unternehmenssektor über den Neuemissionen von Aktien liegt. Seit der Einführung des Euro in 1999 als Buchgeld und in 2002 als Barzahlungsmittel ist ein Anwachsen des europäischen Anleihemarkts zu erkennen. Dies zeigt sich auch in der kontinuierlichen Zunahme der ausstehenden Volumina an Schuldverschreibungen seit dem Jahr 1999. In den Jahren der Fi-

nanzkrise waren die Bedingungen für eine Kapitalaufnahme über Bankkredite und die Aktienmärkte stark beeinträchtigt. Vor allem in den Jahren 2008 und 2009 führte dies zu einem starken Anstieg des monatlichen Emissionsvolumens von Unternehmensschuldschreibungen.

Abbildung 11: Bestands- und Emissionsvolumen der Wertpapiere deutscher Nicht-Finanzunternehmen



Quelle: Eigene Darstellung basierend auf Daten der Europäischen Zentralbank (EZB)

4.2 Unternehmensfinanzierung und Finanzierungsinstrumente

4.2.1 Allgemeine Finanzierungsquellen

Bei der Finanzierung eines Unternehmens können verschiedene Finanzierungsquellen zum Tragen kommen. In der Finanzierungstheorie wird grundsätzlich zwischen Eigen- und Fremdfinanzierung sowie Innen- und Außenfinanzierung unterschieden.³⁸

Eigenkapital ist Kapital, welches dem Unternehmen dauerhaft zur Verfügung steht. Fremdkapital hingegen wird nur zeitlich begrenzt überlassen. Innenfinanzierung findet statt, wenn durch die Unternehmenstätigkeit Mittel erwirtschaftet werden, die im Unternehmen zu Finanzierungszwecken eingesetzt werden können. Eigenkapital wird im Rahmen der Innenfinanzierung geschaffen, wenn Gewinne einbehalten und nicht ausgeschüttet werden (offene Selbstfinanzierung). Zudem können aufgrund bestehender Bewertungsvorschriften Gewinne geringer ausgewiesen werden, als sie tatsächlich sind. Diese so genannten stillen Reserven stehen dem Unternehmen ebenfalls als Eigenkapital zur Verfügung (stille Selbstfinanzierung). Möglichkeiten der Innenfinanzierung durch Fremdkapital stellen beispielsweise Rückstellungen dar, sofern die entsprechenden finanziellen Mittel über einen längeren Zeitraum im Unternehmen verbleiben. Langfristige Rückstellungen wie Pensionsrückstellungen stellen hierfür ein klassisches Beispiel dar.

Sind die internen Finanzierungsquellen nicht ausreichend, muss das Unternehmen auf externe Finanzierungsquellen zugreifen. Im Rahmen der Außenfinanzierung werden die finanziellen Mittel nicht durch das Unternehmen erwirtschaftet, sondern von externen Kapitalgebern, wie Banken, Beteiligungsgesellschaften oder Kapitalmarktinvestoren, zur Verfügung gestellt. Dabei ist erneut zwischen Eigen- und Fremdkapital zu unterscheiden, wobei eine Differenzierung der Kapitalgeber notwendig ist. Eine Kapitalaufnahme ist über bilaterale Verträge mit Kapitalgebern, etwa mit Banken oder Investoren, möglich oder kann über den Kapitalmarkt durch eine Emission von Wertpapieren erfolgen. Wie in Kapitel 2.1.2 dargestellt, beschränkt sich die vorliegende Studie auf die Betrachtung des öffentlichen Kapitalmarkts. Tabelle 4 gibt einen Überblick über die grundlegenden Unterschiede zwischen börsennotiertem Eigen- und Fremdkapital.

³⁸ Vgl. Thommen/Achleitner (2009).

Tabelle 4: Unterschiede zwischen börsennotiertem Eigen- und Fremdkapital

Unterschiede der Finanzierungsquellen		
Kategorie	Eigenkapital	Fremdkapital
Beziehung zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer	Beteiligung: Kapitalgeber ist (Mit-) Eigentümer	Schuldverhältnis: Kapitalgeber ist Gläubiger
Laufzeit	Unbegrenzt	Feste Laufzeit
Kapitalentlohnung	Gewinnabhängige Dividende	Festgeschriebene Zinszahlung
Mitbestimmung	I.d.R. Mitspracherechte (Ausnahmen sind z.B. Vorzugsaktien)	Keine
Besteuerung der Kapitalentlohnung	Dividenden nicht steuerlich abzugsfähig	Zinszahlungen sind auf Unternehmensebene steuerlich abzugsfähig

Quelle: Eigene Darstellung

4.2.2 Eigenkapitalfinanzierung

Eigenkapital besteht aus finanziellen Mitteln, die dem Unternehmen ohne Laufzeitrestriktionen überlassen werden und Haftungskapital für unternehmerische Risiken darstellen. Es wird daher auch als Risikokapital bezeichnet. Über den Kapitalmarkt kann ein Unternehmen durch den Verkauf von Anteilen Kapital einwerben. Die Unternehmensanteile werden in Wertpapieren, den Aktien, verbrieft und diese werden im Rahmen eines Initial Public Offerings (IPO) oder einer Kapitalerhöhung gegen Zahlung eines bestimmten Preises an Investoren abgegeben. Aktien können grundsätzlich unterschiedlich ausgestaltet sein und als Stammaktien oder Vorzugsaktien emittiert werden.³⁹

Aufgrund des Risikoaspekts erwarten externe Eigenkapitalgeber auch eine entsprechende risikoadäquate Rendite. Diese erhält der Kapitalgeber über die Kursgewinne der Aktie sowie die jährlichen Ausschüttungen in Form von Dividenden. Auch bei interner Bereitstellung von Eigenkapital wird vom Unternehmen eine entsprechende Rendite (Return on Equity) angestrebt, die einen Ausgleich für das unternehmerische Risiko darstellt.

Historisch betrachtet war insbesondere in den 1990er-Jahren eine Vielzahl von Börsengängen durch Familienunternehmen zu verzeichnen. Einige dieser frühen Börsengänge sind nach wie vor als Familienunternehmen an der Börse notiert. Als Beispiele können die Sixt AG, die Hornbach AG, die Adolf Ahlers AG und die Dürr AG aufgeführt werden.⁴⁰ Die Jahre 1998-2000 waren durch Börsengänge zahlreicher junger Gründerunternehmen gekennzeichnet, die während der Zeit des so genannten „Neuen Markts“ eine Notierung an der Börse anstrebten. Obgleich einige dieser Unternehmen nach dem Platzen der Blase von der Börse ver-

³⁹ Im Aktiengesetz ist festgehalten, dass Vorzugsaktien ohne Stimmrecht nur bis zur Hälfte des Grundkapitals ausgegeben werden dürfen, vgl. §139 AktG.

⁴⁰ Einen umfassenden Überblick zu den börsennotierten Familienunternehmen aus dieser Zeit geben Schürmann/Körfgen (1997).

schwunden sind, gibt es aus dieser Zeit einige Familienunternehmen, die weiterhin an der Börse notiert sind. Darunter finden sich im regulierten Markt der Deutschen Börse beispielsweise die 3U Holding AG, die 11800 AG, die Cancom IT Systeme AG und die GFT Technologies AG.

Verglichen mit den 1990er Jahre waren in den letzten zehn Jahren eher wenige Börsengänge von Familienunternehmen zu verzeichnen. Unter den jüngeren Börsengängen befanden sich allerdings einige prominente Beispiele von Familienunternehmen wie die Bauer AG, die Wacker Chemie AG oder die Wacker Neuson AG. Darüber hinaus nutzen einige Familienunternehmen die Möglichkeit, sich über den Freiverkehr Eigenkapital zu beschaffen. Beispiele für Familienunternehmen, die dieses Segment nutzen, stellen die Landshuter Brauhaus AG Privatbrauerei, die MIFA Mitteldeutsche Fahrradwerke AG oder die Mensch und Maschine Software SE dar. Die letzten beiden genannten Unternehmen sind dabei vom organisierten Kapitalmarkt in den Freiverkehr gewechselt.

Die Tatsache, dass die Familie auch Jahre nach dem Börsengang weiterhin einen hohen Einfluss auf das Unternehmen ausübt, zeigt sich daran, dass fast die Hälfte der im regulierten Markt der deutschen Börse notierten Unternehmen als Familienunternehmen klassifiziert werden kann.⁴¹ Über den Eigentumsanteil der Familie und die Stellung als Blockaktionär kann auch nach dem Börsengang ein gewisser Einfluss auf die Unternehmenspolitik ausgeübt werden.

4.2.3 Fremdkapitalfinanzierung

Fremdkapital steht dem Unternehmen nur für einen vorab festgelegten Zeitraum zur Verfügung und muss zum Ende der Laufzeit zurückgezahlt werden. Fremdkapital wird im Insolvenzfall vorrangig bedient, wohingegen Eigenkapital als Nachrangkapital erst nach Begleichung aller sonstigen Verbindlichkeiten ausgezahlt wird. Die Verzinsung des Fremdkapitals erfolgt in Form von regelmäßigen Zinszahlungen, die in der Regel jährlich, halb- oder vierteljährlich fällig werden. Steuerlich gibt es in Deutschland und den meisten anderen Ländern eine Begünstigung von Fremdkapital gegenüber Eigenkapital, da die Zinszahlungen steuerlich als Aufwand angesetzt werden können, wohingegen Dividendenzahlungen an die Eigenkapitalgeber zu versteuern sind.

Das vermutlich am stärksten genutzte Finanzierungsinstrument auf der Fremdkapitalseite sind Bankkredite, die jedoch im Rahmen der Studie nicht näher betrachtet werden.⁴² Bilaterale oder syndizierte Kredite basieren auf standardisierten Verträgen mit den kapitalgebenden Banken und werden somit nicht über den Kapitalmarkt gehandelt.

Eine Annäherung an die Kapitalmarktfinanzierung und eine breitere Platzierung bei Investoren findet bei der Finanzierung über Schuldscheindarlehen statt. Wie der Name verdeutlicht, handelt es sich hierbei jedoch

⁴¹ Vgl. Franks et al. (2009), Achleitner et al. (2009).

⁴² Eine Übersicht zu den verschiedenen Kreditformen findet sich in Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2010).

nicht um ein Wertpapier, sondern um ein Darlehen. Folglich kann ein Schuldscheindarlehen nicht über die Börse gehandelt werden, sondern lediglich an einen Dritten übertragen werden (Zession). Durch die fehlende Handelbarkeit sprechen Unternehmen im Rahmen einer Schuldscheintransaktion eher langfristig orientierte Kapitalgeber, so genannte Buy-and-hold-Investoren, an. In den meisten Fällen treten Kapitalsammelstellen, wie beispielsweise Versicherungen, Pensionsfonds, Banken oder Investmentfonds, als Kapitalgeber auf. Der Vorteil für Investoren liegt in der Bilanzierung der Anlage zum Nominalwert und folglich der Vermeidung von Kursschwankungen in der Bilanz. Das Schuldscheindarlehen ist als Finanzierungsform vor allem in Deutschland zu finden und kann als ein Zwischenprodukt zwischen dem bankbezogenen Kredit und der kapitalmarktbezogenen Anleihe gesehen werden.

Das klassische Kapitalmarktinstrument auf der Fremdkapitalseite ist die Anleihe, die von einem Unternehmen emittiert und bei einer Vielzahl von Investoren platziert wird.⁴³ Durch die Notierung an der Börse ist die Handelbarkeit der Wertpapiere möglich; Kapitalgeber müssen diese somit nicht bis zum Fälligkeitsdatum halten. Während bei Krediten häufig Sicherheiten hinterlegt und vertraglich festgelegte Richtwerte eingehalten werden müssen, so genannte Covenants, ist dies bei Anleihen eher selten der Fall. Neben den langfristigen Anleihen sind auch kurzfristige Finanzierungslösungen über den Kapitalmarkt möglich. Sie werden jedoch nicht näher beleuchtet.

In der Studie wird sowohl die kapitalmarktnahe Fremdkapitalaufnahme über das Schuldscheindarlehen als auch die Fremdkapitalaufnahme über den Verkauf börsennotierter Wertpapiere in Form einer Anleihe behandelt. Die Höhe der Kapitalaufnahme liegt bei Schuldscheindarlehen deutlich niedriger als bei Anleihen (vgl. Kapitel 5.1.2). Während bei einer Anleiheemission im (regulierten) Markt ein Wertpapierprospekt erstellt werden muss, kommt ein Schuldscheindarlehen mit einer relativ „schlanken“ Dokumentation aus.

Mit der Einführung des Euro wurde auch die Integration der europäischen Finanzmärkte angestoßen und eine vergleichbare Basis für Anleihen geschaffen. Durch diesen erweiterten Markt konnten die Emissionsvolumina von Unternehmensanleihen in den letzten Jahren deutlich steigen (vgl. Abbildung 11). Während der Finanzkrise, insbesondere zu Beginn des Jahres 2008, führte die Unsicherheit an den Kapitalmärkten teilweise zu hohen Risikoaufschlägen für Unternehmensanleihen und einer verminderten Aufnahmefähigkeit des Markts. Da Kapitalgeber im Schuldscheinmarkt tendenziell langfristig orientiert und zu einem gewissen Grad auch weniger preissensitiv sind, waren Schuldscheindarlehen für Emittenten in dieser Marktphase teilweise günstiger als eine Kapitalaufnahme über Anleihen. Als Folge wichen viele Unternehmen zur Fremdkapitalfinanzierung auf den Schuldscheinmarkt aus, so dass in dieser Zeit auch große, börsennotierte Unternehmen dieses Produkt zur Refinanzierung nutzten. 2009 belebte sich der Markt für Anleihen jedoch wieder und das Gesamtvolumen der Schuldscheintransaktionen ging zurück.

⁴³ Anleihen können auch von Staaten, staatsnahen Emittenten oder Finanzdienstleistern begeben werden. In der vorliegenden Studie liegt der Fokus auf Unternehmensanleihen.

Aktuell zeichnet sich eine weitere bedeutende Entwicklung am Fremdkapitalmarkt ab. Im Jahr 2010 haben in Deutschland einige Börsen neue Segmente geschaffen, die auch die Emission und den Handel von Anleihen mit kleineren Volumina, ab einer Untergrenze von 10-25 Mio. €, ermöglichen (vgl. Box 1).

Box 1: Markt für Mittelstandsanleihen

In Deutschland haben mittlerweile fünf Börsen Segmente für mittelständische Anleihen geöffnet. Die Anleihen werden über den Freiverkehr der jeweiligen Börse gehandelt. Zielgruppe der Segmente sind Emittenten des gehobenen Mittelstands, die ein Emissionsvolumen zwischen ca. 10 Mio. € und 150 Mio. € anstreben. Die Stückelung der Anleihen liegt in der Regel bei 1.000 €, so dass auch für Privatanleger die Möglichkeit zur Zeichnung von Anleihen besteht. Zulassungs- und Folgepflichten sind mittelstandsgerecht ausgestaltet, so wird z.B. in der Regel auf die Erstellung eines Abschlusses nach IFRS verzichtet. Trotzdem soll eine möglichst hohe Transparenz der Unternehmen erzielt werden. Die Unternehmen können die Anleihen auch über eine Eigenemission ausgeben, begleitet werden sie in jedem Fall von einem bei der jeweiligen Börse registrierten Emissionsexperten.

Als europaweiter Vorreiter gilt die Börse Stuttgart, die im Mai vergangenen Jahres das Segment Bondm ins Leben gerufen hat. Die Börsen Frankfurt (Entry Standard), München (m:access), Düsseldorf (der mittelstandsmarkt) und Hamburg/Hannover (Mittelstandsbörse Deutschland) folgten mit weiteren Segmenten. Einen Vergleich über die größten Segmente bietet Tabelle 5.

Damit wurde der Marktzugang auch Unternehmen mit einem kleineren Finanzierungsbedarf ermöglicht. Bislang hatte das Mindestemissionsvolumen in der Regel bei einem dreistelligen Millionenbetrag gelegen. Die in den neuen Segmenten notierten Anleihen werden häufig unter dem Namen „Mittelstandsanleihen“ zusammengefasst.⁴⁴ Tabelle 5 gibt einen Überblick zu den einzelnen Börsensegmenten. Anleiheemissionen im Freiverkehr der genannten Börsen sind nicht ohne einen begleitenden Partner möglich, der in der Regel den Zulassungsantrag an die Börse stellt und die Erfüllung der Voraussetzungen und auch der Folgepflichten überprüft. Eine Übersicht zu den zugelassenen Partnern ist auf der jeweiligen Webseite der Börse zu finden.

⁴⁴ Vgl. Seibel (2010).

Tabelle 5: Beispiele der Segmente für Mittelstandsanleihen an deutschen Börsen

	Bondm	Entry Standard	m:access	der mittelstands- markt
Überblick über die Anleihe-segmente				
Börse	Börse Stuttgart	Börse Frankfurt	Börse München	Börse Düsseldorf
Öffnung/Erstnotiz	Q2 2010	Q1 2011	Q1 2011	Q1 2011
Webseite	www.boerse-stuttgart.de/bondm	www.entrystandard.com	www.bayerische-boerse.de/maccess.html	www.dermittelstands-markt.de
Produkte	Anleihen	Anleihen und Aktien	Anleihen und Aktien	Anleihen und Aktien (und Mezzanine-Strukturen)
Voraussetzung für die Zulassung				
Bilanzierung	HGB oder IFRS	HGB oder IFRS (oder auch national GAAP)	HGB oder IFRS	HGB oder IFRS (oder auch US-GAAP)
Kapitalmarktpartner	Bondm-Coach (Ausnahme: Notierte Wertpapiere im regulierten Markt)	Deutsche Börse Listing Partner	Emissionsexperte	Zugelassener Kapitalmarktpartner
Prospektpflicht	Ja	Ja	Ja	Ja
(Emittenten-)Rating	Ja, kein Mindestrating (Ausnahme: Notierte Aktien im regulierten Markt oder Freiverkehr bei Einhaltung bestimmter Publizitätspflichten)	Ja, kein Mindestrating (Rating und Bilanzkennzahlen; Ausnahme: Notierte Aktien im regulierten Markt an der Börse Frankfurt)	Ja, kein Mindestrating	Ja, Mindestrating von BB für Erstemittenten (optional bei Zulassung zu einem regulierten Markt)
Stückelung	1.000 €	Bis zu 1.000 €	Bis zu 1.000 €	Bis zu 1.000 €
Emissionsvolumen	25 Mio. € bis 150 Mio. €	30 Mio. € bis 200 Mio. €	25 Mio. €, keine Obergrenze	10 Mio. €, keine Obergrenze
Folgepflichten				
Veröffentlichung Jahresabschlussbericht	Testierter Jahresabschluss innerhalb von neun Monaten	Testierter Jahresabschluss innerhalb von sechs Monaten	Kernaussagen eines testierten Jahresabschlusses (und jährliche Investorenkonferenz)	Testierter Jahresabschluss innerhalb von sechs Monaten
Veröffentlichung unterjähriger Bericht	Halbjahresbericht innerhalb von drei Monaten	Halbjahresbericht innerhalb von drei Monaten	-	Halbjahresbericht innerhalb von drei Monaten
Quasi-Ad-hoc-Mitteilungen	Ja	Ja	Ja	Ja
Unternehmens-/Finanzkalender	Ja	Ja	Ja	Ja
Jährl. Folgerating	Ja	Ja	Ja	Ja

Quelle: Eigene Darstellung basierend auf Informationen der Börse Stuttgart, der Börse Frankfurt, der Börse München und der Börse Düsseldorf

4.2.4 Mezzaninefinanzierung

Mezzaninekapital ist eine Zwischenform von Eigenkapital und Fremdkapital. Es wird daher häufig auch als Hybridkapital bezeichnet. Mezzanine Finanzierungsinstrumente weisen Charakteristika von Eigenkapital, wie

eine erfolgsabhängige Zinskomponente, und Fremdkapital, wie die begrenzte Laufzeit, auf. Der Vorteil für Unternehmen liegt zum einen in der wirtschaftlichen Einstufung als Eigenkapital und zum anderen in der steuerlichen Einstufung als Fremdkapital. Die bilanzielle Eingliederung kann je nach Ausgestaltung des Instruments unter Eigenkapital (Equity Mezzanine Capital) oder Fremdkapital (Debt Mezzanine Capital) erfolgen. Mezzaninekapital kann über verschiedene Finanzierungsinstrumente, wie Genussrechte, (typische oder atypische) stille Beteiligungen, partiarische Darlehen, Verkäufendarlehen, nachrangige Darlehen und Anleihen in Form von Wandel- und Optionsanleihen, aufgenommen werden.⁴⁵

Ein Großteil der Mezzaninefinanzierungen basiert auf einem bilateralen Vertrag zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer und kann somit dem privaten Kapitalmarkt zugerechnet werden. Auf den öffentlichen Kapitalmärkten haben sich in den vergangenen Jahren zwei Formen der Mezzaninefinanzierung entwickelt: Die Finanzierung über Hybridanleihen oder Standard-Mezzanine-Programme.

Hybridanleihen sind emittentenspezifische Wertpapiere, die über den Kapitalmarkt bei Investoren platziert werden. Da die Ausgestaltung individuell angepasst werden kann, wird diese Form auch als Individualmezzanine bezeichnet.⁴⁶ Da die wirtschaftliche und vertragliche Gestaltung aufwendig ist, wird dieses Finanzierungsinstrument nur von großen Unternehmen genutzt. Vor allem in den Jahren 2005 bis 2007 waren einige Transaktionen am Markt zu beobachten.⁴⁷

Bei Standard-Mezzanine-Programmen hingegen wird Mezzaninekapital in einer standardisierten Ausgestaltung, in der Regel in Form von Genussscheinen, durch Banken an Unternehmen ausgegeben und anschließend im Rahmen einer Verbriefung oder einer Fondslösung gebündelt und am Kapitalmarkt platziert.⁴⁸ Der Vorteil für Unternehmen besteht in der wesentlich einfacheren Umsetzung und den kleineren Volumina, die in einer solchen Transaktion aufgenommen werden können. Die Hochphase von Standard-Mezzanine-Programmen lag in den Jahren 2004 bis 2007, in denen risikotragendes Genussscheinkapital zu Zinssätzen im einstelligen Bereich angeboten wurde.

Die Programme aus den Jahren 2004 bis 2007 zeichneten sich durch einen wenig aufwendigen Prüfungsprozess aus: Es war in der Regel kein externes Rating notwendig und die Due-Diligence-Prüfung wurde auf Basis der den Banken zur Verfügung stehenden Informationen durchgeführt. Durch einige Insolvenzfälle unter den Programmnutzern, wie beispielsweise Nici AG und Hücke AG, und die steigenden Risikoaufschläge wäh-

⁴⁵ Vgl. Rudolph (2006) für einen Überblick über die verschiedenen Formen von Mezzaninekapital.

⁴⁶ Individualmezzanine kann auch bei Transaktionen im privaten Kapitalmarkt aufgenommen werden, wenn die Ausgestaltung des Instruments nicht vorab festgelegt ist, sondern in Abstimmung zwischen dem Kapitalgeber und Kapitalnehmer erfolgt.

⁴⁷ Vgl. Rüßmann/Vögtle (2010) für weitere Informationen zur Ausgestaltung und dem Markt für Unternehmens-Hybridanleihen.

⁴⁸ Einen Überblick über die Konzeption der Produkte geben Achleitner/Kaserer (2007). Ähnliche Programme wurden von Banken auch zur Fremdkapitalaufnahme, vor allem über Schuldscheine, angeboten. Eine Darstellung der standardisierten Mezzanine-Programme ist unter folgendem Link zu finden: www.moodyskmv.com/newsevents/mc/MezzanineProgrammedeutscherBanken_v2.pdf. Weiterführende Informationen enthält darüber hinaus die Seite www.mezzanine-bericht.de.

rend der Finanzkrise erlitten Investoren teilweise erhebliche Wertverluste in diesen Produkten. Zudem ist die Funktionsfähigkeit der Verbriefungsmärkte durch die Finanzkrise deutlich beeinträchtigt.

„Kapitalmarktnah ist für mich hier der Schlüsselbegriff im Hinblick auf das, was wir bei den Schuld-schein- und Mezzanine-Verbriefungsprogrammen gesehen haben. Da ist natürlich im Moment absolute Funkstille, da der Markt nicht aufnahmefähig ist.“ (Kapitalmarktexperte)

Obleich nicht auszuschließen ist, dass der Markt für Mezzaninekapital mittelfristig wieder aufleben wird, stellt er im aktuellen Marktumfeld kaum eine Finanzierungsalternative für Unternehmen dar. Aus diesem Grund wird das Thema Mezzaninekapital in der Studie nur am Rande behandelt.⁴⁹

Box 2: Standard-Mezzanine-Programme

In den Jahren 2004 bis 2007 haben einige Banken Standard-Mezzanine-Programme aufgesetzt. Das Kapital wurde in der Regel in Form von Genussscheinen oder Nachrangdarlehen ausgegeben. Die Laufzeit der meisten Programme beläuft sich auf einen Zeitraum von sieben bis zehn Jahren. Daher stehen einige der Programme in den kommenden Jahren zur Rückzahlung an. Rechnet man aus den bekanntesten Programmen die ausgegebenen Volumina zusammen, beläuft sich die zurückzuzahlende Summe auf etwa 7 Mrd. €. Davon stellen die Programme PREPS der UniCredit und Capital Efficiency Group (CEG) sowie HEAT von HSBC Trinkhaus mit einem Volumen von je etwa 1,5 Mrd. € die größten Programme dar.

Bei den meisten Unternehmen, die an den Mezzanine-Programmen partizipiert haben, handelt es sich um mittelgroße Unternehmen. Einige dieser Unternehmen gelten aufgrund der Finanz- und Wirtschaftskrise als angeschlagen. Inwiefern die betroffenen Unternehmen daher ihren Rückzahlungspflichten nachkommen können, bleibt abzuwarten. Während für manche eine Anschlussfinanzierung über Bankkredite oder über den Kapitalmarkt eine Lösung sein kann, befürchten Experten, dass einige der Unternehmen kein neues Kapital aufnehmen können und somit zahlungsunfähig werden.

Das jüngste Mezzanine-Programm stellt der „Mittelstandsfonds für Deutschland“ der Deutschen Bank und des Fondsmanagers M Cap Finance dar, der im Februar 2010 vorgestellt wurde. Er richtet sich an Unternehmen mit einem Jahresumsatz zwischen 20 Mio. € und 100 Mio. €. Die ersten Zuteilungen an Unternehmen wurden Ende 2010 beschlossen.

⁴⁹ Für ausführliche Informationen zu den auslaufenden Mezzanine-Programmen, vgl. z.B. Hommel/Schneider/Nohtse (2010), Lehmann-Tolkmitt/Knöhl/Elmers (2010), PricewaterhouseCoopers AG (2011).

5 Vorbereitung der Kapitalmarktfinanzierung

5.1 Voraussetzungen für die Kapitalmarktnutzung

5.1.1 Kapitalmarktfähigkeit

Ein Unternehmen wird als kapitalmarktfähig bezeichnet, wenn es die Anforderungen des Kapitalmarkts erfüllt und eine Finanzierung über den Kapitalmarkt, sei es auf der Eigen- oder Fremdkapitalseite, grundsätzlich möglich ist.

„Kapitalmarktfähig ist, wenn man was im Kapitalmarkt machen kann.“ (Kapitalmarktexperte)

Der Kapitalmarkt funktioniert durch das Zusammenkommen von Angebot und Nachfrage. Um einen funktionierenden Markt zu gewährleisten, ist es bedeutend, dass ein entsprechendes regulatorisches und institutionelles Umfeld besteht. Daher stellen der Gesetzgeber, aber auch die Börsen als Betreiber der Handelsplätze, Regeln für die Nutzung des Kapitalmarkts auf. Für die Familienunternehmen, die über den Kapitalmarkt finanzielle Mittel aufnehmen möchten, sind daher folgende Faktoren von grundlegender Bedeutung: die gesetzlichen, regulatorischen und börslichen Anforderungen sowie die Anforderungen der Kapitalgeber.

Die Nennung klarer Kriterien und somit die eindeutige Abgrenzung des Begriffs Kapitalmarktfähigkeit ist bereits deshalb nicht möglich, weil je nach Finanzierungsinstrument und Ausgestaltung der Kapitalmarkttransaktion unterschiedliche Anforderungen an das Familienunternehmen gestellt werden. So variieren auch bei Nutzung desselben Finanzierungsinstruments die Anforderungen in Abhängigkeit des gewählten Marktsegments.

„Kapitalmarktfähigkeit wird definiert durch gesetzliche Vorgaben und Vorgaben der Börsensegmente. Wenn Sie im geregelten Markt sind, müssen Sie IFRS-Rechnungslegung haben, zumindest auf Konzernebene, Sie müssen Halbjahresziffern publizieren, etc.“ (Kapitalmarktexperte)

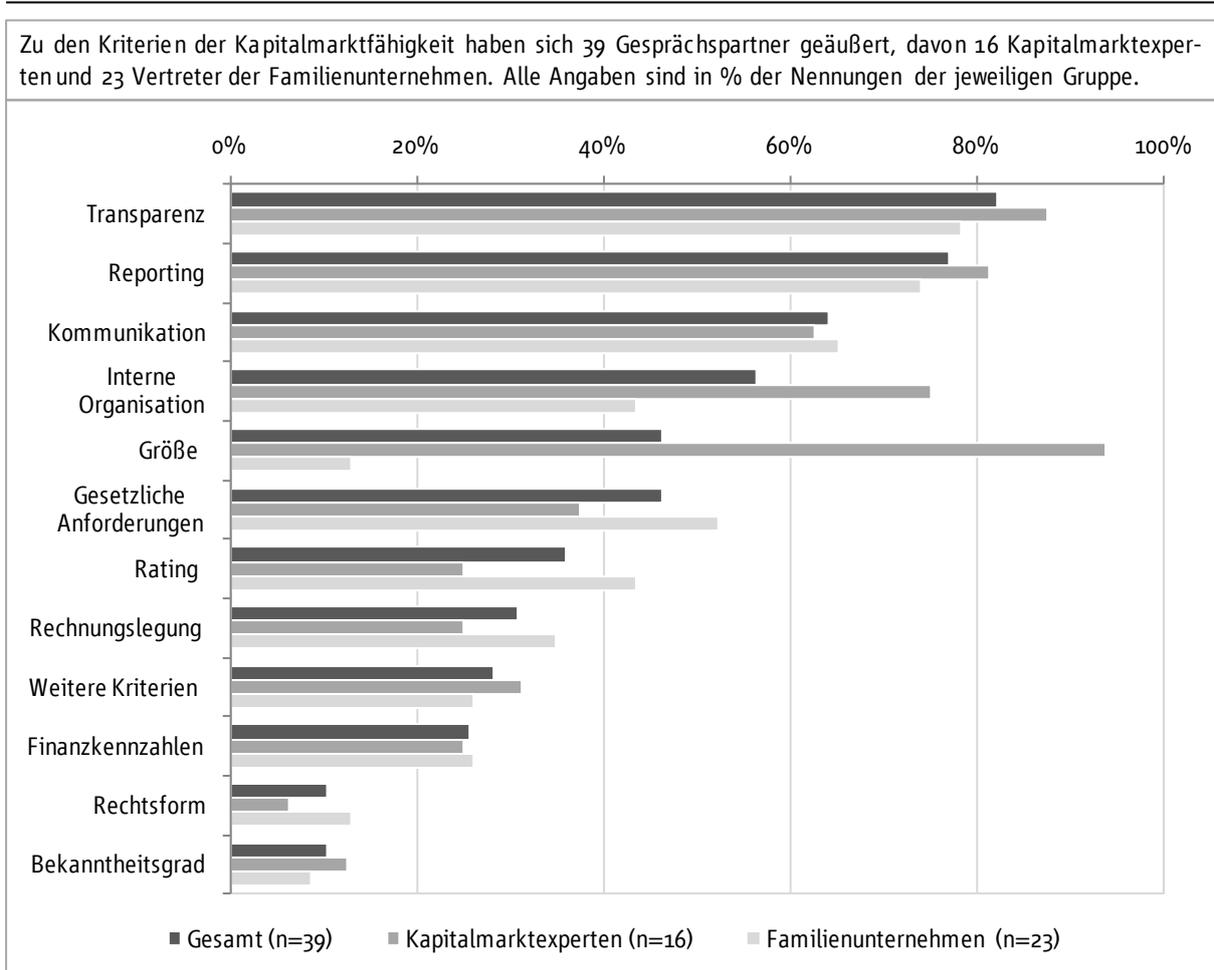
„Es kommt dabei extrem auf das Produkt an. Wenn ich über ein IPO rede oder über einen Bond Issue, dann habe ich ganz andere Kriterien, sei es Performance, sei es Reporting-Strukturen, als bei einer Privatplatzierung. Von daher kann man technische Mindestanforderungen an das Reporting, an die Aufstellung und vielleicht auch an die Größenordnung stellen. Ansonsten lässt sich das natürlich schwer definieren, die Kapitalmarktfähigkeit.“ (Kapitalmarktexperte)

Während die vom Gesetzgeber und den Börsen festgeschriebenen Anforderungen für jedes Finanzierungsinstrument und jedes Marktsegment eindeutig sind, ist die Nachfrage am Kapitalmarkt durch verschiedene Faktoren, wie die Präferenzen der Investoren und das Marktumfeld, getrieben. Man kann daher zwischen klar definierten, quantitativen Kriterien und situations- bzw. unternehmensspezifischen, qualitativen Kriterien unterscheiden.

„Also, ich glaube, man muss in der Tat unterscheiden in qualitative und quantitative Faktoren, so würde ich es vielleicht mal angehen.“ (Kapitalmarktexperte)

Abbildung 12 gibt einen Überblick über die Faktoren, die von Kapitalmarktexperten und Familienunternehmen in den Gesprächen als Voraussetzungen für die Fähigkeit, den Kapitalmarkt zu nutzen, genannt wurden.

Abbildung 12: Kriterien der Kapitalmarktfähigkeit



Quelle: Eigene Darstellung

Transparenz wurde als häufigster Punkt und wichtigste Voraussetzung für eine Kapitalmarktfinanzierung genannt. In engem Zusammenhang zu der Forderung nach Transparenz stehen *Reporting* und *Kommunikation*, die notwendig sind, um den Investoren Informationen über das Unternehmen verfügbar zu machen. Eine genaue Darstellung der Publizitätspflichten findet sich in Abschnitt 5.1.3. Der Aspekt Kommunikation bezieht sich vorwiegend auf die Bereitstellung von Informationsmaterialien für Kapitalgeber und das Gespräch mit Investoren. Dazu gehört beispielsweise eine entsprechend aufgestellte Presse- und Investor-Relations-Abteilung, das Angebot von Geschäftsberichten und Unternehmenspräsentation auf der Webseite sowie die Durchführung von Roadshows und Telefonkonferenzen für Investoren.

Um Transparenz zu schaffen und die Anforderungen an das Reporting und die Kommunikation zu bewältigen, ist es wichtig, dass das Unternehmen über entsprechende strukturelle, finanzielle und personelle Res-

sources verfügt. Diese Aspekte spiegeln sich in dem genannten Punkt *interne Organisation* wider. Die *Größe* des Unternehmens bzw. das Emissionsvolumen sind zentrale Voraussetzungen, welche die Nutzung des Kapitalmarkts ermöglichen. Investoren suchen in der Regel handelbare Produkte und legen Wert auf eine gewisse Liquidität im Markt. Diese ist aber erst ab einem bestimmten Emissionsvolumen möglich. Die Anforderungen an die Größe der Wertpapieremission unterliegen gewissen Schwankungen und sind abhängig vom Marktumfeld. So zeigt sich etwa in den vergangenen Monaten eine Öffnung der Kapitalmärkte für kleinvolumige Anleihen (vgl. Kapitel 4.2.3). Ein weiteres Beispiel sind die Jahre 1997 bis 2000, der Boomphase des „Neuen Markts“, in denen auch Aktienemissionen relativ kleiner Unternehmen möglich waren.

Die *gesetzlichen Anforderungen* sind die Voraussetzungen, die kapitalmarktorientierte Unternehmen oder auch im Allgemeinen größere Unternehmen erfüllen müssen. Sie beziehen sich vorwiegend auf festgelegte Publizitätspflichten und die Anforderungen an die Rechnungslegung (vgl. Kapitel 5.1.3).

Ein *Rating* kann als Voraussetzung für die Kapitalmarktnutzung gesehen werden, ist jedoch nicht für alle Finanzierungsinstrumente und in allen Marktphasen notwendig. Einige Börsen fordern als Voraussetzung für eine Notierung der Wertpapiere ein Mindestrating. Manche institutionelle Investoren, etwa Versicherungen und Pensionskassen, dürfen aufgrund regulatorischer Vorgaben zu großen Teilen nur in geratete Wertpapiere investieren. Andere Investoren präferieren in gewissen Marktphasen ein Rating, sehen dieses zu einem anderen Zeitpunkt jedoch nicht mehr als zwingende Voraussetzung an. Prinzipiell steht hinter der Diskussion des Aspekts Rating der Gedanke, dass ein Unternehmen eine gewisse Bonität aufweisen muss, um im Rahmen einer Wertpapieremission ausreichend Nachfrage auf Kapitalgeberseite zu generieren.

Der Bonitätsaspekt spielt auch für den Faktor *Finanzkennzahlen*, der ebenfalls von Gesprächspartnern genannt wird, eine Rolle. Ob bestimmte Kennzahlen, wie Bilanzstrukturzahlen (z.B. die Eigenkapitalquote) oder Cash-Flow-bezogene Zahlen (z.B. dynamischer Verschuldungsgrad), im Rahmen der Transaktion relevant sind, hängt vom Finanzierungsinstrument und Investorentyp ab (vgl. Kapitel 5.1.2).

Die *Rechtsform* spielt vor allem auf der Eigenkapitalseite, bei einem IPO oder einer Kapitalerhöhung, oder im Rahmen von Mezzaninefinanzierungen, wie Wandelanleihen, eine Rolle.

Der *Bekanntheitsgrad* eines Unternehmens und die damit verbundene Reputation können einen Einfluss auf die Wahrnehmung und Bewertung der Transaktion durch Investoren haben. Folglich kann das Marketing eines bekannten Unternehmens auch einen Einfluss auf die Nachfrage und den Emissionspreis bzw. Zinssatz haben.

Der Punkt *weitere Kriterien* umfasst die Aspekte Liquidität, die meist im Zusammenhang mit dem Emissionsvolumen genannt wird, die Corporate Governance, das Geschäftsmodell und die Industrie, in der das Unternehmen tätig ist, sowie die Zusammensetzung des Managements und die bisherige Erfahrung der Unternehmensleitung mit Kapitalmarkttransaktionen und das Marktumfeld.

5.1.2 Größe und bilanzielle Kennzahlen

Häufig wird die Größe als eine wichtige Voraussetzung für die Nutzung des Kapitalmarkts genannt. Dabei kann sowohl die Größe des Unternehmens, gemessen durch die Kennzahlen Umsatz oder Bilanzsumme, oder die Größe der Transaktion, also das Emissionsvolumen, gemeint sein. Zwischen beiden Werten besteht ein offensichtlicher Zusammenhang: Je größer ein Unternehmen ist, desto höher sind in der Regel der Finanzierungsbedarf und auch die Kapazität einer Kapitalaufnahme und folglich auch das Emissionsvolumen. Für Kapitalmarktteilnehmer ist das Emissionsvolumen eine bedeutende Größe, da die Handelbarkeit eines Wertpapiers, neben anderen Faktoren, vom Gesamtvolumen der Transaktion abhängt. Liquidität in einem Instrument erlaubt es Investoren, Wertpapiere zu geringen Transaktionskosten, den Bid-Ask-Spreads, zu kaufen und zu verkaufen.

„Das ist ein absolutes Größenthema. ... Der Kapitalmarkt fordert sowohl eine gewisse Liquidität in den Instrumenten, so dass die Minimalbeträge [für Anleihen], die platziert werden können, regelmäßig einen dreistelligen Millionenbetrag erreichen, als auch eine gewisse Transparenz. Kleine Unternehmen sind entweder nicht in der Lage oder nicht willig, diese herzustellen.“ (Kapitalmarktexperte)

Das geforderte Emissionsvolumen unterscheidet sich je nach Finanzierungsinstrument. So stehen gewisse Finanzierungslösungen nur Unternehmen ab einer bestimmten Größenordnung und mit einem entsprechenden Finanzierungsbedarf zur Verfügung. Allerdings sind die Mindest- und Maximalvolumina nicht als feste Zahl definierbar, sondern werden durch das Marktumfeld und die Präferenzen der Investoren beeinflusst. Auch nennen die Gesprächspartner unterschiedliche Kennzahlen für die Eigenkapital- und die Fremdkapitalgeber.

Auf der Fremdkapitalseite muss zwischen den Produkten Anleihe und Schuldschein unterschieden werden. Für Anleihen werden von den meisten Gesprächspartnern Größenordnungen von 100-200 Mio. € als Untergrenze für den Nominalwert der Emission genannt. Hier ist jedoch zu berücksichtigen, dass sich im Jahr 2010 eine Öffnung des Fremdkapitalmarkts ergeben hat: In den Freiverkehrs-Marktsegmenten verschiedener Börsen können mittlerweile Anleihen mit kleineren Volumina notiert werden. In Tabelle 6 werden exemplarisch die Anleiheemissionen im Freiverkehrssegment Bondm der Börse Stuttgart vorgestellt.

Tabelle 6: Beispiele für Anleiheemissionen im Segment Bondm der Börse Stuttgart

Anleiheemissionen mit Notierung in Bondm in 2010					
Name	Emissionsdatum	Volumen (Mio. €)	Laufzeit	Kupon	Rating
Windreich AG	01.03.2010	50	5 Jahre (kündbar vierteljährlich)	6,50%	BBB
KTG Agrar AG	15.09.2010	50	5 Jahre (kündbar jährlich)	6,75%	BBB
Dürr AG	28.09.2010	225 (150+75)	5 Jahre (kündbar nach 4 Jahren)	7,25%	
Nabaltec AG	15.10.2010	30	5 Jahre	6,50%	BBB-
Solarwatt AG	01.11.2010	25	5 Jahre (kündbar jährlich)	7,00%	BB+
Air Berlin Plc	10.11.2010	200	5 Jahre	8,50%	
3W Power Holdings S.A.	01.12.2010	100	5 Jahre (kündbar nach 3 und 4 Jahren)	9,25%	B-
RENA GmbH	15.12.2010	75	5 Jahre (kündbar nach 3 und 4 Jahren)	7,00%	BB+

Quelle: Eigene Darstellung basierend auf Angaben der Börse Stuttgart und den Wertpapierprospekten der Unternehmen

Das Mindestemissionsvolumen für Schuldscheine sehen die Gesprächspartner bei 20-50 Mio. €, wobei in Ausnahmefällen auch kleinere Volumina möglich sind.

Da Fremdkapitalinstrumente eine festgeschriebene jährliche Verzinsung fordern, sind Cash-Flow-bezogene Kennzahlen für Fremdkapitalgeber von großer Bedeutung. Da sich der Cash-Flow auf Ein- und Auszahlungen bezieht und somit im Gegensatz zur Betrachtung von Erträgen und Aufwendungen nur zahlungswirksame Vorgänge berücksichtigt, stellt dieser ein Maß für das (Innen-)Finanzierungspotential eines Unternehmens dar. Mit einem positiven Cash-Flow sind Unternehmen in der Lage, Zinsen zu zahlen, Schulden zu tilgen und Dividenden an die Eigentümer auszuschütten.

Einige Gesprächspartner kritisieren, dass Familienunternehmen zu wenig auf Cash-Flow-bezogene Kennzahlen achten, sondern in der Regel die Eigenkapitalquote als Kennzahl in den Vordergrund stellen.

„Für den Kapitalmarkt ist die Eigenkapitalquote relativ unbedeutend. Insbesondere, wenn es um externe Ratings am Bond-Markt geht. Für Schuldscheine ist es was anderes, weil die Investoren dabei typischerweise Banken sind. Für die hat die Eigenkapitalquote noch eine bestimmte Bedeutung. Aber für typische Bondinvestoren, denen sind Cash-Flow-bezogene Ziele deutlich lieber. Sprich EBITDA, ... der Brutto-Cash-Flow zur Verschuldung. Diesen Ansatz hat man typischerweise bei Familienunternehmen nicht.“ (Kapitalmarktexperte)

In den Gesprächen bestätigt sich, dass viele Familienunternehmen großen Wert auf die Eigenkapitalquote legen. Eine Untergrenze wird teilweise sogar vom Vorstand oder von der Eigentümerfamilie festgelegt.

„Das Unternehmen verfügt über eine ordentliche Eigenkapitalposition >50%. Es gibt auch eine interne Regel, die besagt, diese soll nicht unter 35% fallen. Zu dieser Finanzierungsart gibt es auch ein klares Bekenntnis, so dass das auch Teil der Family Governance geworden ist.“ (Familienunternehmen)

„Also, es gibt im Moment keine zentrale Vorgabe. Aber es ist sicherlich so, wenn wir unter eine Eigenkapitalquote von 30% fallen würden, würde das sicherlich auf Gesellschafterebene diskutiert werden.“ (Familienunternehmen)

Anders als bei der Aufnahme von Fremdkapital über den Kapitalmarkt kann die Eigenkapitalquote in Verhandlungen mit Banken durchaus eine Rolle spielen, da sie als Kennzahl finanzielle Stabilität, Unabhängigkeit von Rückzahlungsverpflichtungen und Kreditwürdigkeit des Unternehmens signalisiert.

„Unsere hohe Eigenkapitalquote war in der Krise auf jeden Fall ein Vorteil. Das ist aber auch immer ein Vorteil, wenn man mit Banken spricht.“ (Familienunternehmen)

„Wir haben eine hohe Eigenkapitalquote, wir haben eine hohe Innenfinanzierungskraft.“ (Familienunternehmen)

Die Cash-Flow-bezogenen Kennzahlen werden von Familienunternehmen jedoch nicht vergessen. Vor allem Unternehmen, die bereits Anleihen emittiert haben, sind sich der Bedeutung der Cash-Flow-bezogenen Kennzahlen bewusst. Familienunternehmen legen mit ihrer langfristigen Orientierung und dem besonderen Interesse am Erhalt des Unternehmens einen großen Wert auf eine stabile Ertragslage und damit auf die von Fremdkapitalinvestoren beachteten Kennzahlen.

„Bei der Kapitalmarktfähigkeit ist die Bonität das Wichtigste. Dann braucht man ein stabiles Geschäftsmodell: Wenn wir über Fremdkapital reden, ist es wichtig, dass man möglichst wenig Schwankungen und einen stabilen Cash-Flow hat. Außerdem sollte man langfristig ausgerichtet sein. Also, alles Dinge, die ein Aktienanalyst eher negativ, aber der Kreditanalyst bei einem Großanleger eher positiv bewertet.“ (Familienunternehmen)

Es scheint generell schwierig zu sein, eine oder mehrere eindeutige Kennzahlen auszumachen, die für eine Fremdkapitalaufnahme zu erfüllen sind. Letztendlich sind die Bonität eines Unternehmens und die Aussicht auf stabile Erträge zur Erfüllung der Zins- und Rückzahlungen für den Kapitalgeber entscheidend.

„Klar, wenn man den Jahresabschluss hat, kann man daraus Kennzahlen bestimmen. Die Kennzahlen wiederum geben ein Bild über die Bonität des Unternehmens und diese Bonität ist dann mitentscheidend, zum einen mit welchem Produkt und zum anderen mit welchem Pricing man [es] anbieten kann. Es ist weniger so, dass eine Kennzahl per se ein Unternehmen von vornherein für irgendein Produkt total disqualifizieren würde, aber sicherlich orientiert sich an der Kennzahl, was machbar ist.“ (Kapitalmarktexperte)

Auf der Eigenkapitalseite sind die Größe des Unternehmens und der Emission zu berücksichtigen, wobei die Größenkriterien nicht als feste Zahl zu definieren sind. Die Emissionsvolumina können in den einzelnen Marktsegmenten sehr unterschiedlich sein, so dass es durchaus auch kleinere Börsengänge gibt. Diese finden vor allem in den seit einigen Jahren bestehenden Freiverkehrssegmenten, wie dem Entry Standard der Börse Frankfurt oder dem Segment m:access der Börse München, statt.

Tabelle 7 zeigt einige Beispiele für Börsengänge an der Frankfurter Wertpapierbörse im Jahr 2010 in den Marktsegmenten Prime Standard, der zum regulierten Markt gehört, und Entry Standard, ein Segment des Open Market. Es ist deutlich zu erkennen, dass die Größenordnungen des platzierten Volumens sich sehr unterscheiden.

Tabelle 7: Beispiele für Börsengänge an der Frankfurter Wertpapierbörse

Börsengänge Prime Standard in 2010			
Name	Erster Handelstag	Platziertes Volumen (Mio. €)	Ausgabepreis (€)
Helikos (SPAC)	02.02.2010	200	10
Kabel Deutschland	22.03.2010	759	22
Tom Tailor	26.03.2010	149	13
Brenntag	29.03.2010	748	50
Joyou	30.03.2010	105	13
Ströer	15.07.2010	371	20
European CleanTech (SPAC)	20.10.2010	115	10
JK Wohnbau	10.11.2010	88	8

Börsengänge Entry Standard in 2010			
Name	Erster Handelstag	Platziertes Volumen (Mio. €)	Ausgabepreis (€)
Travel Viva	11.02.2010	5,5	5,5
Tonkens Agrar	07.07.2010	5,5	23,75
Kinghero	06.08.2010	15	15
AutoBank	19.11.2010	4,7	2,5
Solutronic	25.11.2010	20,2	11
Deutsche Biogas	03.12.2010	22,1	8,5
ADC African Development Corp.	14.12.2010	44	11

Quelle: Eigene Darstellung basierend auf Angaben der Deutschen Börse

Neben den verschiedenen Marktsegmenten spielt auch das Marktumfeld eine wichtige Rolle beim Börsengang. Während in früheren Marktphasen, vor allem am Neuen Markt, deutlich kleinere Volumina platzierbar waren, stellen die Investoren im Hinblick auf das Emissionsvolumen und die Bonität im aktuellen Marktumfeld höhere Anforderungen an das Unternehmen.

„Und quantitative Faktoren bedeutet in der Tat, dass man eine gewisse kritische Masse mitbringt. Nehmen Sie mal das klassische Thema IPO. ... Ich hab es miterlebt, als ich hier anfing, mit dem Neuen Markt: Da war man mit 10 Mio. Umsatz und einem hohen Verlust ein guter Börsenkandidat, ich sage das mal übertrieben. Und mittlerweile ist das wieder völlig anders. ... Jetzt gilt ja eher die Regel, dass man eigentlich mindestens 50 Mio. € Umsatz und drei Jahre stabilen Ertrag braucht und auch kontinuierlich wachsend ist.“ (Kapitalmarktexperte)

Einige Gesprächspartner weisen darauf hin, dass der Mindestumsatz eines Unternehmens im Rahmen der Überlegungen zur Kapitalmarktfähigkeit nicht eindeutig festzumachen ist und viele andere Kennzahlen in

die Bewertung einfließen. So sind für eine Eigenkapitalaufnahme über den Kapitalmarkt das Wachstum und die Entwicklung der Gewinnmargen bedeutend.

„Weil das Ticket, d.h. das Emissionsvolumen, einfach zu klein wäre - das ist der eine wesentliche Grund. Der andere ist, dass ein Autozulieferer mit einer Marge von 10,5% EBITDA ... da einfach nicht ausreichend attraktiv genug ist.“ (Familienunternehmen)

Gute Zukunftsaussichten eines Unternehmens stellen auch im Marketingprozess einen großen Diskussionspunkt dar. Sie werden den Investoren als Teil der Equity Story vorgestellt und fließen daher in die Bewertung des Unternehmens ein. Auch die Branche, in der ein Unternehmen tätig ist, beeinflusst die Wachstumserwartung und damit den Wert, den Investoren dem Unternehmen beimessen. Das Emissionsvolumen spielt für Investoren eine Rolle, es werden aber auch andere Investitionskriterien berücksichtigt.

„Das hängt natürlich immer davon ab, welche Branche das ist: Wie ist die Profitabilität? Wie ist die Perspektive? Und was ist am Ende des Tages die Story dahinter? Und von daher: Ist das Größe bzw. Umsatz? Das ist einfach extrem schwierig, pauschal zu beantworten.“ (Kapitalmarktexperte)

Neben den Kapitalgebern stellt auch die Börse Anforderung an gewisse Kennzahlen. Allerdings liegen die von Investoren geforderten Zahlen in der Regel deutlich über den Mindestvorschriften der Börsen, so dass diesen in der Praxis nur eine untergeordnete Bedeutung zukommt.

„Im First Quotation Board wäre das ein Mindestkapital von 250.000 €. Man braucht einen so genannten Handelsteilnehmer, der an der Börse registriert ist und der den Antrag auf Einbeziehung der Aktien in den Handel stellt. ... In den EU-regulierten Märkten sind die Voraussetzungen ein bisschen höher. ... Man braucht eine Mindestkapitalisierung von 1,25 Mio. € und mindestens 10.000 Stückaktien.“ (Kapitalmarktexperte)

Für viele Familienunternehmen stellt sich bei einem Börsengang die Frage nach der Höhe der Anteile, die sie abgeben möchten. In diesem Zusammenhang können die Richtlinien der Börse für Familienunternehmen bedeutend sein. Im regulierten Markt der Börse wird vorausgesetzt, dass sich mindestens 25% der Aktien im Streubesitz (Freefloat) befinden. Im Freiverkehr sind geringere Anteile möglich, manche Börsen stellen aber auch in diesem Segment Mindestanforderungen, die erfüllt werden müssen, z.B. die Anzahl der Aktionäre.

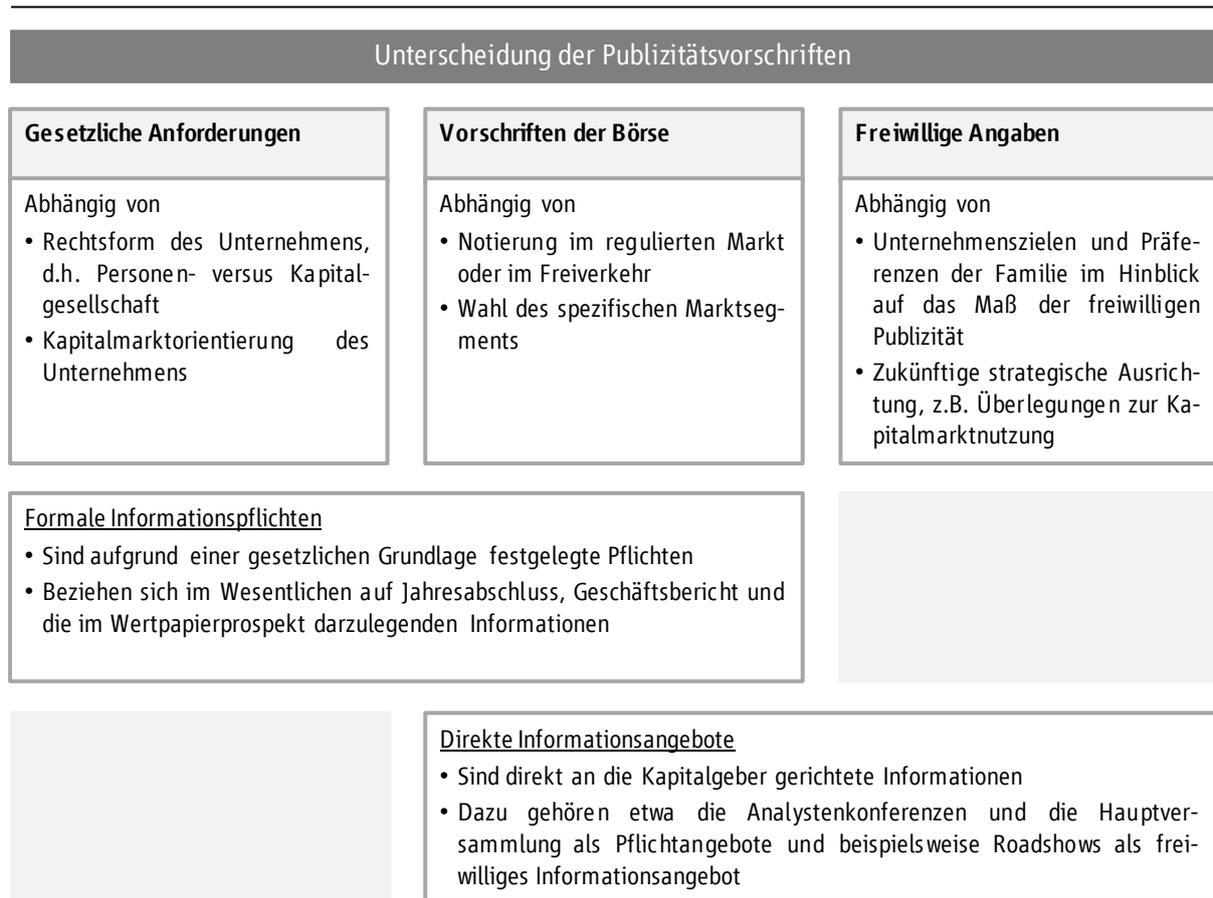
Neben der Ausprägung der Kennzahlen ist es wichtig, dass Unternehmen in der Lage sind, die Kennzahlen zeitnah zu berechnen und diese zu kommunizieren. Um diese Anforderung zu erfüllen, sind ein Bewusstsein für die Kennzahlen und entsprechende Ressourcen in der Treasury- und Controlling-Abteilung notwendig. Die Bedeutung einer angemessenen internen Organisation wird in Kapitel 5.1.5 diskutiert.

„Hier müssen im Unternehmen die Ressourcen im Bereich Treasury und im Controlling da sein. Die Zahlen müssen verfügbar sein, es sollten Planungszahlen vorhanden sein. ... Ich stelle schon fest, dass Unternehmen, die noch im Bereich Finanzbuchhaltung unterwegs sind, sich mitunter schwer tun.“ (Kapitalmarktexperte)

5.1.3 Rechnungslegung und Publizität

Unternehmen, die den Kapitalmarkt als Finanzierungslösung anstreben, müssen bereit sein, sich für den Kapitalmarkt zu öffnen und ein hohes Maß an Informationen bereitzustellen. Bei Vorschriften zur Rechnungslegung und Publizität ist grundsätzlich zwischen gesetzlich regulierten, durch die Börse vorgegebenen und freiwilligen Angaben zu unterscheiden (vgl. Abbildung 13).

Abbildung 13: Unterscheidung der Publizitätsvorschriften



Quelle: Eigene Darstellung

Die gesetzlichen Vorschriften stellen im Wesentlichen auf zwei Kriterien ab: Rechtsform (Personen- versus Kapitalgesellschaft) und Kapitalmarktorientierung. Ein Unternehmen gilt als kapitalmarktorientiert, wenn es zu Finanzierungszwecken einen organisierten Kapitalmarkt im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) in Anspruch nimmt oder die Zulassung zu einem solchen beantragt hat (vgl. Box 3).

Box 3: Kapitalmarktorientierung

Obgleich der Begriff Kapitalmarktorientierung bereits seit der verpflichtenden Einführung von IFRS in der EU thematisiert wird, fand die Legaldefinition des Begriffs erst mit der Verabschiedung des BilMoG im Jahr 2009 Eingang in das HGB. Eine Kapitalgesellschaft gilt im Sinne des § 264d HGB als kapitalmarktorientiert, „wenn sie einen organisierten Markt im Sinne des § 2 Abs. 5 WpHG durch von ihr ausgegebene Wertpapiere im Sinne des § 2 Abs. 1 Satz 1 WpHG in Anspruch nimmt oder die Zulassung solcher Wertpapiere zum Handel an einem organisierten Markt beantragt hat.“ Wertpapiere im Sinne des § 2 Abs. 1 Satz 1 WpHG sind Aktien, aktienähnliche Titel und Anleihen.

Als organisierter Markt gem. § 2 Abs. 5 WpHG gelten die durch die EU regulierten Märkte. Bezogen auf den deutschen Kapitalmarkt fallen darunter die Segmente General und Prime Standard der Deutschen Börse. Dies impliziert, dass Unternehmen, die im Freiverkehr notiert sind, nicht als kapitalmarktorientiert im Sinne des § 264d HGB gelten. Diese Unternehmen unterliegen der Regulierung der jeweiligen Börse. Unternehmen, die keinen EU-regulierten Markt in Anspruch nehmen, sind somit grundsätzlich auch von der Erstellung eines Konzernabschlusses nach IFRS (§ 315a HGB) befreit, es sei denn die jeweilige Börse würde die Aufstellung eines IFRS-Abschlusses verlangen.

Unternehmen, die den Kapitalmarkt nutzen, sei es über den organisierten Markt oder den Freiverkehr, haben häufig über die gesetzlichen Vorschriften hinausgehende Rechnungslegungs- und Publizitätspflichten zu erfüllen, die durch die jeweilige Börse vorgesehen sind. Zudem ist seitens der Unternehmen zu entscheiden, in welchem Maße Informationen im Rahmen der freiwilligen Publizität veröffentlicht werden sollen. Überlegungen, den Kapitalmarkt zu Finanzierungszwecken zu nutzen, sind daher immer auch mit Überlegungen bezüglich Rechnungslegung und Publizität sowie dem Aufbau entsprechender Berichtsstrukturen verbunden.

„Ich hatte auch einmal den Fall, da wurde eine Anleihe begeben und das Unternehmen hat anschließend gesagt: Hätten wir gewusst, was es am Ende des Tages für Publizitätserfordernisse bedeutet, wir hätten das nie gemacht. Also, von daher muss das miteinander harmonieren und es ist ein absolutes Do, das man zunächst mal unabhängig von den Produkten das Thema Struktur diskutiert.“ (Kapitalmarktexperte)

Bei den für die Kapitalmarktnutzung bereitzustellenden Informationen ist zwischen solchen Angaben zu unterscheiden, die für den Gang an den Kapitalmarkt erforderlich sind (z.B. Emissionsprospekt), und solchen, die aufgrund der Kapitalmarktnutzung regelmäßig zu leisten sind. Neben formalen, d.h. aufgrund einer gesetzlichen Grundlage in einer bestimmten Form festgelegten Informationspflichten, die sich im Wesentlichen auf den Jahresabschluss, die unterjährigen Geschäftsberichte und die im Wertpapierprospekt darzulegenden Informationen beziehen, bringt die Kapitalmarktnutzung auch einige direkt an Kapitalgeber gerichtete Informationspflichten mit sich. Dazu gehören etwa die Analystenkonferenzen und die Hauptversammlung. Das Informationsangebot im Rahmen von Roadshows ist zwar nicht verpflichtend, kann aber auch zu den an Investoren gerichteten Veranstaltungen gezählt werden. Während sich die Ausführungen in

diesem Abschnitt auf die formalen Informationspflichten beziehen, wird die Bereitstellung der direkten Informationen im Folgekapitel, Kapitel 5.1.4, erläutert.

Bei den gesetzlichen Offenlegungspflichten ist nach dem HGB zunächst zu unterscheiden, ob es sich um eine Personenhandelsgesellschaft oder um eine Kapitalgesellschaft handelt. Während die Veröffentlichungspflichten von Personengesellschaften über das PubLG geregelt werden, richten sich die Regelungen für Kapitalgesellschaften nach den Vorschriften des HGB. Kapitalgesellschaften haben ihren Jahresabschluss beim Betreiber des Elektronischen Bundesanzeigers spätestens 12 Monate nach Bilanzstichtag einzureichen.⁵⁰ Gleiches gilt für Personengesellschaften, bei denen für die Haftung eine juristische Person eintritt, z.B. bei Unternehmen in der Rechtsform der GmbH & Co. KG, sowie für eingetragene Genossenschaften.⁵¹ Weitere Informationen zum elektronischen Bundesanzeiger sind in Box 4 zusammengefasst.⁵² Personengesellschaften haben dieselben Offenlegungspflichten zu erfüllen wie Kapitalgesellschaften, wenn sie in drei aufeinander folgenden Jahren zwei der drei folgenden Größenkriterien überschreiten (§ 11 Abs. 1, § 12 PubLG): Bilanzsumme von mehr als 65 Mio. €, Umsatzerlöse von mehr als 130 Mio. €, mehr als 5.000 Arbeitnehmer. Diese Unternehmen haben ihren Jahresabschluss wie Kapitalgesellschaften im Bundesanzeiger zu veröffentlichen.

⁵⁰ Finanzdienstleister sind unabhängig von der Rechtsform publizitätspflichtig. Die Regelungen für Unternehmen der Finanzdienstleistungsbranche (Kreditinstitute, Pensionsfonds, Versicherungsunternehmen und andere Finanzdienstleistungsinstitute) werden jedoch nicht näher betrachtet, da die Studie auf Industrieunternehmen fokussiert.

⁵¹ Der Offenlegungsumfang unterscheidet sich gemäß der Unternehmensgröße. Während kleine Kapitalgesellschaften nur Bilanz und Anhang einzureichen haben, sind bei mittelgroßen und großen Kapitalgesellschaften zusätzlich die Gewinn- und Verlustrechnung (GuV), der Lagebericht sowie rechtsformspezifische Dokumente, wie z.B. der Bericht des Aufsichtsrats oder der Bestätigungsvermerk, offenzulegen. Mittelgroße Gesellschaften können dabei Erleichterungen im Hinblick auf den Detaillierungsgrad der Offenlegung von Bilanz und GuV in Anspruch nehmen.

⁵² Informationen zum elektronischen Bundesanzeiger sind auch über die Seite www.ebundesanzeiger.de verfügbar.

Box 4: Elektronischer Bundesanzeiger

Das Gesetz über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister (EHUG) hat die Publizität der Unternehmen in Deutschland deutlich erhöht. Es trat am 1. Januar 2007 in Kraft und sieht gemäß § 325 HGB vor, dass Kapitalgesellschaften Jahresabschlüsse ab dem Geschäftsjahr 2006 innerhalb von zwölf Monaten nach Ablauf des Geschäftsjahrs beim Bundesanzeiger einzureichen haben. Der Jahresabschluss wird der Öffentlichkeit über den elektronischen Bundesanzeiger mit einer gewissen Verzögerung über das Internet zugänglich gemacht. Diese Regelung betrifft Jahresabschlüsse ab dem Geschäftsjahr 2006. Vor Inkrafttreten des Gesetzes konnten privat gehaltene Gesellschaften quasi nicht gezwungen werden, ihre Abschlüsse offen zu legen.

Die Regulierung zur Veröffentlichung des Jahresabschlusses über den Bundesanzeiger durch Kapitalgesellschaften knüpft an den Gedanken der Haftungsbeschränkung an. Den verschiedenen Vertragsparteien des Unternehmens wird dabei ein Recht auf Information eingeräumt.

Nachdem im Anfangsstadium nur wenige Unternehmen ihre Jahresabschlüsse beim Bundesanzeiger einreichten, einige nahmen für eine Nicht-Veröffentlichung das Risiko einer Strafzahlung in Kauf, wurde die Durchsetzung der Regulierung verschärft. Während vor der Umsetzung des EHUG nach Schätzung des Bundesanzeigers nur etwa 5% der Kapitalgesellschaften ihren Abschluss über den Bundesanzeiger veröffentlichten, sind es mittlerweile etwa 90%.

Die Einreichung der Abschlüsse wird durch den Betreiber des elektronischen Bundesanzeigers überprüft (§ 329 HGB). Dieser meldet Verstöße an das Bundesamt für Justiz und leitet entsprechend ein Ordnungsgeldverfahren ein. Die Einreichung der Abschlüsse wird mittels einer spezialisierten Software überwacht.

Die Transparenzanforderungen für privat gehaltene Unternehmen sind in den letzten Jahren nicht nur durch das Erfordernis zur Offenlegung des Jahresabschlusses über den Bundesanzeiger angestiegen. Auch das BilMoG hat jüngst zu einer Ausdehnung der Offenlegungspflichten privat gehaltener Unternehmen geführt. Darüber hinaus wurden die Ansatz- und Bewertungsvorschriften des HGB in vielerlei Hinsicht an die IFRS angenähert. Trotz erhöhter Transparenzanforderungen ist der Berichterstattungsaufwand privat gehaltener Unternehmen verglichen mit kapitalmarktorientierten Kapitalgesellschaften nach wie vor vergleichsweise gering. So beträgt etwa die Einreichungsfrist beim elektronischen Bundesanzeiger für kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften vier statt 12 Monate (§ 325 Abs. 4 HGB). Die Regelungen zum Corporate-Governance-Kodex (§ 161 AktG) empfehlen sogar eine Einreichung innerhalb von drei Monaten nach Bilanzstichtag. Für Unternehmen, die lediglich Anleihen an einem organisierten Markt emittiert haben, gilt diese verkürzte Einreichungsfrist nicht, sondern beträgt wie bei nicht-kapitalmarktorientierten Kapitalgesellschaften 12 Monate.

Publizität ist bei vielen Familienunternehmen nach wie vor ein sensibles Thema. Dies hängt nicht zuletzt damit zusammen, dass, wie in Kapitel 3.1 ausgeführt, das Unternehmen als „Privatsache“ gesehen wird und

Verschwiegenheit letztlich auch als Schutzmechanismus seitens der Familie zu sehen ist. Zum Teil wird die Weitergabe von Unternehmensinformationen aber auch aus der Befürchtung heraus kritisch gesehen, Konkurrenten könnten einen zu tiefen Einblick in das Unternehmen bekommen oder Kunden erhöhten Preisdruck auf das Unternehmen ausüben. Einige der Unternehmen nutzen daher beispielsweise die einjährige Veröffentlichungsfrist bewusst in voller Länge aus. Manche verfolgen sogar eine Art „Verschleierungspolitik“ der Unternehmensstruktur, die etwa zur Offenlegung von (Teil-)Konzernabschlüssen führt, eine Offenlegung des Gesamtergebnisses der Gruppe jedoch verhindert. Diese Unternehmen wählen dazu z.B. auf oberster Unternehmensebene die Rechtsform einer Stiftung oder Personengesellschaft, die von der Offenlegungspflicht befreit sind oder nur eine reduzierte Form des Abschlusses offenlegen müssen.

Ein wichtiger Faktor, den es im Kontext von Rechnungslegung und Publizität zu beachten gilt, ist, dass Rechnungslegung und Publizität stets hohe Kosten generieren, der Nutzen zusätzlicher Angabepflichten oder veränderter Bilanzierungsvorschriften häufig jedoch seitens der Familienunternehmen in Frage gestellt wird. Bei vielen privat gehaltenen Unternehmen ist die Bilanzierung nicht zuletzt auch steuerlich ausgerichtet. Eine Annäherung an die IFRS, die keine Verbindung zur Steuerbilanz vorsehen, wie sie mit dem BilMoG erfolgt ist, führt Steuerbilanz und Handelsbilanz stärker auseinander. Dies führt auch zu einer Erhöhung der Position „latente Steuern“. Obgleich diese Position materiell meist wenig Stellenwert besitzt, ist diese seit dem BilMoG detailliert im Abschluss zu erläutern.

„Wir haben zwar eine Kapitalmarktorientierung in gewisser Weise auf der Fremdfinanzierungsseite, aber überhaupt keine auf der Eigenkapitalfinanzierungsseite. Deshalb bin ich auch überhaupt nicht daran interessiert, irgendeinem offen zu legen, wie reich oder wie arm unsere Eigentümer sind. ... Dazu kommt, dass es einen riesigen Wust an Aufwand generiert. ... Wenn ich jetzt nur daran denke, dass wir wegen BilMoG eine Aufstellung über latente Steuern machen müssen, ... dann frage ich mich, was das soll. Über eine Zeile, die im Vergleich zu dem Umsatz völlig untergeordnet ist, müssen wir seitenweise Dokumentation machen. ... Deshalb werden wir vermeiden, die IFRS im Unternehmen einzusetzen.“ (Familienunternehmen)

Eine noch stärkere Ausweitung oder Modifizierung der Rechnungslegungsvorschriften für privat gehaltene Unternehmen, etwa in Richtung einer Einführung von IFRS für kleine und mittelgroße Unternehmen (KMU), wird von vielen Familienunternehmen kritisch gesehen. Bei den großen Familienunternehmen ist zu vermuten, dass man eher beim HGB bleiben oder ganz auf IFRS umstellen würde, als einen Mittelweg zu nehmen, für den es aus Sicht der Unternehmen nicht unbedingt eine Notwendigkeit gibt.⁵³ Den Besonderheiten deutscher Unternehmen, bei denen privat gehaltene nicht mit kleinen und mittleren und große nicht mit kapitalmarktorientierten Unternehmen gleichgestellt werden dürfen, gilt es auch von regulatorischer Seite Rechnung zu tragen.

⁵³ Vgl. Fülbier/Windthorst (2010).

„Da können sie jeden Familienunternehmer fragen: Wenn ich sage, dass sie als KMU bilanzieren sollen, dann sagen die: Das bin ich doch gar nicht. Da fragen Sie mal [einen der großen Unternehmer in Deutschland], ob die meinen, dass sie ein kleines oder mittelgroßes Unternehmen sind. Das hört sich ja gleich zweitklassig an. Ob dieser Standard, ob der was wird, in seiner ganzen Art, das wage ich zu bezweifeln.“ (Familienunternehmen)

„In Amerika gibt es 8.000 Unternehmen, die müssen nach US-GAAP publizieren. Und die anderen müssen gar nichts machen. Bei Familienunternehmen in den USA ... müssen Sie erst mal schauen, dass Sie überhaupt an Jahresabschlüsse kommen. Und wenn, dann hat ein Auditor bescheinigt, dass das irgendwie nach bestem Wissen und Gewissen in Anlehnung an amerikanische Rechnungslegungsstandards ist, aber eigentlich kann man da machen, was man will. In einem Land, das die Unternehmen so einteilt, da brauchen Sie auch nur Rechnungslegungsstandards für die 8.000 börsennotierten Unternehmen. Dass das in anderen Ländern dieser Welt, insbesondere in Europa, eben ganz anders ist, das wollen die immer noch nicht einsehen bis jetzt. ... Das ist eher ein europäisches oder meinetwegen sogar kontinentaleuropäisches Problem ... und der Einfluss von Europa in den Rechnungslegungsgremien, der geht zurück.“ (Familienunternehmen)

Ogleich durch das BilMoG eine Annäherung des HGB an die IFRS erfolgt ist und somit ein höherer Grad an Vergleichbarkeit zwischen HGB- und IFRS-Abschlüssen erzielt wurde, ist die Umstellung auf IFRS, wie sie im Rahmen einer Kapitalmarktorientierung erforderlich ist, für Familienunternehmen nach wie vor ein großer Schritt. Eine Umstellung auf IFRS bedeutet zunächst die Bereitstellung zusätzlicher Ressourcen, die Kosten verursachen. Dazu gehören etwa Kosten durch weitere Mitarbeiter, SAP-Umstellung oder höhere Kosten durch den Wirtschaftsprüfer. Viele Familienunternehmen sehen die Notwendigkeit, auf IFRS umzustellen, als nicht gegeben, solange sie keine Kapitalmarktorientierung anstreben.

„Ich muss da doch deutlich eine ganz andere Nummer fahren. Das Berichtswesen wird extrem aufgebläht. Wir sind keine börsennotierte Gesellschaft. Das heißt rein formal, die Verbindlichkeit besteht nicht und für unsere Zwecke, sprich primär für die Banken und auch die Familie als Gesellschafter, ist das HGB völlig ausreichend.“ (Familienunternehmen)

Neben der nicht vorhandenen Notwendigkeit, auf IFRS umzustellen, und den damit verbundenen Kosten wird die IFRS-Rechnungslegung aber auch unter weiteren Gesichtspunkten von vielen Familienunternehmen kritisch gesehen. So führt eine IFRS-Rechnungslegung aufgrund umfangreicher Anhangsangaben und zusätzlicher Berichtsinstrumente, wie dem Segmentbericht, auch zu einem höheren Maß an Transparenz. Gerade die Offenlegung von Margen ist bei Unternehmen, die in der Mitte der Wertschöpfungskette stehen, wie z.B. Automobilzulieferer, ein sensibles Thema. Ein Gesprächspartner vermutet, dass einige dieser Unternehmen sogar bereit wären, für eine Kapitalaufnahme mehr zu zahlen, wenn sich eine stärkere Transparenz dadurch vermeiden ließe.

„Kann der dann nicht sehen: Wie hoch ist meine Marge, die ich bei ihm erziele? Ist ja z.B. auch das große Thema bei Segmentberichterstattung. Deshalb wehren sich bestimmte Unternehmen gegen

IFRS-Segmentberichterstattung. Weil die sagen: Ok, wenn ich in die Segmente reingehe, kann mein Kunde direkt sehen, was ich für eine Marge drin habe, in diesem Teilbereich. Das kann man als Nachteil bezeichnen.“ (Kapitalmarktexperte)

*„Gerade bei kleineren Unternehmen, die vielleicht a) sehr gut verdienen oder b) diesen Kunden-
druck haben. ... Da kann ich mir vorstellen, dass dort eher restriktiver kommuniziert wird. Das spielt
dann natürlich wieder für die Finanzierung eine Rolle. Die bezahlen bei einer – wenn sie überhaupt
Kredite aufnehmen müssen – Kreditaufnahme lieber ein halbes Prozent mehr, wenn sie weniger of-
fenlegen müssen als umgekehrt.“ (Familienunternehmen)*

Neben der erhöhten Transparenz werden aber mitunter auch die Bilanzierungsregeln der IFRS kritisch gesehen. Vorsicht schlägt sich bei Familienunternehmen häufig nicht nur in einer vorsichtigeren Finanzierung, sondern auch in einer vorsichtigeren Bilanzierung nieder, durch die stille Reserven aufgebaut werden. Dieses Verhalten könnte letztlich als ein weiteres Zeichen für die Risikoaversion und Langfristorientierung in Familienunternehmen gewertet werden. Daher kommen die Regelungen und die Ausrichtung des HGB Familienunternehmen zum Teil stärker entgegen als die IFRS. Ein Gesprächspartner, dessen Unternehmen zwar nach HGB bilanziert, parallel aber Schattenabschlüsse nach IFRS führt, gibt an, dass das Unternehmen sich nach IFRS auf der Eigenkapitalseite zwar besser darstelle, er aber dem HGB-Abschluss eine größere Belastbarkeit zuschreiben würde.

„Das Vermeiden heißer Luft in der Bilanz, das ist typisch für Familienunternehmen. ... Wir haben über zehn Jahre lang jeden Goodwill, den wir hatten, sofort aufwandswirksam verrechnet. ... Das meine ich jetzt ganz unabhängig von der steuerlichen Seite, was natürlich auch ein Thema für sich ist. ... Dass man sich eben eher ärmer rechnet als zu reich, das ist typisch für ein Familienunternehmen.“ (Familienunternehmen)

„Wir bilanzieren noch nach HGB. Das finde ich auch gut. Von IFRS halte ich nicht viel. Wir haben sozusagen einen Schattenabschluss in IFRS erstellt, ohne diese ganzen Anhänge zu bearbeiten und da würden wir uns, was das Eigenkapital betrifft, deutlich besser darstellen, als wir es nach HGB sind. Aber, ob uns das weiterbringt, daran wage ich zu zweifeln. ... Wäre ich Anleger, wäre eine Bilanz nach HGB für mich ein Zeichen für zusätzliche Sicherheit und größere Belastbarkeit.“ (Familienunternehmen)

„Das ist ein vollkommener Käse, dieses ganze IFRS. ... Das hat in keiner Weise für mehr Transparenz gesorgt. Das hat im Gegenteil dafür gesorgt, dass die Unternehmen erheblich schwankende Ergebnisse aufweisen und die Investoren verunsichert sind, wie sonst was. Ich halte an dem alten HGB-Grundsatz, dass der Gläubigerschutz im Vordergrund stehen sollte, absolut fest.“ (Familienunternehmen)

Der Aspekt, inwiefern eine IFRS-Bilanzierung seitens der Banken positiver aufgenommen wird als eine Bilanzierung nach HGB, wird unterschiedlich gesehen. Manche Unternehmen haben das Gefühl, dass gerade deutsche Banken einem HGB-Abschluss mittlerweile manchmal sogar den Vorzug geben.

„Ich habe das vor fünf Jahren so erlebt. Da wurde man von den Banken schief angeguckt, wenn man sagte: Ja, wir bleiben bis auf Weiteres erst noch beim guten alten HGB. Da wurde man fast belächelt. ... Inzwischen, oder zumindest was ich bisher erlebt habe, ist da ein Besinnungswandel bei den Banken eingetreten: Nein, von unserer Seite gibt es überhaupt keine Notwendigkeit, auf IFRS zu gehen, für uns ist HGB absolut ausreichend. Also, im Zweifelsfall habe ich sogar den Eindruck, dass die Banken lieber einen HGB-Abschluss nehmen als einen IFRS-Abschluss, zumindest die deutschen Banken und wir sind ja primär im deutschen Raum finanziert.“ (Familienunternehmen)

Ein wichtiger Aspekt scheint dabei gerade die Nationalität der Kapitalgeber zu sein. Da bei Schuldscheinen vor allem nationale Banken oder Versicherungen angesprochen werden, die einen HGB-Abschluss interpretieren können, entfällt in vielen Fällen die Notwendigkeit einer IFRS-Umstellung. Manche Familienunternehmen sehen darin einen Vorzug von Schuldscheindarlehen, obgleich die Segmente für Mittelstandsanleihen ebenfalls auf einen IFRS-Abschluss verzichten (vgl. Kapitel 4.2.3).

„Die einzelplatzierten Schuldscheine landen sowieso zu ganz erheblichen Teilen im Bankenmarkt und die können beides [HGB und IFRS] lesen, denen ist das egal. Die Versicherungsgesellschaften, die da auch gelegentlich mit drin sind, können damit auch noch umgehen. Aber im Bezug auf Kapitalmarkt ist IFRS eine Voraussetzung, die für die Unternehmen eher eine Hürde ist.“ (Kapitalmarktexperte)

Es gibt jedoch einige Gegenbeispiele großer Familienunternehmen, die IFRS bewusst gewählt haben, um den Banken gegenüber eine größere Transparenz zu zeigen. Dies impliziert letztlich auch die Möglichkeit, im Zweifel den Investorenkreis schneller erweitern zu können, nicht zuletzt auch, weil bei einer potentiellen Kapitalmarktnutzung historische Daten nach IFRS bereitzustellen sind. Aus diesem Grund sehen manche Familienunternehmen eine frühzeitige Umstellung auf IFRS als vorteilhaft an.

„Wenn ich mich mit dem Gedanken befasse, irgendwann in die Richtung Kapitalmarkt zu gehen, dann ist es wahrscheinlich nicht verkehrt, sich auch rechtzeitig mit dem Accounting zu beschäftigen. Denn was nützt es, wenn ich am 1. Januar nächsten Jahres eine Anleihe begeben will und jetzt umstelle. Dann ist die Frage: Wo sind deine historischen Daten? Das muss ja auch erst aufgebaut werden.“ (Kapitalmarktexperte)

„Eine Bilanzierung nach IFRS würde man nicht müssen, sollte es aber immer tun, weil ansonsten der Investorenkreis an der deutschen Grenze aufhört. Und vielleicht kriegen Sie dann nicht mal das angestrebte Volumen eingesammelt, weil auch viele deutsche Investoren IFRS verlangen.“ (Familienunternehmen)

Einige der Unternehmen haben sich darüber hinaus freiwillig Berichtspflichten wie die Erstellung von Zwischen- oder gar Quartalsabschlüssen auferlegt und erfüllen dadurch in vielerlei Hinsicht die Transparenzanforderungen eines kapitalmarktorientierten Unternehmens. Ein interessanter Aspekt in der Diskussion um die IFRS-Bilanzierung besteht darin, dass einige Unternehmen, auch außerhalb einer poten-

tiellen Kapitalmarktnutzung, klare Vorzüge in der Veröffentlichung von IFRS-Abschlüssen sehen. Diese Vorzüge werden in der Vergleichbarkeit zu Abschlüssen von Konkurrenzunternehmen gesehen, die etwa vorwiegend börsennotiert sind und/oder aus dem angelsächsischen Raum stammen. Darüber hinaus fällt ausländischen Kunden die Interpretation eines IFRS-Abschlusses häufig leichter als die eines HGB-Abschlusses.

„Wir haben jetzt weitaus mehr Mitarbeiter im Ausland als im Inland. Wir wachsen natürlich im Ausland viel stärker als im Inland und wenn Sie jetzt jemandem im angelsächsischen oder asiatischen Ausland beibringen wollen, wie das deutsche Handelsrecht funktioniert, ist das schon sehr schwierig und es gibt wenig Verständnis dafür.“ (Familienunternehmen)

Die Industrie, in der das Unternehmen tätig ist, und das Verhalten der Konkurrenz spielen also im Hinblick auf eine IFRS-Umstellung eine große Rolle. IFRS kann gegenüber Kunden auch als Signal genutzt werden, ein „Global Player“ zu sein. Darüber hinaus kann sich die Umstellung auf IFRS bei multinational tätigen Konzernen auch aus dem Grund anbieten, dass die Prüfer der Tochtergesellschaften mit IFRS vertraut sein mögen, aber weniger mit dem HGB.

„Wir sind ja nun ziemlich europaweit aufgestellt. Es ist nicht immer ganz leicht, einem ausländischen Wirtschaftsprüfer klarzumachen, dass er hier sein Reporting-Package nach HGB testieren soll. Wenn ich ihm aber sage: Hier, das ist IFRS, klar kann der damit was anfangen. Beim HGB habe ich manchmal doch so die Frage, ob der das dann wirklich alles nach HGB auch prüfen kann.“ (Familienunternehmen)

Wird eine IFRS-Umstellung bereits aus den genannten Gründen in Erwägung gezogen, könnte es sein, dass die Umstellung der Rechnungslegung aus Finanzierungsgründen auch als weniger hinderlich empfunden wird. Die unterschiedlichen Sichtweisen, die in den Gesprächen geäußert wurden, zeigen, dass Familienunternehmen auch im Hinblick auf deren Einstellung gegenüber Rechnungslegung und Publizität eine heterogene Gruppe sind. Diese Einstellung hängt aber nicht nur von der Sichtweise der Familie ab, sondern eben auch von der Industrie und Marktposition, in der sich das Unternehmen befindet. Die Aussage, dass Familienunternehmen stets publizitätsscheu sind, trifft somit nicht pauschal auf alle Familienunternehmen zu.

„Der bessere zukünftige Zugang zum Kapitalmarkt war eine Begründung, auf IFRS umzustellen. Außerdem wollten wir aber auch etwas vergleichbarer sein mit anderen Unternehmen unserer Größenordnung und unseren Konkurrenten. Ein IFRS-Abschluss ist einfach ein international vergleichbarer Abschluss. Sie sind schneller am Kapitalmarkt mit IFRS als mit HGB. Es war einfach eine Weiterentwicklung in der gesamten Managementstruktur und war nicht nur getrieben durch die Finanzierung. Sondern wir wollten uns allgemein so aufstellen, dass wir relativ modern sind – auch im Rechnungswesen.“ (Familienunternehmen)

Eine Kapitalmarktorientierung verpflichtet Unternehmen im EU-regulierten Markt neben der Aufstellung eines IFRS-Konzernabschlusses und der schnelleren Offenlegung des Abschlusses auch zur Erstellung von

Halbjahresberichten und Ad-hoc-Mitteilungen. Box 5 gibt einen Überblick zu den rechtlichen Grundlagen des EU-regulierten Markts und des Freiverkehrs.

Box 5: Marktsegmente der Börse

In Europa kann zwischen dem EU-regulierten Markt und dem von der jeweiligen Börse regulierten Markt unterschieden werden. Der regulierte Markt ist ein gemäß § 2 Abs. 5 WpHG organisierter Markt.

§ 2 Abs. 5 WpHG: „Organisierter Markt im Sinne dieses Gesetzes ist ein im Inland, in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum betriebenes oder verwaltetes, durch staatliche Stellen genehmigtes, geregeltes und überwachtes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von dort zum Handel zugelassenen Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach festgelegten Bestimmungen in einer Weise zusammenbringt oder das Zusammenbringen fördert, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt.“

Ein von der Börse selbst reguliertes Marktsegment, der so genannte Freiverkehr, kann gemäß § 48 Abs. 1 BörsG nach Genehmigung der Börsenaufsichtsbehörde von der jeweiligen Börse eingerichtet werden.

§ 48 Abs. 1 BörsG: „Für Wertpapiere, die weder zum Handel im regulierten Markt zugelassen noch zum Handel in den regulierten Markt einbezogen sind, kann die Börse den Betrieb eines Freiverkehrs durch den Börsenträger zulassen, wenn durch eine Handelsordnung sowie durch Geschäftsbedingungen des Börsenträgers, die von der Geschäftsführung gebilligt wurden, eine ordnungsmäßige Durchführung des Handels und der Geschäftsabwicklung gewährleistet erscheint. Die Handelsordnung regelt den Ablauf des Handels. Die Geschäftsbedingungen regeln die Teilnahme am Handel und die Einbeziehung von Wertpapieren zum Handel. Emittenten, deren Wertpapiere ohne ihre Zustimmung in den Freiverkehr einbezogen worden sind, können durch die Geschäftsbedingungen nicht dazu verpflichtet werden, Informationen in Bezug auf diese Wertpapiere zu veröffentlichen.“

Die größten Segmente des regulierten Kapitalmarkts in Deutschland sind der General Standard und der Prime Standard der Deutschen Börse. Während Unternehmen, die den General Standard in Anspruch nehmen, ausschließlich die durch die EU-regulierten Rechnungslegungs- und Publizitätsvorschriften zu befolgen haben, sieht die Deutsche Börse für die im Prime Standard notierten Unternehmen weitere Informationspflichten vor. Diese umfassen die quartalsweise Berichterstattung in deutscher und englischer Sprache, die Veröffentlichung eines Unternehmenskalenders, die Durchführung mindestens einer Analystenkonferenz pro Jahr und die Herausgabe von Ad-hoc-Mitteilungen nicht nur in deutscher, sondern auch in englischer Sprache.

Da sich der Begriff der Kapitalmarktorientierung nur auf Unternehmen bezieht, die den organisierten, also den durch die Europäische Union (EU) regulierten Kapitalmarkt in Anspruch nehmen, bleiben Unternehmen, die den Freiverkehr nutzen, zunächst von diesen Regelungen unberührt. Die jeweilige Börse hat damit relativ großen Spielraum bei der Gestaltung von Transparenzanforderungen in den Freiverkehrssegmenten. Dieser Spielraum wird von den Börsen etwa dahingehend genutzt, auch innerhalb des Freiverkehrs unterschiedliche Segmente zu schaffen, die sich hinsichtlich des geforderten Transparenzniveaus unterscheiden. Die Deutsche Börse sieht beispielsweise mit dem Entry Standard ein Segment vor, das sich vom Transparenzniveau her zwischen dem „Open Market“ und dem organisierten Markt bewegt. Es soll gerade kleinen und mittelgroßen Unternehmen, die Möglichkeit bieten, den Kapitalmarkt zu Finanzierungszwecken zu nutzen und dabei durch eine erhöhte Informationsweitergabe eine höhere Visibilität am Kapitalmarkt zu erzielen. Eine Notierung in diesem Segment kann auch als Einstieg in den Kapitalmarkt dienen und Unternehmen die Möglichkeit bieten, sich zunächst an den Kapitalmarkt und die damit verbundene Transparenz zu gewöhnen, bevor es in den regulierten Markt wechselt. Ähnliche Segmente wie die Deutsche Börse mit dem Entry Standard bieten auch andere Börsen, wie das Segment m:access an der Börse München.

Während die Anforderungen in manchen Freiverkehrssegmenten meist nur geringfügig über die gesetzlichen Pflichten für Kapitalgesellschaften hinausgehen, fordern andere Freiverkehrssegmente in mancher Hinsicht eine ähnliche Informationsbereitstellung, wie sie für kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften vorgesehen sind. Dazu gehören in der Regel neben der ohnehin gesetzlich vorgeschriebenen Offenlegung eines testierten Abschlusses und Lageberichts ein Unternehmensportrait und -kalender, die Erstellung eines Zwischenberichts und die Veröffentlichung wesentlicher Unternehmensnachrichten und -tatsachen, die den Börsenpreis beeinflussen könnten. Auf eine Bilanzierung nach IFRS wird jedoch verzichtet. Dies war bei der Einrichtung der Segmente zum Teil ein wesentlicher Aspekt. Man möchte ein Maximum an Transparenz erreichen, ohne die Bilanzierung nach IFRS seitens der Unternehmen zu erzwingen.

„[Das Segment] haben wir extra so gestaltet, dass es ein freiverkehrsbasierendes Segment ist, da reicht ein HGB-Abschluss. Unternehmen, die ein Produkt im Freiverkehr gelistet haben, müssen nicht nach IFRS bilanzieren. Das wäre sonst die Totgeburt für dieses Segment gewesen.“ (Kapitalmarktexperte)

„Wenn bestimmte Börsen ihre Anforderungen mittelstandsgerecht definieren, dann ist das eine Hilfe. Und wenn diese Möglichkeit nicht besteht, dann ist das eine Hürde. ... Die Umstellung auf IFRS ist kein Hexenwerk, aber Sie müssen halt Ihre gesamten Buchhalter dahingehend schulen. Sie haben bestimmte Möglichkeiten nicht mehr, die Sie unter HGB haben. Also, Bewertungen, Rückstellungen usw. werden dort weniger offen gehandhabt.“ (Familienunternehmen)

Dabei wird auch angeführt, dass durch das BilMoG Abschlüsse nach HGB einen höheren Grad an Vergleichbarkeit gegenüber IFRS-Abschlüssen erlangt haben als es unter dem HGB alter Fassung der Fall war. Schließlich war es nicht zuletzt auch Ziel des BilMoG, eine gleichwertige, kostengünstige, aber weniger komplexe Alternative zu den IFRS zu bieten.

„Ich glaube, dass alle anderen Fragen jetzt nach IFRS, BilMoG usw. auf dem Weg sind, soweit vereinheitlicht zu werden, dass die Dinge ganz gut nebeneinanderlegbar sind. Da war sicherlich das HGB nach alter Lesart nicht unbedingt nur förderlich für Kapitalmarktorientierung. Zumindest hat es immer viele Erklärungsbedürfnisse hervorgerufen.“ (Familienunternehmen)

Ein Familienunternehmen, das eine Kapitalmarktnutzung anstrebt, hat also zu entscheiden, welchen Umfang an Transparenzpflichten es in Kauf nehmen möchte, sei es im Freiverkehr oder im organisierten Markt. Diese Bereitschaft hängt natürlich auch vom angestrebten Finanzierungsinstrument ab.

Kapitalmarktexperten sehen in Bezug auf Familienunternehmen in der IFRS-Bilanzierung und der mangelnden Bereitschaft zur Transparenz die zentralen Hürden einer Kapitalmarktfinanzierung. Die Analyse der Aussagen der Familienunternehmen bietet dazu ein differenzierteres Bild. Zwar stehen viele Familienunternehmen IFRS und Transparenz kritisch gegenüber, dies gilt aber häufig vor allem für solche, die eine Kapitalmarktfinanzierung nicht anvisieren. Unternehmen, die eine Kapitalmarktorientierung anstreben oder bereits nutzen, sehen in IFRS-Bilanzierung und Transparenz eher eine Selbstverständlichkeit, zumal sie externes Kapital bei teils ausländischen Investoren aufnehmen. Wieder andere liefern bereits freiwillig ein hohes Maß an Transparenz und haben auf IFRS umgestellt, weil gewisse Faktoren in ihrem Marktumfeld dafür sprechen. Diesen Unternehmen dürfte letztlich auch der Gang an den Kapitalmarkt, etwa zur Aufnahme von Fremdkapital, leichter fallen, weil Kosten für Rechnungslegung und Publizität ohnehin anfallen.

5.1.4 Kapitalmarktinformation

Während im vorangegangenen Kapitel Transparenzpflichten erläutert wurden, die bei Inanspruchnahme des Kapitalmarkts regelmäßig zu leisten sind, widmet sich dieser Abschnitt denjenigen Informations- und Dokumentationspflichten, die zur Aufnahme einer Börsennotierung, der Emission einer Anleihe oder der Ausgabe eines Schuldscheins zu erfüllen sind. Darüber hinaus ist die Informationsweitergabe durch das Unternehmen auf Roadshows, Analystenkonferenzen oder der Hauptversammlung Teil der Ausführungen. Bei der Aufnahme von Fremdkapital über den Kapitalmarkt ist zudem häufig die Einholung eines externen Ratings erforderlich. Das Rating soll den Anleger über die Bonität des Unternehmens informieren und wird daher in diesem Kapitel ebenfalls unter den Aspekt Kapitalmarktinformation subsumiert.

Wird eine Kapitalmarktnutzung in Form von Anleihe oder Börsengang angestrebt, gilt es zunächst, Vorbereitungen für die Prospekterstellung zu treffen. Der Aufwand für die Prospekterstellung ist ein weiterer Faktor, der bei der Entscheidung für oder gegen ein bestimmtes Finanzierungsinstrument eine Rolle spielt. Die Prospektgestaltung richtet sich nach den Vorgaben der EU-Prospektrichtlinie.⁵⁴ In Deutschland wurde die Richtlinie durch das Wertpapierprospektgesetz (WpPG) umgesetzt. Dieses regelt die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot oder bei der Zulassung von Wertpapieren

⁵⁴ Für weitere Informationen zur Richtlinie 2003/71/EG und Richtlinie 2010/73/EU, vgl. die Webseite der Europäischen Kommission unter http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_de.htm.

zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist. Auch Unternehmen, die Aktien oder Anleihen über den Freiverkehr ausgegeben haben, unterliegen der Prospektpflicht.

In Deutschland prüft die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), inwiefern die durch das Gesetz vorgeschriebenen Angaben enthalten und verständlich dargelegt wurden (Vollständigkeitsprüfung). Darüber hinaus wird geprüft, ob die Angaben im Prospekt eindeutig oder widersprüchlich sind (Kohärenzprüfung). Die BaFin betont jedoch, dass sie keine Qualitätsprüfung des Emittenten vornimmt, indem sie etwa die Schlüssigkeit des Geschäftsmodells, eine marktgerechte Verzinsung oder Renditeerwartungen analysiert.⁵⁵ Auch die Börse selbst führt keine Qualitätsprüfung des Emittenten durch, sondern stellt letztlich nur die Handelsplattform zur Verfügung. Angebot und Nachfrage werden durch den Markt geregelt.

„Es muss der Prospekt veröffentlicht sein, die ganzen Rahmendaten, alle Dokumente, so dass der Anleger wirklich die Informationen zur Verfügung hat, die er benötigt. Und es muss letztlich der Investor selber entscheiden. ... Das kann die Börse nach außen schlecht leisten. Wir können nur für einen ordnungsgemäßen Handel und für Transparenz sorgen. Wir können nicht wirklich dafür sorgen, dass die Unternehmen alle gut sind und wir können auch nicht im Regelwerk vermeiden, dass bei einem Unternehmen eine schlechte Entwicklung stattfindet. Das wäre eine falsche Erwartungshaltung an eine Börse.“ (Kapitalmarktexperte)

Eine gewisse Qualitätskontrolle erfolgt im Rahmen der Antragstellung und Platzierung seitens der Emissionsexperten und Banken. Diese haben ein Interesse daran, nicht nur einmalig eine Provision zu erhalten, sondern kapitalmarktfähige Unternehmen zu begleiten und die Investoren beim Kauf der Wertpapiere zu beraten. Nur bei einer Überprüfung der Qualität des Unternehmens und einer entsprechenden Kommunikation können Investorenkontakte langfristig aufrecht erhalten werden. Natürlich können aber auch Banken und Emissionsexperten Marktentwicklungen und Veränderungen im Unternehmen nicht eindeutig vorhersehen. Ähnlich wie bei Anleihen und beim Börsengang hat die arrangierende Bank auch bei der Ausgabe von Schuldscheinen ein Interesse daran, die Anleger nicht durch das Angebot eines „schlechten Produkts“ zu verprellen.

Bei der Nutzung von Schuldscheinen oder dem Aufsetzen syndizierter Kredite ist zwar keine Prospekterstellung nötig, allerdings sind auch diese Finanzierungsformen nicht frei von Dokumentationspflichten. Gleiches gilt für die Ausgabe von Genussrechten. Allgemein gilt: Je komplexer der Vertrag oder die im Prospekt zu regelnden Einzelheiten sind, umso teurer wird die Dokumentation. Finanzierungsformen wie ein Börsengang oder eine Anleihe, die mit einem öffentlichen Angebot einhergehen, sind dabei in der Regel dokumentations- und somit kostenintensiver als Privatplatzierungen. Konsortialkredite zeichnen sich durch eine komplexere Dokumentation aus als ein Schuldscheindarlehen, da aufgrund der häufig zu leistenden Sicherheiten oft umfangreiche Regelungen zu treffen sind. Die Freiräume anderer Fremdkapitalinstrumente werden ge-

⁵⁵ Vgl. BaFin (2010).

genüber den umfassenden Auflagen bei einem Konsortialkredit zwar als großzügiger eingeschätzt, allerdings werden die Anpassungsmöglichkeiten, wenn das Unternehmen in Schwierigkeiten geraten sollte, etwa bei einer Anleiheemission enger eingeschätzt als beim Konsortialkredit.

„Die Freiräume unter einem Bond sind natürlich schon typischerweise größer, großzügiger angelegt. Die Möglichkeit, wenn es denn irgendwann mal trotzdem kneift, etwas zu tun, sind im Bond etwas schwergängiger als im Syndicated Loan.“ (Familienunternehmen)

„Bisher lag unser Hauptaugenmerk darauf, möglichst schlanke Dokumentationen, keine Covenants und möglichst wenig Berichtspflichten zu haben. Daher waren bisher traditionelle, bilaterale Banklinien, syndizierte Kredite und auch Schulscheindarlehen, die ja auch sehr schlank gehen, im Vordergrund gestanden. ... Wir sehen uns aber auch in der Lage, eine Anleihe zu begeben.“ (Familienunternehmen)

Wie schnell und aufwendig die Prospekterstellung oder Schuldscheindokumentation ist, hängt nicht zuletzt auch davon ab, inwiefern die benötigten Informationen bereits im Unternehmen vorhanden oder ob diese noch zu generieren sind. Liegen die benötigten Informationen und der Dokumentationsrahmen bereits vor oder sind Erfahrungswerte vorhanden, können die Prospekterstellung und die daran anknüpfende Kapitalmarkttransaktion relativ schnell durchgeführt werden. Die Prospekterstellung nimmt bei einer Anleiheeremission nach Einschätzung von Kapitalmarktexperten mindestens drei Monate in Anspruch, abhängig von Professionalität und vorhandenem Datenmaterial. Für die Prospekterstellung in Vorbereitung eines Börsengangs veranschlagt die Deutsche Börse ebenfalls einen Zeitraum von etwa drei Monaten, exklusive Prospektübersetzung.⁵⁶ Neben dem Prospekt sind zahlreiche weitere Dokumente wie Unternehmenssatzung oder Handelsregisterauszug bei der jeweiligen Börse einzureichen. Der Zulassungsantrag selbst beträgt hingegen in der Regel nur wenige Seiten.

Bei Kapitalmarkttransaktionen ist stets die Wahl des richtigen Zeitpunkts ein wichtiger Aspekt. Dies gilt auch für die Veröffentlichung des Prospekts. Manche Unternehmen haben gerade als Folge der Krise erstmals in der Unternehmensgeschichte rote Zahlen geschrieben. Für manche kann es sich daher auch anbieten, angesichts der Signalwirkung der Geschäftszahlen mit der Herausgabe eines Prospekts so lange zu warten, bis eine positive Entwicklung absehbar ist.

„Wann gebe ich einen Prospekt für den Börsengang heraus? Nicht gerade dann, wenn die Zahlen das erste Mal in der Unternehmenshistorie rot sind. Da warte ich doch, bis ich wieder den positiven Knick drin habe, damit ... die Bewertungen günstiger sind.“ (Kapitalmarktexperte)

Die gezielte Informationsweitergabe an Investoren, etwa über Roadshows oder Analystenpräsentationen, ist ein weiterer wesentlicher Aspekt, der bei der Vorbereitung einer Kapitalmarkttransaktion zu bedenken ist.

⁵⁶ Vgl. Deutsche Börse (2010b).

Auch hier gilt es seitens der Familienunternehmen zu entscheiden, wie sehr es bereit ist, sich den Fragen von Investoren und Analysten zu stellen. Wichtig ist es, dass die von Investorensseite angefragten Informationen verfügbar sind und dass jemand die Gespräche führt, der in der Kommunikation mit Anlegern erfahren ist.

„Der wichtigste Punkt ist im Prinzip an der Stelle, dass die Unternehmen ... im Finanzierungsbereich wirklich hervorragende Leute haben, die kommunizieren können.“ (Kapitalmarktexperte)

„Im Endeffekt, das Wichtigste ist das Interne, das Controlling. Dass das Unternehmen entsprechend in der Lage ist, die ganzen Fragen der potentiellen Investoren zu beantworten und auch dann auf der Road-Show zu performen, wenn es soweit kommt.“ (Kapitalmarktexperte)

Bei der Ausgabe von Fremdkapital über die Börse sind, sofern das Unternehmen stabil läuft, nach dem Kauf der Anleihe relativ wenig Fragen seitens der Investoren zu erwarten. Hingegen wird bei der Ausgabe von Eigenkapital über die Börse die Mitsprache von Aktionären über die Hauptversammlung zum Unternehmensalltag. Die Hauptversammlung dient der Information und Beschlussfassung über unternehmensbezogene Vorgänge seitens der Aktionäre. Sie stellt neben Vorstand und Aufsichtsrat das dritte Organ einer Aktiengesellschaft (AG) oder einer Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) dar und ist mindestens einmal im Jahr durchzuführen. Während die Organisation und Durchführung der Hauptversammlung bei einer nicht börsennotierten Gesellschaft als gering einzustufen ist, ist diese für eine börsennotierte Gesellschaft mit hohem Aufwand verbunden. Ist der Anteil, der an der Börse gehandelt wird, gering, kann es aus Sicht des Unternehmens fragwürdig sein, inwiefern sich hierbei Kosten und Nutzen in einem angemessenem Verhältnis gegenüber stehen.

„Dadurch, dass wir mit immer mehr sinkenden Anteilen an der Börse waren, standen Kosten und Nutzen in keinem Verhältnis mehr zueinander. Man muss aufpassen, was man sagt und immer rechtzeitig Ad-hoc-Mitteilungen herausgeben und nicht irgendwen vorab informieren. Das passt unserer Meinung nach nicht zum Leben eines Familienunternehmens, dass man sich immer von Externen reinreden lässt. Auch die Hauptversammlungen waren vom Kosten-Nutzen-Verhältnis ein Heidenaufwand für wenig.“ (Familienunternehmen)

Darüber hinaus kann es einzelfallabhängig sein, inwiefern Aktionäre versuchen, Einfluss auf die Unternehmenspolitik nehmen und wie störend Fragen auf der Hauptversammlung seitens der Familie empfunden werden.

„Das war dann bei der Hauptversammlung, die jedem Beteiligten ewig in Erinnerung bleiben wird, wo wirklich alles gefragt wurde, zum Teil auch unter der Gürtellinie. Aber das sind dann wahrscheinlich die räuberischen Aktionäre, die man nicht mit dem normalen Börsenleben vergleichen darf.“ (Familienunternehmen)

Ein wichtiger Aspekt bei börsennotierten Familienunternehmen ist, dass der Vorstand die Interessen verschiedener Aktionärsgruppen berücksichtigen muss. Je nach Aktionärsstruktur gilt es die Interessen der Fa-

milie, von kurzfristig und längerfristig orientierten Investoren sowie von Kleinaktionären und institutionellen Investoren in Einklang zu bringen. Unterschiedliche Aktionärsgruppen haben dabei auch unterschiedliche Bedürfnisse im Hinblick auf die Gestaltung von Kapitalmarktinformationen.

„Wir haben auch eine unterschiedliche Risikoneigung bei den Aktionärsgruppen zu sehen. ... Es gibt institutionelle Investoren, die natürlich auch eine Wertsteigerung des Unternehmens über einen gewissen Zeitraum erwarten. Die Familienaktionäre haben das Thema Wertsteigerung des Unternehmens nicht als oberste Priorität. ... Langfristigkeit, Dividende etc. hat einen höheren Stellenwert als der Wert der Aktie und der Wert des Unternehmens, wie er sich an der Börse darstellt.“ (Familienunternehmen)

Einige Unternehmen, die in den frühen 1990er Jahren an die Börse gegangen sind, haben lediglich Vorzugsaktien, aber keine Stammaktien emittiert, um den Kontrollerhalt durch die Familie zu sichern.

„Es ist schon relativ sauber, dass es dann eben Stammaktien gibt, die sind auch noch alle gepoolt. Und dann gibt es auch einen Poolvorstand, einen Gesellschafterausschuss, der sich eine Meinung bildet und der dann direkt und natürlich auch indirekt über Mitglieder im Aufsichtsrat diese dann einspielt ins Unternehmen. Man weiß dann, dass das wirklich auch das Interesse der Haupteigentümer ist und das ist eine relativ saubere Angelegenheit.“ (Familienunternehmen)

Während Schuldscheine häufig im nationalen Raum platziert werden, wird bei Anleihe und Börsennotierung ein internationales Publikum angesprochen. Gerade angelsächsische Investoren sind dabei häufig wenig mit den Besonderheiten deutscher Familienunternehmen vertraut. Bewertet werden das Geschäftsmodell und das Management. Ein Familienunternehmer aus den Gesprächen bringt dies mit dem Ausspruch „Geld schaut nicht nach der Eigentümerstruktur“ zum Ausdruck. Die Tatsache, dass die Familie Hauptaktionär ist, kann seitens angelsächsischer Investoren dahingehend Bedenken schüren, dass die Familie z.B. durch überhöhte Dividendenzahlungen oder Verkauf der Anteile willkürlich Kapital aus dem Unternehmen abschöpfen könnte. Eine Art Selbstverpflichtung seitens der Familie, wie sie von einem Familienunternehmen vorgeschlagen wird, das bereits über Erfahrung mit Anleihen verfügt, kann an dieser Stelle hilfreich sein.

„Der angelsächsische Raum ist kapitalmarktgeprägt. ... Da können sich die Gesellschafter hinsetzen und komplett alle Liquidität herausholen und die Gläubiger bleiben alle zurück. Das ist so ein Grundszenario, was bei angelsächsischen Investoren immer mitschwingt: Dieses der Willkür des Familienunternehmers ausgeliefert sein. ... Wir haben das dann in unserer Family Governance gelöst, indem wir da niedergelegt haben, dass wir nur maximal 25% unseres Jahresüberschusses ausschütten und keine Sonderausschüttung machen, im Sinne einer Selbstverpflichtung.“ (Familienunternehmen)

„In der Familie könnte der Hauptgesellschafter verkaufen. Da haben Sie immer dieses Thema Event Risk. Da sind die Angelsachsen sehr sensibel und da haben Sie sofort Change-Of-Control- und Kündigungsklauseln in der Dokumentation drin.“ (Familienunternehmen)

Während aus Sicht von Familienunternehmen bei einer Börsennotierung die Mitsprache von Aktionären eine große Hürde darstellen kann, ist auf der Fremdkapitalseite vor allem in der Einholung eines Ratings ein nicht zu unterschätzendes Hindernis zu sehen. Bei der Diskussion um die Einholung eines Ratings ist zwischen dem bankinternen Rating und einem externen Rating, welches das Unternehmen bei einer Ratingagentur in Auftrag gibt, zu unterscheiden.

Das Bankrating wird von der kreditgebenden Bank auf Basis einer Bonitätsanalyse des Unternehmens bestimmt. Im Rahmen dieses Prüfungsprozesses gilt es eine Einschätzung darüber zu gewinnen, inwiefern das Unternehmen in der Lage ist, die geschuldete Kreditsumme und die Zinszahlungen zu leisten und mit welchen Sicherheiten der Kredit gegebenenfalls besichert werden sollte. Das Bankrating sowie die Ausgestaltung und Besicherung des Kredits bestimmen die Konditionen, zu denen das Unternehmen Fremdkapital bei der Bank aufnehmen kann.

Für den Kapitalmarkt ist in erster Linie ein externes Rating von Bedeutung. Bei einem externen Rating wird die Bonitätsprüfung in Auftrag gegeben und von einer Ratingagentur durchgeführt. Die bekanntesten international tätigen Ratingagenturen sind Standard & Poor's, Moody's und Fitch. In Deutschland sind beispielsweise die Unternehmen Creditreform Rating AG, Euler Hermes Rating GmbH und Coface Rating GmbH tätig. Das externe Rating unterstützt Kapitalmarktinvestoren bei der Investitionsentscheidung und soll eine einheitliche Vergleichsbasis schaffen. Die Kosten für ein Rating sind unterschiedlich und hängen von der Komplexität des Ratingprozesses ab und davon, ob bereits ein Rating durchgeführt wurde. Ein Erstrating der Creditreform Rating AG kostet beispielsweise zwischen 15.000 € und 30.000 €, ein Folgerating ist etwa 25% günstiger.⁵⁷ Beim Rating hängt die Schnelligkeit des Prozesses davon ab, inwiefern die benötigten Informationen bereits zur Verfügung stehen. Ein Rating-Prozess ist aber stets zeitintensiv und dürfte über ein halbes Jahr in Anspruch nehmen.

In der aktuellen Marktphase hat es jedoch auch eine Vielzahl ungerateter Anleiheemissionen gegeben. Voraussetzung für die Durchführung von ungerateten Anleihen sind aber meist ein sehr bekannter Name oder eine Börsennotierung. Die Einsparung des Ratings kann im ersten Schritt eine Kostenersparnis mit sich bringen, könnte jedoch seitens des Markts auch mit einem Risikoaufschlag bestraft werden. Ob ein Preisabschlag vorgenommen wird, hängt sicherlich nicht zuletzt auch davon ab, welche Bedeutung der Markt einem Rating beimisst. Inwiefern eine Anleihe ohne Rating begeben werden kann, wird unterschiedlich gesehen. Während die einen ein Rating für Unternehmen im Non-Investment-Grade-Bereich für unabdingbar halten, halten es andere für durchaus möglich, obgleich in diesem Fall mit erhöhten Transparenz- und Publizitätsanforderungen zu rechnen ist. Bei einem bereits im regulierten Markt notierten Unternehmen kann in Einzelfällen etwa auf ein Rating verzichtet werden, da dieses Unternehmen aufgrund der Notierung – anders als ein privat gehaltenes Unternehmen – bereits ein hohes Maß an Transparenz aufweist und am Kapitalmarkt bekannt ist.

⁵⁷ Vgl. Beier (2009).

Dieser Ratio folgt beispielsweise das Mittelstandssegment Bondm und verzichtet bei börsennotierten Unternehmen auf die Einholung eines Ratings. Von dieser Regelung haben sowohl die Dürr AG als auch Air Berlin plc Gebrauch gemacht.

„Als börsennotiertes Unternehmen habe ich natürlich den Vorteil, dass ich schon sehr bekannt bin, dass es Analysten, Research, Reports, Medienberichtserstattung, Informationen gibt. ... Diese Transparenz - und das sind im Grunde genommen Transaktionskosten - gilt es, so früh wie möglich herzustellen. Wir hatten gerade einmal ein Dreivierteljahr Zeit, um die hohen Mauern, die wir hatten, langsam mit Licht zu durchbrechen. Das ist für einen möglichen Investor notwendig, um die Transaktionskosten auch besser einschätzen zu können.“ (Familienunternehmen)

Für die Ausgabe von Schuldscheinen oder Genussrechten ist die Einreichung eines Ratings in der Regel nicht erforderlich. Sie kann aber hilfreich sein. Liegt kein Rating vor, ist es möglich, dass der Verwaltungs- und Erklärungsaufwand insgesamt höher ist.

Ob die Einholung eines Ratings für das Unternehmen sinnvoll ist, hängt auch davon ab, wie häufig das Unternehmen plant, Kapital über Anleihen oder Schuldscheine aufzunehmen. Ein Rating lohnt sich vor allem dann, wenn die Inanspruchnahme des Kapitalmarkts auf der Fremdkapitalseite eine wesentliche Finanzierungssäule des Unternehmens darstellt. Die Einholung eines Ratings beeinflusst auch den Investorenkreis. So gibt es seitens bestimmter institutioneller Investoren, wie Versicherungen oder Pensionskassen, Vorschriften, die regeln, dass zu einem Mindestanteil oder ausschließlich in Unternehmen mit einem bestimmten Rating investiert werden darf.

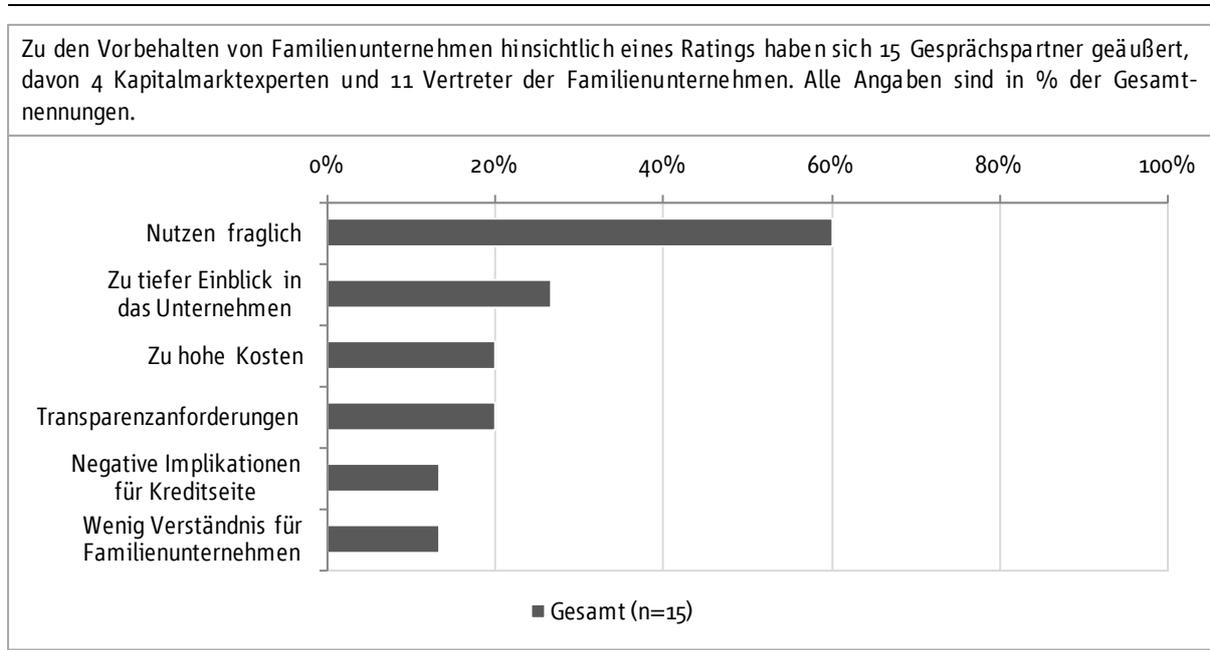
„[Ob ein Rating benötigt wird,] kommt darauf an, über welches Produkt wir reden. Reden wir über Equity, natürlich gar nicht. Reden wir über Genussscheine, auch nicht. Schuldscheindarlehen, auch nicht. Bei Anleihen in manchen Marktphasen Nein und in anderen Ja. Das ist einfach so. Es gibt Phasen, da ist der Kapitalmarkt so ansprechbar, dass man auch ungeratete Anleihen platzieren kann. Es ist aber nicht die Regel. Das passiert in einer Fünf-Jahres-Periode vielleicht ... einmal pro Jahr. Es funktioniert aber auch nicht für jeden. Es gibt Anforderungen an die Größe und an die Ausgestaltung der Anleihe.“ (Kapitalmarktexperte)

„Es geht auch ohne Rating. Aber das sind dann aus meiner persönlichen Perspektive eher merkwürdige Entscheidungen. Da erkennt jemand einen Namen oder sagt, das ist genau die Branche, die nirgendwo anders ist, die mache ich jetzt. Das ist nicht systematisch übertragbar.“ (Kapitalmarktexperte)

„Im Anleihebereich ist es so, dass dort für Unternehmen im Investment-Grade-Bereich sicherlich ein Rating hilfreich ist bei der Optimierung der Terms, sprich: Laufzeiten, Pricing, Volumina. ... Aber jetzt in dieser, nennen wir sie mal Post-Lehman-Krise hat sich gezeigt, dass sich Anleihen ungeratet auch gut platzieren lassen.“ (Kapitalmarktexperte)

Aus welchen Gründen Familienunternehmen einem Rating kritisch gegenüber stehen, wird in Abbildung 14 zusammengefasst und nachfolgend erläutert.

Abbildung 14: Vorbehalte von Familienunternehmen gegenüber einem Rating



Quelle: Eigene Darstellung

Angesichts der Tatsache, dass in der Vergangenheit eine ganze Reihe ungerateter Anleiheemissionen beobachtbar war und die US-amerikanischen Ratingagenturen in Folge der Finanzkrise stark kritisiert wurden, stellen viele Familienunternehmen den Nutzen eines Ratings in Frage. Die meisten verfügen über ein bankinternes Rating und denken, das eigene Unternehmen selbst gut einschätzen zu können. Einem Rating durch angelsächsische Ratingagenturen stehen allerdings nicht nur die Familienunternehmen, sondern auch die Kapitalmarktexperten kritisch gegenüber. Selbst wenn ein Rating vorliegt, sollten Banken und Anleger nicht auf eigene Analysen verzichten.

„Wir müssen uns in Summe lösen von der Gläubigkeit an Ratingagenturen. Jeder Investor, egal, ob es eine Bank, ein Fonds oder eine Versicherung ist, muss die eigenen Analysekapazitäten hochfahren. ... Ein externes Rating kann nur eine Erstorientierung sein und die eigene Entscheidung muss man eben selbst und erwachsen und mutig treffen. Es kann auch dazu führen, dass ein Unternehmen, das nicht geratet ist, gekauft wird.“ (Kapitalmarktexperte)

„Die schauen am Ende des Tages an einigen Stellen zu genau hin, an anderen Stellen schauen sie wieder gar nicht hin und da, wo die richtigen Probleme sind, da haben sie in der Regel nicht hingesehen. ... Also, ich spreche jetzt nicht über DAX-Konzerne, die brauchen das Rating, aber wenn man über unsere Größenordnung nachdenkt, ist das fraglich. ... Und die Investoren vertrauen auch den Ratingagenturen nicht, ansonsten würden die Unrated Bonds nämlich nicht so laufen, wie sie laufen.“ (Familienunternehmen)

Familienunternehmen, die bereits einen Rating-Prozess hinter sich gebracht haben, gestehen dem Rating aber durchaus auch positive Aspekte zu. So kann ein Rating dem Unternehmen auch als objektivierender Spiegel dienen, der für bestimmte Kennzahlen sensibilisiert. Möglicherweise hängt die Wahrnehmung der Ratingagentur auch davon ab, wie positiv das Unternehmen am Ende bewertet wurde. Ein Familienunternehmen führt sogar an, ohne die Notwendigkeit einer Finanzierung ein Rating von Standard & Poor's über einige Jahre für interne Zwecke eingeholt zu haben, um eine Einschätzung des Unternehmens von außen zu bekommen.

„Wir hatten ein Rating von Standard & Poor's. Es war ein Investment Grade, ... aber wir hatten es in der Schublade. Wir haben das im Prinzip nur gemacht, um uns selber den Spiegel vorzuhalten und zu erfahren, wie sehen uns andere. Das haben wir ein paar Jahre gemacht und dann ist uns das zu blöd geworden, weil es auch keine Zusatzerkenntnisse für uns gab. Weil wir selber wussten, was die Parameter dieser Ratings sind und ich denke, wir können unser Rating einigermaßen selber einschätzen.“ (Familienunternehmen)

„Wir haben eben auch für das Rating Hausaufgaben gemacht, das sorgfältig vorbereitet, versucht, handwerkliche Fehler zu vermeiden und uns da sauber beraten lassen. Daher ist das bis jetzt sehr gut aufgegangen.“ (Familienunternehmen)

„Man bespricht sich mit den Ratingagenturen und das sind Experten. Für uns war das sehr hilfreich in der internen Kommunikation mit unseren operativen Bereichen, weil das Rating nicht nur auf reinen Betriebsergebnisgrößen liegt, sondern auch auf Dingen wie Profitabilität, Liquiditätsgenerierungsfähigkeit, Working Capital Management, also Cash-Flow-Größen, aber auch auf prozentualen Größen bezüglich Profitabilität im Vergleich zu rein absoluten Betriebsergebnisgrößen. Das war schon kulturell eine Weiterentwicklung aus Finanzsicht und ein wichtiger Impulsgeber.“ (Familienunternehmen)

Einer der Hauptgründe, warum Familienunternehmen ein Rating scheuen, ist nicht nur, dass aufwendige Reporting-Strukturen eingeführt werden müssen, um die nötige Transparenz zu schaffen. Viele der Familienunternehmen, die Rating nicht als objektivierenden Spiegel sehen, empfinden es als störend, wenn Vertreter der Ratingagenturen im Unternehmen präsent sind und dadurch tiefgehende Einblicke in das Unternehmen bekommen, tiefer als es möglicherweise zur Erstellung des Ratings notwendig und seitens des Familienunternehmens gewünscht ist.

„Wenn ich mir jemanden reinhole, der mich ratet, dann hab ich Leute hier bei mir drin, die erst einmal wirklich alles umdrehen. Die Frage ist halt, ob der Informationsgehalt, den ich dann am Ende herausgebe, ob das dann für die Banken und andere ... so viel bringt.“ (Familienunternehmen)

„Rating wäre ein No Go. Das würde die Familie nicht mitmachen und auch der Verwaltungsrat nicht. Darüber haben wir gesprochen. Die Ratingagenturen, die bekommen einen tiefen Einblick ins Unternehmen und das will man zurzeit nicht. Man sagt auch, wir haben das nicht nötig.“ (Familienunternehmen)

Angesichts der hohen emotionalen Verbundenheit der Familie mit dem Unternehmen wird die Bewertung des Unternehmens durch die Ratingagentur in manchen Fällen durch die Familie auch als persönliche Bewertung gewertet. Der Stolz der Familie kann dann ebenfalls zur Ablehnung eines Ratings führen. Wird dann das Kapital zur Weiterentwicklung des Unternehmens benötigt, kann eine solche Geisteshaltung aus Sicht von Kapitalmarktexperten das Unternehmen jedoch auch in Schwierigkeiten bringen.

„Was ich persönlich insbesondere an dem Thema Rating sehe, dass viele da auch eine gewisse Ignoranz und Arroganz an den Tag legen ... und das dann auch unterschätzen. Die sagen dann oft: Ja gut, das bekommen wir schon hin. Wir haben so ein tolles Standing, so tolle Brands und das Rating machen wir dann.“ (Kapitalmarktexperte)

Ein Rating wird aber häufig auch abgelehnt, weil den angelsächsischen Ratingagenturen wenig Verständnis für deutsche Familienunternehmen zugestanden wird. Europäische Ratingagenturen könnten hier zu einer höheren Akzeptanz des Ratings seitens der Familienunternehmen führen und ihnen somit die Kapitalmarktnutzung erleichtern.

„Ich glaube, das ist jetzt auch ein wichtiger Schritt, dass wir jetzt mal mit Euler Hermes diese erste deutsche zertifizierte Rating Agentur haben. Die hilft vielleicht auch den mittelgroßen Unternehmen, den Gang an den Kapitalmarkt zu erleichtern. Denn es ist nicht jeder nur ein Milliardenunternehmen und geht zu Standard & Poor's. Das schafft auch Transparenz. Man gibt Wissen bereit und hat die Rating Agentur dann sozusagen als Multiplikator und kann darauf verweisen. ... Das ist deutsch und das ist nicht amerikanisch beeinflusst. Die akzeptiert vielleicht dann auch von der Ratinggüte her, dass Unternehmen kleiner sind, aber vielleicht doch ein tolles Geschäftsmodell haben. Ja klar, wenn Sie klein sind, kriegen Sie oft nur CCC. Das heißt, Sie sind innerhalb von fünf Jahren ein Konkursfall. Das ist ja bei den wenigsten Unternehmen wirklich der Fall.“ (Familienunternehmen)

Obleich deutsche Ratingagenturen wie die Euler Hermes Rating GmbH bei internationalen Transaktionen auf wenig Akzeptanz stoßen dürften, werden sie häufig bei der Emission von Genussscheinen und Mittelstandsanleihen beauftragt und könnten künftig auch bei Emissionen im Euroraum eine zentrale Rolle spielen.

„Wir haben ein nicht-internationales, nicht-angelsächsisches, standardisiertes Rating von Hermes. Das ist eine kleine Agentur, die sich auf deutsche Namen spezialisiert hat. Die kommen aus den Genussrechtsemissionen. ... Für Bondemissionen, die internationale Standards haben, ist das Hermes-Rating nicht aussagekräftig bzw. nicht relevant.“ (Familienunternehmen)

„Für uns ist es nicht notwendig, eine Anleihe jederzeit, an jedem Ort der Erde gleichzeitig platzieren zu können, was sicherlich ohne ein Rating nicht möglich wäre. Uns reicht es, wenn wir in Euroland oder bei sachkundigen Investoren in den USA unsere Instrumente platzieren können.“ (Familienunternehmen)

Mangelndes Verständnis durch angelsächsische Ratingagenturen führt auch zur Befürchtung, ein schlechteres Rating zu bekommen als das, was das interne Bankrating vorsieht. Dadurch könnten sich für das Unternehmen durch das externe Rating negative Implikationen für das eigene Bankrating ergeben, wenn die Bank das Unternehmen herunterstuft.

„Viele Unternehmen haben damit Probleme, weil das ja auch durchaus Implikationen auf die Kreditseite mit sich bringen kann, wenn ein Rating besteht. Gerade wenn das vielleicht nicht so gut ausfällt, wie das die externen Bankpartner sehen. ... Also, von daher muss man schon sehr genau abwägen, macht man es, macht man es nicht. Zahle ich lieber ein paar Basispunkte mehr auf ein Kapitalmarktprodukt und schone dafür meine Kreditbeziehungen. Das kann eine ganz unterschiedliche Motivation mit sich bringen.“ (Kapitalmarktexperte)

Ein weiterer Punkt, der bei der Aufnahme von Fremdkapital über den Kapitalmarkt im Hinblick auf die Kapitalmarktkommunikation zu bedenken ist, ist, dass zwar bei der Einholung des Ratings, der Prospekterstellung und der Durchführung von Roadshows in hohem Maße Informationen preisgegeben werden müssen, während der Laufzeit von den Anlegern jedoch – abgesehen von den regulären Publizitätspflichten – wenig Informationen gefordert werden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass auch die Banken häufig ein hohes Maß an Transparenz durch die Unternehmen fordern.

„Wenn es gut läuft, dann legen die das Ding unter das Kopfkissen und holen es wieder raus, wenn es fällig ist.“ (Familienunternehmen)

„Bei einem Bond haben Sie am Anfang vielleicht durch das Rating so eine Beurteilung, aber wenn Sie das vermeiden können, dann machen Sie Ihre Roadshow und dann erzählen Sie den Fremdkapitalinvestoren ein bisschen was über die Publizität, ... aber das ist alles ungefährlich. Während wenn Sie eine Bank haben, die kommt zu Jahresgesprächen und Halbjahresgesprächen. Und wenn die Zahlen ein bisschen schlechter sind, dann kommen die an mit Leichenbitterterminen und sagen, sie machen sich Sorgen. Die Sorgen sehen dann so aus, dass sie noch mehr wissen wollen über das Unternehmen oder vielleicht noch ein paar mehr Sicherheiten haben wollen. ... Und dann sind sie auch teilweise nicht so berechenbar in ihren Entscheidungen.“ (Familienunternehmen)

5.1.5 Interne Organisation

Die interne Organisation des Unternehmens schafft zentrale Voraussetzungen, um als Unternehmen den Anforderungen des Kapitalmarkts entsprechen zu können. Dazu können neben der Erweiterung von Abteilungen wie Finanzen, Rechnungslegung und Controlling oder der Rechtsabteilung auch die Wahl einer bestimmten Rechtsform sowie der Aufbau klarer Corporate-Governance-Strukturen und das Einsetzen eines kapitalmarkterfahrenen Managers gehören. Welche Anforderungen an die Ausgestaltung der internen Organisation und einzelner Abteilungen gestellt werden, hängt erneut von der Wahl des Finanzierungsinstruments und des Marktsegments ab.

Die Rechtsform bietet den Rahmen für die interne Organisation in Bezug auf die im Unternehmen vorhandenen Unternehmensgremien und die Stellung der Gesellschafter. Während bei der Emission von Eigenkapitaltiteln an der Börse die Rechtsform einer Aktiengesellschaft (AG), Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) oder Societas Europaea (SE) gegeben sein muss, sind bei der Ausgabe von Fremdkapitaltiteln über die Börse grundsätzlich alle Rechtsformen erlaubt. Zwar sind gesetzlich keine Beschränkungen in der Rechtsform vorgesehen, die Rechtsform könnte aber bei der Ansprache von internationalen Investoren eine Rolle spielen, die nicht unbedingt mit den Spezifika deutscher Rechtsformen vertraut sind. Diese könnten ihnen nicht bekannten Rechtsformen skeptisch gegenüberstehen.

„Im angelsächsischen Raum, muss man ehrlicherweise sagen, gibt es noch eine große Grundskepsis: ... Hier habe ich einen deutschen GmbH-Konzern, da können sich die Gesellschafter hinsetzen und komplett alle Liquidität herausholen. ... Da schützen die Kapitalmarktregeln einer AG eben einen solchen Investor besser als das normale GmbH-Recht.“ (Familienunternehmen)

Das Aufsetzen klarer Corporate-Governance-Strukturen und deren Kommunikation an Investoren ist ein weiterer wichtiger Aspekt im Hinblick auf die Kapitalmarktfähigkeit des Unternehmens. Einige Familienunternehmen verfügen über verschachtelte Organisationsstrukturen, die durch Investoren nur schwer nachvollziehbar sind. Ein weiterer Aspekt, der gerade im Hinblick auf die Corporate-Governance-Struktur von Familienunternehmen relevant ist, ist, dass es seitens der Investoren Bedenken geben könnte, das Unternehmen hinge allein vom Willen und Handeln einer einzelnen Person ab.

„Sie müssen sich eine klare Governance-Struktur geben. Das war bei uns ein ganz wichtiger Punkt. Das haben wir auch immer am Anfang unserer Präsentation bei Investoren gesagt: Wir sind organisiert wie eine deutsche Aktiengesellschaft: ... Mit Aufsichtsrat und Vorstand. Der Vorstand ist komplett unabhängig. Die Familie hat den Einfluss bis hierhin. Das ist die Leitlinie der Familie. Das hat geholfen. ... Wir haben keinen Einzelnen Irren. Der mag in der letzten Zeit ja gut gewesen sein, aber der kann ja morgen irre werden. Es gibt nicht nur einen Einzelnen, der plötzlich, weil er keine Ahnung was hat, das ganze Unternehmen mit wegrißt. ... Das ist tödlich. Weil, wenn der weg ist, was dann? Das kann ich nur ganz deutlich sagen: Regeln Sie das alles. Regeln Sie Nachfolge, regeln Sie Governance-Strukturen, regeln Sie Geschäftsführung, regeln Sie Entscheidungsprozesse. Und zwar sauber. So dass Sie sie kommunizieren können, auf einem Blatt Papier.“ (Familienunternehmen)

Darüber hinaus sollte es unabhängig vom Instrument stets eine Person geben, die in der Verantwortung für das Vorantreiben der Kapitalmarktfinanzierung steht. Diese Person sollte, wenn die Entscheidung zur Kapitalmarktnutzung einmal getroffen ist, auch die Rückendeckung der Familie bei der Durchführung haben und autonom agieren können, so dass der Finanzverantwortliche den Kapitalgebern gegenüber klar als Ansprechpartner auftreten kann. In manchen Familienunternehmen gibt es mitunter gar keine Person, die eindeutig für das Ressort Finanzierung verantwortlich ist. Eine solche Verantwortlichkeit ist letztlich spätestens dann zu schaffen, wenn über eine Kapitalmarktlösung, sei es nun Schuldschein, Anleihe oder sogar Börsengang, nachgedacht wird.

„Da haben wir eine Handvoll Klienten aktuell, wo es darum geht, die über die nächsten zwei Jahre kapitalmarktfähig zu machen. Und das geht natürlich primär um das Ressort des Finanzvorstands. Zum einen geht es in der Regel auch darum, zu sehen, ist ein Finanzvorstand oder so was Ähnliches überhaupt vorhanden. Das sind ja manchmal so Gemischtwarenläden, wo Sie einen Geschäftsführer haben oder noch einen kaufmännischen Geschäftsführer, aber das Ressort, das wir jetzt als die Zuständigkeit des Finanzvorstands sehen, das ist manchmal noch so ein bisschen optimierungsbedürftig.“ (Kapitalmarktexperte)

Auch wenn das Familienunternehmen zunächst in seiner aktuellen Lage keine Kapitalmarktnutzung in Erwägung zieht, führen einige Finanzverantwortliche in Familienunternehmen an, sich bereits mit der Möglichkeit der Kapitalmarktnutzung und den potentiellen Konsequenzen auseinandergesetzt zu haben. Dies dient dem Zweck, bei einem konkreten Anlass die Gesellschafter über die potentiellen Konsequenzen einer Kapitalmarktnutzung informieren zu können. Zu solchen Anlässen könnten eine interessante Akquisition gehören, für deren Finanzierung der Kapitalmarkt in Frage käme, oder Überlegungen, bestehende Finanzierungen abzulösen. Auch die Börsen berichten, dass Informationsangebote zum Thema Kapitalmarktfinanzierung aktuell auf starkes Interesse stoßen. Kapitalmarktfinanzierung dann tatsächlich zu nutzen, ist jedoch ein ganz anderer Schritt.

Schließt das Familienunternehmen eine Kapitalmarktnutzung nicht aus, bringt der Einsatz eines erfahrenen Finanzvorstands, sei es als Dauer- oder Übergangslösung, einen hohen Mehrwert, indem er wertvolles Wissen einbringt und strukturelle Veränderungen anstößt, die das Unternehmen Schritt für Schritt zu einem kapitalmarktfähigen Unternehmen machen. Hier kann ein Stück weit zwar auch eine Corporate-Finance-Beratung unterstützen, letztlich braucht es aber immer ein „Zugpferd“ im Unternehmen. Die Strukturen, die eine Kapitalmarktnutzung erlauben, müssen stets im Unternehmen selbst etabliert werden.

„Ich selbst würde sagen, dass ich keinen Finanzvorstand einstellen würde, weil ich als Familienunternehmen keinen Dritten im Vorstand haben möchte. Interimsmanager würde ich reinnehmen. Davon gibt es heute auch einige gute Leute. Und dann nehme ich mir einen Manager auf Zeit rein für 6, 12, 18 Monate. ... Dann brauchen Sie immer noch ein Beratungsunternehmen, das Ihnen hilft. Und Sie müssen die Prozesse im Unternehmen umstellen.“ (Familienunternehmen)

Strukturelle Veränderungen im Unternehmen auf dem Weg zur Kapitalmarktfähigkeit beziehen sich letztlich auch auf den Ausbau von Abteilungen, die die Bereiche Finanzen und Treasury, Rechnungslegung und Controlling sowie Investor Relations und Kommunikation betreuen. Auch für die Informationsbereitstellung auf Roadshows sind ausreichend Ressourcen zur Verfügung zu stellen. Die betreffenden Abteilungen sind in Familienunternehmen jedoch häufig nur minimal besetzt. Einige der Finanzverantwortlichen in Familienunternehmen betreuen zusätzlich noch Bereiche wie Rechnungswesen, Controlling, Steuern und Recht oder stehen außerdem noch an der Spitze eines bestimmten Geschäftsbereichs.

„Oft ist es erstaunlich bei Familienunternehmen, auch bei großen Unternehmen, mit wie wenig Personal die eine Finanzabteilung, also die Treasury-Abteilung, managen.“ (Kapitalmarktexperte)

„Im Moment sind es leider nur zwei. ... Da können Sie sich vorstellen, da kann man keine großen Umtriebe machen. Wenn man da ein Private Placement macht, mit einer kleinen Roadshow in den USA, da ist man erst mal für ein Monat lahmgelegt.“ (Familienunternehmen)

Gerade der Etablierung von Reporting-Strukturen wird seitens der Gesprächspartner hohe Bedeutung beigemessen. Zusätzliche Informations- und Dokumentationspflichten machen daher eine Erweiterung der Abteilungen unabdingbar. Gerade die Dokumentationspflichten wie die Prospekterstellung erfordern auch die personelle Stärkung der Rechtsabteilung. Ebenso wichtig ist es, Finanzverantwortliche im Unternehmen zu haben, die eine klare Kommunikationsstrategie verfolgen und dazu auch auf die Unterstützung einer Kommunikations- oder Investor-Relations-Abteilung zurückgreifen können. Je nachdem, ob die benötigten Strukturen bereits im Unternehmen vorhanden sind oder ob diese noch aufgebaut werden müssen, kann eine Kapitalmarkttransaktion relativ schnell vonstattengehen oder einen recht langen Zeitraum in Anspruch nehmen. Dies trifft nicht nur für den Börsengang, sondern auch für die Aufnahme von Fremdkapital über die Börse zu, für die häufig auch ein Rating erforderlich ist.

Schuldscheindarlehen unterliegen vertraglichen Regelungen, so dass das Maß der zusätzlichen Informationsbereitstellung je nach Ausgestaltung der Transaktion variiert. Zur Durchführung einer Schuldscheintransaktion sind jedoch deutlich weniger Ressourcen nötig, um Information und Dokumentation erfüllen zu können, als bei einer Anleihe.

„Man muss wieder nach der Art des Kapitalmarktprodukts unterscheiden. Bei einem Börsengang z.B. ist ein gutes Controlling und Reporting extrem wichtig, da man eine Quartalsberichterstattung herausgeben muss. Bei einer Anleihe hängt das ganz stark davon ab, was gefordert ist.“ (Kapitalmarktexperte)

Die verfügbaren Ressourcen hängen eng mit der Unternehmensgröße zusammen. Die meisten großen Familienunternehmen verfügen bereits angesichts ihrer Größe über ein professionelles Reportingsystem, allerdings scheint es auch dort Ausnahmen zu geben.

„Im Investment-Grade-Bereich mit Umsätzen zwischen 500 Mio. € und 1 Mrd. € macht es sehr viel aus, wie man in diesem Bereich aufgestellt ist. Auf der anderen Seite geht es jedoch nicht, dass Unternehmen 1 Mrd. € Umsatz machen und dann so aufgestellt sind, dass die Finanzabteilung aus zwei Leuten besteht, die im Schuhkarton Belege sammeln. Solche Unternehmen sind in der Regel schon so aufgestellt, dass sie die Kapitalmarktfähigkeit erfüllen.“ (Kapitalmarktexperte)

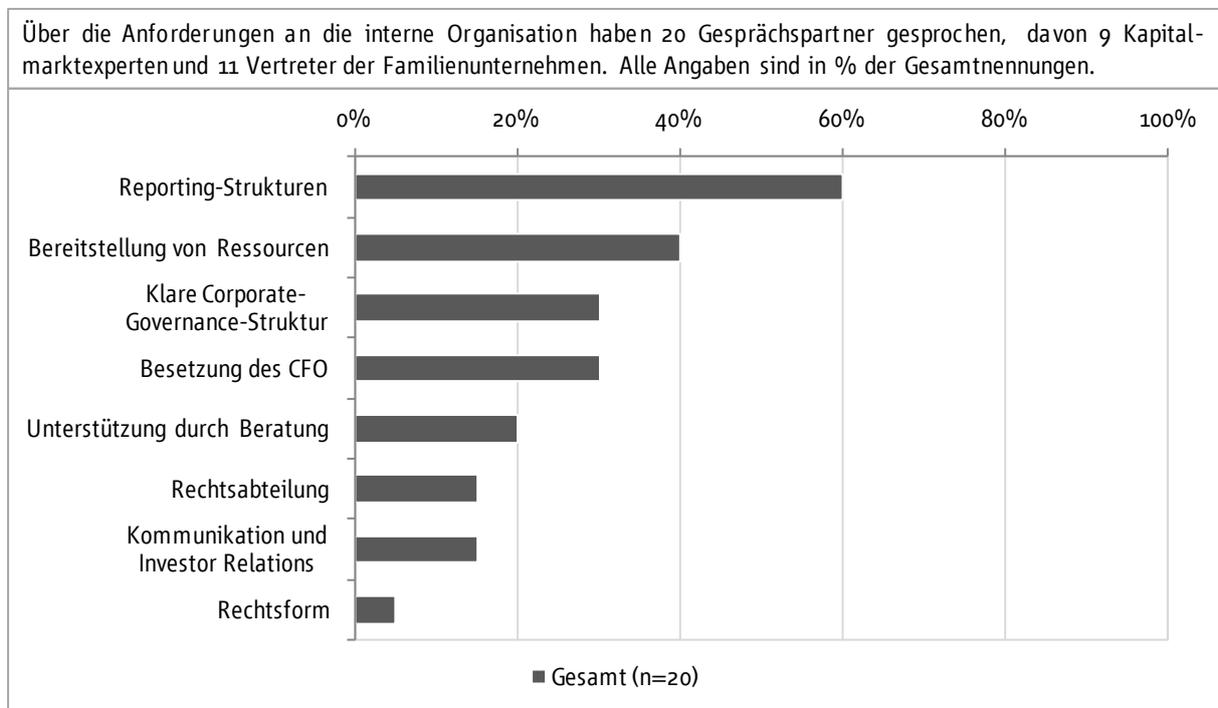
„Man sollte davon ausgehen, dass die großen Unternehmen so professionell geführt und gemanagt sind, dass das Reporting und die Rechnungslegungsgrundsätze sowieso keine Hindernisse mehr darstellen. ... Dass das nicht immer der Fall ist, sehen wir auch. Aber eigentlich muss man das mal voraussetzen, vor allem wenn man sich mit dem Gedanken einer Kapitalmarktnutzung beschäftigt.“ (Kapitalmarktexperte)

Für kleinere Unternehmen kann es sich anbieten, Corporate-Finance-Beratungen für die Durchführung des Prozesses zu engagieren, wenn die nötigen Ressourcen im Unternehmen nicht vorhanden sind. Es dürfte jedoch teurer sein, Leistungen einzukaufen, als diese bereits im Unternehmen vorzuhalten. Der Aufbau personeller Ressourcen im Unternehmen ist jedoch zeitintensiv. Ob er sich lohnt, hängt nicht zuletzt davon ab, ob die Kapitalmarktfinanzierung für das Unternehmen eine langfristige Finanzierungssäule oder eine einmalige Ausnahme darstellt. Beratungen können den Unternehmen helfen, bei der ersten Transaktion Expertise im Unternehmen aufzubauen, auf die dann in späteren Transaktionen zurückgegriffen werden kann. Letztlich ergeben sich auch Skaleneffekte. Für ein großes Unternehmen ist der Aufbau von Reporting und ähnlichen Strukturen natürlich proportional weniger aufwendig als für ein kleineres Unternehmen.

„Es kommt immer darauf an: ist es ein kleines oder ein großes Unternehmen? Wie sind die Ressourcen intern verteilt oder überhaupt vorhanden? Ein kleines Unternehmen hat oft nicht die Ressourcen, so dass die mehr auf externe Berater abstellen müssen und das dauert dann auch länger. Bei den Kosten, beim Finanzierungsvolumen, beim Marktsegment, da kommt es bei allen angesprochenen Punkten drauf an, wie groß das Unternehmen ist und wie groß dann im Endeffekt das Volumen ist.“ (Kapitalmarktexperte)

Abbildung 15 zeigt, wie wichtig die Gesprächspartner verschiedene Dimensionen der internen Organisationsstruktur halten.

Abbildung 15: Anforderungen an die interne Organisation



Quelle: Eigene Darstellung

Dabei wird ersichtlich, dass die meisten Gesprächspartner der Etablierung von Reporting-Strukturen eine hohe Bedeutung einräumen. Darüber hinaus ist es wichtig, ausreichend Ressourcen im Unternehmen vorzuhalten, um die Erfordernisse einer potentiellen Kapitalmarktnutzung abdecken zu können. Der Aufbau einer Rechtsabteilung und Stärkung der Abteilung Unternehmenskommunikation sind Teil der Ressourcen, die im Unternehmen neben den Abteilungen benötigt werden, die Rechnungslegung und Publizität betreuen. Eng verzahnt ist die Schaffung klar kommunizierbarer Corporate-Governance-Strukturen mit der Unterstützung durch einen erfahrenen Finanzverantwortlichen im Unternehmen. Dabei scheint es vor allem wichtig zu sein, eine treibende Kraft im Unternehmen zu haben, die auch als direkter Ansprechpartner gegenüber Investoren fungiert. Fehlt dieser Person die nötige Erfahrung, kann auch eine Corporate-Finance-Beratung den Vorbereitungsprozess unterstützen. Dies dürfte vor allem für kleinere Unternehmen wichtig sein, da die großen Familienunternehmen mehrheitlich bereits über die notwendigen Strukturen verfügen. Die Rechtsform wird nur von einem der Gesprächspartner als zu beachtender Aspekt genannt. Dies muss nicht heißen, dass diese aus Sicht der anderen Gesprächspartner nur eine untergeordnete Rolle spielt. Eher ist zu erwarten, dass diese vorausgesetzt oder unter den Punkt klarer Corporate-Governance-Strukturen subsumiert wird.

5.2 Prüfung der Kapitalmarktfähigkeit

Bevor ein Familienunternehmen sich für oder gegen eine Kapitalmarktfinanzierung entscheidet, ist es sinnvoll, die Vor- und Nachteile der einzelnen Finanzierungsinstrumente zu kennen. Zudem muss analysiert werden, welche notwendigen Voraussetzungen das Familienunternehmens bereits erfüllt und in welchen Bereichen Handlungsbedarf besteht. Die Analyse gibt Aufschluss über die nächsten Schritte und daher auch die einzuplanenden Vorbereitungszeit. Abbildung 16 zeigt die Einflussfaktoren, die für die Kapitalmarktfähigkeit eines Unternehmens eine Rolle spielen. Dabei wird zwischen grundlegenden Faktoren, Transparenz und der Nachfrage von Investoren unterschieden. Alle drei Aspekte sind für die Nutzung des Kapitalmarkts relevant: Grundlegende Voraussetzungen, wie die richtige Rechtsform, die Ausgestaltung des Instruments oder die grundsätzliche Bereitschaft des Unternehmens zur Kapitalmarktnutzung, müssen ebenso erfüllt sein wie Voraussetzungen, um Transparenz zu schaffen und Nachfrage bei den Investoren zu generieren. Faktoren, die einen Einfluss auf die Transparenz des Unternehmens haben sind: die Kommunikation, das Reporting und die Bilanzierung. Diese hängen wiederum von der internen Organisation, den Handlungen des Managements, den gesetzlichen Vorgaben und dem Marktsegment ab. Die Nachfrage der Investoren ist eine Funktion verschiedener Faktoren: der Liquidität eines Instruments, die wiederum durch das Emissionsvolumen und die Größe des Unternehmens bestimmt wird, dem Rating, welches die Bonität des Unternehmens und die Besicherung des Instruments ausdrückt, den Wachstumsaussichten und dem Bekanntheitsgrad des Unternehmens, die von dem Marktumfeld und der Branche abhängen, und der Corporate Governance des Unternehmens.

Die Checkliste in Abbildung 16 fasst die relevanten Fragen in Bezug auf diese Einflussfaktoren zusammen und kann den Verantwortlichen im Familienunternehmen als Orientierungshilfe in der Vorbereitungsphase dienen.

Abbildung 16: Checkliste zur Kapitalmarktfähigkeit

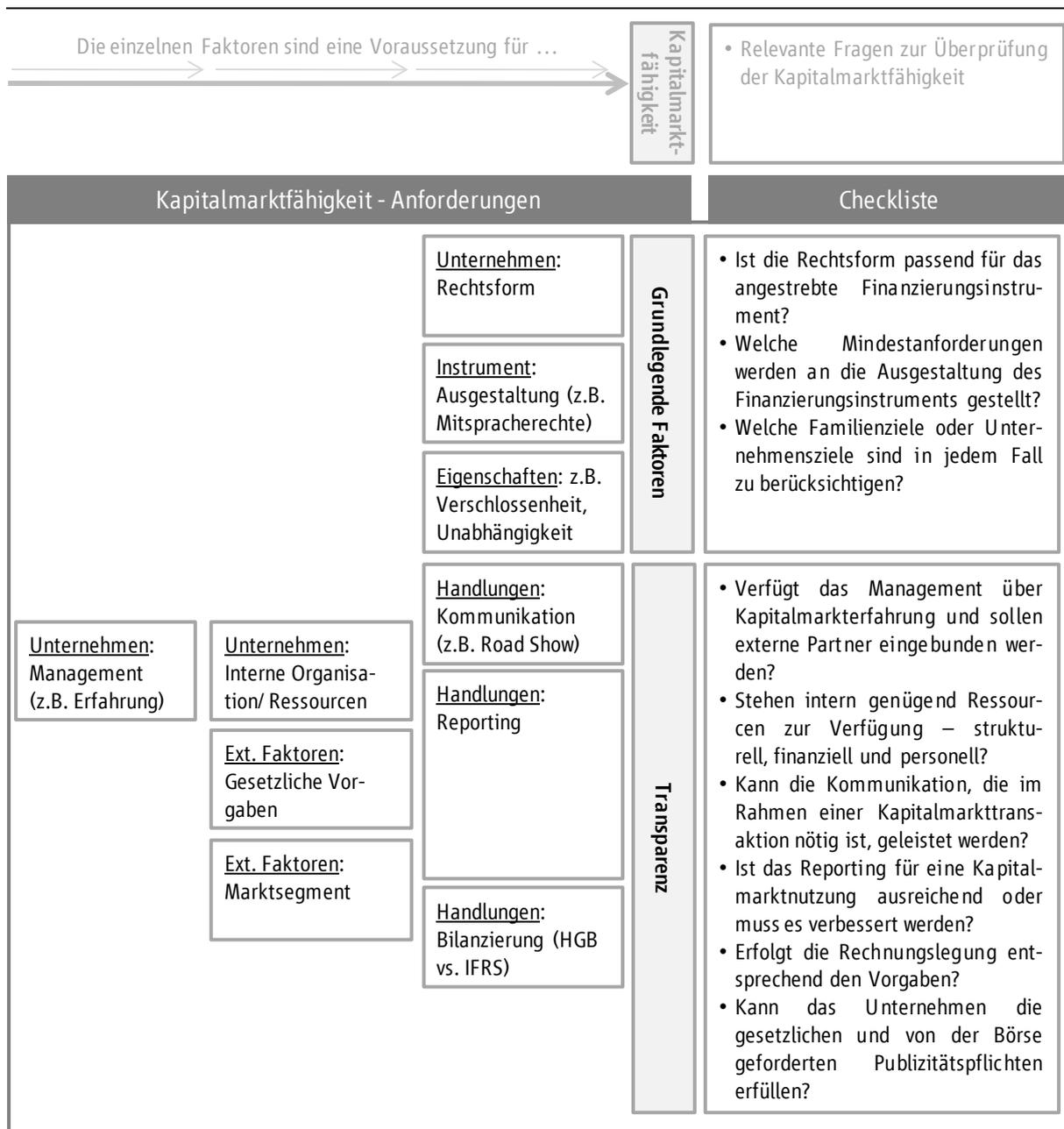


Abbildung 16: Checkliste zur Kapitalmarktfähigkeit (Fortsetzung)

Kapitalmarktfähigkeit - Anforderungen			Checkliste
<u>Unternehmen:</u> Größe des Unternehmens	<u>Instrument:</u> Emissionsvolumen	<u>Instrument:</u> Liquidität	<ul style="list-style-type: none"> • Ist das Unternehmens groß genug für eine Kapitalmarkttransaktion? • Besteht ein entsprechend hoher Finanzierungsbedarf, so dass das Mindestemissionsvolumen erreicht wird und eine gewisse Liquidität am Markt sichergestellt wird? • Wie wird die Bonität des Unternehmens am Markt eingeschätzt? Welche Besicherung kann und möchte das Unternehmen stellen? • Ist ein Rating notwendig oder gewünscht? Und ist das Unternehmen dazu bereit? • Wie ist das aktuelle Marktumfeld und welche Konditionen sind zu realisieren? • Wie sind die Wachstumsaussichten der Branche/ des Unternehmens? • Hat das Unternehmen einen bekannten Namen? • Wie ist die Corporate Governance und wie wird diese vom Kapitalmarkt bewertet?
<u>Instrument:</u> Besicherung/ Covenants	<u>Unternehmen:</u> Bonität	<u>Ext. Faktoren:</u> Rating	
	<u>Ext. Faktoren:</u> Marktumfeld	<u>Unternehmen:</u> Wachstumsaus- sichten	
	<u>Unternehmen:</u> Industrie/ Branche	<u>Unternehmen:</u> Bekannter Name	
		<u>Unternehmen:</u> Corporate Gover- nance	

Nachfrage von Investoren

Quelle: Eigene Darstellung

5.3 Entscheidungsprozess

5.3.1 Einflussfaktoren auf den Entscheidungsprozess

Der Einfluss der Familie auf strategische Entscheidungen innerhalb des Familienunternehmens ist nicht zu unterschätzen. Die Interviews zeigen, dass die Gesellschafter in aller Regel in wichtige strategische Unternehmensentscheidungen einbezogen sind. Die Stärke und Form des Familieneinflusses unterscheiden sich jedoch mitunter. Wie in Kapitel 2.3.2 dargestellt, finden sich innerhalb der Stichprobe verschiedene Konstellationen im Hinblick auf die Einflussmöglichkeiten der Eigentümerfamilie. Häufig sind ein oder mehrere Mitglieder der Familie in der Geschäftsleitung vertreten und üben über diesen Posten einen direkten Einfluss aus. In anderen Unternehmen nimmt die Familie lediglich über ihre Kontrollfunktion im Aufsichtsgremium Einfluss auf unternehmenspolitische Entscheidungen. Gerade in privat gehaltenen Familienunternehmen ist jedoch nicht selten zu beobachten, dass die jüngere Generation in der Geschäftsführung aktiv ist, während die ältere Generation beratend über das Aufsichtsgremium auf Entscheidungen einwirkt.

Abbildung 17: Entscheidungsprozess zur Nutzung einer Kapitalmarktfinanzierung



Quelle: Eigene Darstellung

Unabhängig davon, ob es sich um Kapitalmarktexperten oder Vertreter des Familienunternehmens handelt, gehen die meisten Gesprächspartner davon aus, dass die letztendliche Entscheidung für eine Kapitalmarktfinanzierung von der Gesellschafterfamilie getroffen oder zumindest beeinflusst wird. Die Familie ist dabei aber in wenigen Fällen der direkte Ansprechpartner. Meist besteht der Kontakt zwischen den Kapitalmarktexperten und dem Familienunternehmen über den Finanzverantwortlichen, der in großen Familienunternehmen eher selten durch die Familie selbst gestellt wird. In vielen Unternehmen spielt auch das beratende oder kontrollierende Gremium, etwa ein Beirat, Aufsichtsrat oder Gesellschafterausschuss, bei der Entscheidung für eine bestimmte Finanzierungsform eine Rolle. Der Entscheidungsprozess ist insofern komplex, als dass alle bzw. ein Großteil der involvierten Parteien einer Entscheidung für eine Kapitalmarktfinanzierung zustimmen müssen.

„Der Hauptansprechpartner ist zunächst die Finanzabteilung und dort der Leiter Finanzen. ... Und dann ist es eben immer so, dass die letzte Instanz die Eigentümer sind. Teilweise haben Sie auch mit Beiräten zu tun, die auch überzeugt werden müssen. Das funktioniert immer ganz gut, wenn Sie wissen, dass im Beirat auch Leute aus Unternehmen sitzen, die das schon gemacht haben.“ (Kapitalmarktexperte)

„Das geht meistens dann über den Chief Executive Officer (CEO) und Chief Financial Officer (CFO), wobei bei Familienunternehmen ist das schon noch oft so, dass die sich sehr, sehr eng mit der Familie, die entweder im Beirat oder im Aufsichtsrat sitzt, abstimmen. Also wir haben faktisch meistens die Konstellation, dass wir ein erstes Gespräch mit dem CEO und CFO haben und in einem zweiten Gespräch die Familie häufig dann mit am Tisch sitzt und wir nochmal die Handlungsalternativen erläutern.“ (Kapitalmarktexperte)

Der Finanzvorstand oder Leiter Finanzen hat im Unternehmen eine Expertenfunktion bezüglich Fragen der Finanzierung und ist in dieser Funktion für die Familie der Ansprechpartner, wenn es um die Kapitalmarktfinanzierung geht. Auch wenn es von Seiten der Familie bestimmte Präferenzen gibt und diese letztendlich die Entscheidung beeinflussen, ist es Aufgabe des Finanzverantwortlichen, die Entscheidungsgrundlagen zur Verfügung zu stellen.

„Die Familie spielt dahingehend eine Rolle, dass sie die Strategie bezüglich des Geschäftsmodells vorgibt, letztendlich auch über den Gesellschafterausschuss. ... Bei Finanzierungen, die Teil des laufenden Geschäfts sind, da erstellen wir von der zentralen Finanzabteilung Vorschläge. Wenn es um normale Darlehen geht, die durchaus zweistellige Millionenbeträge haben können, wird die Familie auch informiert. Aber die Ausgestaltung, die findet hier auf Ebene der Finanzabteilung statt.“ (Familienunternehmen)

„Wir haben Aufgaben und in dem Zusammenhang machen wir ganz konkrete Vorschläge, wie wir es machen würden. In einem bestimmten Rahmen bin ich der Letztentscheider. ... Und wenn das über bestimmte Grenzen hinaus geht, dann ist klar, dass da bei uns, wie in anderen Familienunternehmen auch, natürlich die Eigentümer selbst das letzte Wort haben.“ (Familienunternehmen)

„Im Zweifelsfall, wenn so etwas anstünde, müsste ich mich auch rechtfertigen und erklären können, warum ich eben nicht denke, dass eine Anleihe oder ein Schuldschein das Richtige ist. Das ist dann auch meine Aufgabe, das dem Gesellschafter oder hier dem Vorstand zu erklären. Und dazu muss ich mich mit dem Thema beschäftigen. Da kann ich nicht von vornherein sagen: Wollen wir nicht.“ (Familienunternehmen)

Die Familie kann in verschiedenen Funktionen im Unternehmen tätig oder mit dem Unternehmen verbunden sein. Jedoch scheint der Einfluss bei bedeutenden Finanzierungsentscheidungen in allen Konstellationen hoch zu sein.

„Die meisten Familienunternehmen haben aufgrund der Größe des Unternehmens ein familienfremdes Management, aber Sie haben natürlich den Einfluss der Familie. Da ist der Familienunternehmer im Gesellschafterausschuss oder in der Tat der Vorstandsvorsitzende oder im Aufsichtsrat, je nachdem wie das organisiert ist. Aber Sie spüren den Durchgriff der Familienunternehmer.“ (Kapitalmarktexperte)

„Die Familie spielt eine Rolle, wenn größere strategische Dinge im Gesellschafterausschuss vorgestellt und diskutiert werden.“ (Familienunternehmen)

In einem Familienunternehmen ist eine grundlegende strategische Entscheidung natürlich nicht ohne die Familie zu treffen und um eine erfolgreiche Umsetzung der Maßnahmen, die für eine Kapitalmarktfinanzierung notwendig sind, zu garantieren, ist der Rückhalt der Familie unersetzlich.

„Das wäre nicht möglich gewesen, ohne auch die Unterstützung der Gesellschafter sicher zu haben, die ja im Grunde einen sehr weiten Weg zurücklegen mussten. Von einer Situation, in der neben dem Hauptbuchhalter nur der Hauptgesellschafter die Zahlen kannte, zu einer Situation, in der wir unsere IFRS-Rechnungslegung einem relativ breiten Publikum offenlegen.“ (Familienunternehmen)

Dieser Durchgriff gilt in der Regel jedoch nur für die strategische Entscheidung und der Einfluss der Familie zieht sich, es sei denn ein Familienmitglied ist als CFO oder einer anderen finanzverantwortlichen Position im Unternehmen tätig, nicht bis in die operative Ebene und die tatsächliche Umsetzung durch. In manchen Unternehmen gibt es eine klare, von der Familie vorgegebene Finanzierungsrichtlinie, durch die beispielsweise die Aufnahme von externem Eigenkapital über einen Börsengang ausgeschlossen ist. Der Leiter Finanzen muss in diesem Fall aufgrund der klaren Vorgaben keine weitere Abstimmung mehr mit der Familie vornehmen. Dennoch ist auch in diesem Fall die Entscheidung von der Familie beeinflusst, auch wenn dieser Einfluss in den Einzelentscheidungen nicht immer wieder aufs Neue bekräftigt wird. Ähnlich ist die Situation, wenn zwar einzelne Finanzierungsquellen, zumindest auf der Fremdkapitalseite, nicht kategorisch ausgeschlossen werden, aber von der Familie dennoch konkrete Finanzierungsleitlinien, etwa in Bezug auf Mindesteigenkapitalquoten, aufgestellt werden. Im Rahmen dieser festgelegten Grenzen können der Finanzvorstand und die Finanzabteilung dann ihre Finanzierung eigenständig planen.

„Der Gesellschafterausschuss hat uns finanzpolitische Leitplanken gesetzt, z.B. die Eigenkapitalquote, welche wir regelmäßig einhalten müssen. Sie orientieren sich in ihrer Ausprägung relativ nahe an Dingen, die auch Standard & Poor's und Moody's nutzt, also die Frage der Rückzahlungsfähigkeit von Fremdkapital aus dem Cash-Flow heraus etc. Diese Leitplanken halten wir regelmäßig ein und berichten auch laufend darüber. Sie sind also Grundlage bei den konkreten Finanzierungsentscheidungen.“ (Familienunternehmen)

Aufgrund dieser Komplexität und der Vielzahl an involvierten Personen kann der Entscheidungsprozess unter Umständen länger dauern als bei einem Nicht-Familienunternehmen, bei dem die Zuständigkeiten klar verteilt sind und die Gesellschafter oder Aktionäre in diese Fragen nicht einbezogen werden.

„Zunächst ist es einfach so, dass der interne Prozess im Unternehmen, die Entscheidung für eine Kapitalmarktnutzung zu bekommen, mitunter sehr schwer, steinig und langwierig ist. Wir haben teilweise den Treasurer auf unserer Seite und geben ihm Material an die Hand, damit er zum Familienpatriarchen geht.“ (Kapitalmarktexperte)

Allerdings sind im Gegensatz zu Nicht-Familienunternehmen gerade in privat gehaltenen Unternehmen die Entscheidungswege zwischen den leitenden Mitarbeitern und der Unternehmerfamilie häufig sehr kurz. Dies ist möglich, da auf eine Abstimmung von Entscheidungen in der Hauptversammlung verzichtet werden kann. Obgleich der Entscheidungsprozess aufgrund des Abwägens der Vor- und Nachteile eine gewisse Zeit in Anspruch nehmen kann, kann die Umsetzung, wenn man sich für eine Kapitalmarkttransaktion entschieden hat, sehr schnell und mit allen Konsequenzen durchgeführt werden. Kurze und schnelle Entscheidungswege stellen daher in einer Situation, in der die Entscheidung für eine Kapitalmarktfinanzierung bereits getroffen wurde, einen Vorteil von Familienunternehmen bei der Umsetzung der dann notwendigen Prozesse dar.

„Wir sind natürlich wahnsinnig schnell in Entscheidungen. Auch in gravierenden strategischen Entscheidungen. Etwa 60% des Eigenkapitals sitzen hier jeden Mittag beim Mittagessen zusammen. Das heißt, ich bin als Finanzchef in der Lage, innerhalb von zwei Tagen oder sogar innerhalb eines Nachmittags eine qualifizierte Mehrheit von Eigentümern in die Firma zu bekommen, um entscheidungsfähig zu sein. Das ist ein unglaublicher Vorteil.“ (Familienunternehmen)

Da die Entscheidung für oder gegen eine Kapitalmarktnutzung auch immer mit den persönlichen Präferenzen im Hinblick auf Transparenz und Offenlegung zu tun hat, kann eine Änderung in der grundsätzlichen Entscheidung durch personelle Veränderungen hervorgerufen werden. Hier werden zwei mögliche Fälle von den Gesprächspartnern genannt. Zum einen kann die jüngere Generation im Familienunternehmen die führende Rolle als Mitglied der Unternehmensleitung oder als Gesellschafter übernehmen und mit neuen Ansichten bisherige Entscheidungen in Frage stellen. Zum anderen kann ein neuer Mitarbeiter in führender Position tätig werden, der bereits Erfahrungen mit der Kapitalmarktnutzung sammeln konnte. Dieses Wissen kann eine neue Einschätzung der Situation herbeiführen. Dabei kann es sich um ein Mitglied der Familie oder um einen familienexternen Mitarbeiter des Unternehmens handeln.

„Das ist eine Sache, die kommt vom Kopf, das sind Emotionen. Wenn ich bei uns jetzt den Senior-Chef nehme, der jetzt schon gut 75 ist, das ist eine ganz andere Unternehmergegeneration. Das ist sein Unternehmen. Da hat ein anderer nicht rein zu regieren. ... Das mag bei der nächsten Generation schon wieder ganz anders sein.“ (Familienunternehmen)

Hilfreich bei der Entscheidung für ein bestimmtes Vorgehen kann auch immer ein Referenzpunkt sein, d.h. ein anderes Unternehmen, welches eine ähnliche Situation bereits erlebt hat, oder eine Person, die eine solche Transaktion schon einmal durchgeführt hat (vgl. Kapitel 5.3.2). Auch innerhalb des Unternehmens können neben den Finanzverantwortlichen, die die Leitung eines solchen Prozesses innehaben, weitere Ansprechpartner eine wichtige Rolle spielen. Hierzu zählen etwa Personen, die im Aufsichtsgremium tätig sind und aus anderen Unternehmen oder durch eigene Erfahrungen über Expertenwissen in diesem Bereich ver-

fügen. Auch der Austausch mit anderen Interessensgruppen kann bei der Entscheidung für oder gegen eine bestimmte Finanzierungsform hilfreich sein.

„Die haben interessanterweise auch Aufsichtsräte oder Beiräte, auch ohne Kapitalmarktorientierung. Das ist dann mehr ein Expertengremium, wo sich die Geschäftsführung auch manchmal unterstützt sieht. Das finde ich, ehrlich gesagt, auch ganz vernünftig, solange das nicht so ein Postengetummel, sondern wirklich sinnvoll besetzt ist.“ (Kapitalmarktexperte)

„Dieser ständige Dialog, den wir natürlich mit Aktionären und anderen Stakeholdern haben, der sorgt für Transparenz, der sorgt für Offenheit, die sich dann auch wiederum in der Unternehmenskultur widerspiegelt. Auch mit dem Aufsichtsrat und unseren Gremien haben wir ein sehr gutes Verhältnis. Es ist natürlich ein relativ kleiner Aufsichtsrat, aber dieser Austausch mit den Gremien und auch dieser Austausch mit den Stakeholdern, der bringt das Unternehmen nach vorne. Da haben wir sehr positive Erfahrungen.“ (Familienunternehmen)

Für viele Familienunternehmen, die bisher mit dem Kapitalmarkt keine oder wenig Erfahrung sammeln konnten, ist die Umstellung der Finanzierungsstruktur mit neuen Aufgaben und Themen verbunden, die erst einmal erfasst werden müssen. Dieser Adaptionsprozess ist aus Sicht der Kapitalmarktexperten nicht immer ganz einfach für die Verantwortlichen innerhalb des Unternehmens. Insbesondere scheinen die von Investoren eingeforderten Informationen ein wichtiger Faktor zu sein.

„Was ich oft sehe, ist, dass Finanzvorstände oder die Geschäftsführung auf einmal mit ganz anderen Themen hinsichtlich des Kapitalmarkts konfrontiert sind. ... Die stehen im Gegensatz zur mittelständisch geprägten Finanzierungsstruktur, die man vorher hatte. Vorher ging man zum Banker und der gab einem das Geld. Am Kapitalmarkt gibt es nun Leute, die ganz kritische Fragen stellen.“ (Kapitalmarktexperte)

5.3.2 Informationssuche

Familienunternehmen, die sich mit der Möglichkeit einer Kapitalmarktfinanzierung befassen, müssen im Vorfeld die zur Entscheidung notwendigen Informationen zusammentragen. Diese Informationssuche kann über verschiedene Wege erfolgen. Dieses Kapitel gibt einen Überblick über die in den Interviews genannten Informationsquellen.

Ein klassischer Weg der Informationssuche geht über Fachzeitschriften, Publikationen der Kapitalmarktexperten und Berichte der Finanzverantwortlichen in Familienunternehmen, die ihre Erfahrungen zu bestimmten Themen veröffentlichen. Zielgerichtete und detaillierte Informationen zur Kapitalmarktfinanzierung werden in der Regel über die Banken und über die jeweiligen Finanzberater angeboten. Diese informieren zu den Möglichkeiten der Aufnahme finanzieller Mittel über den Kapitalmarkt, zu den verschiedenen Produkten und zu den Voraussetzungen für die Durchführung einer Kapitalmarkttransaktion. Zudem werden Veranstaltungen zum allgemeinen Thema Kapitalmarktnutzung oder zu speziellen Aspekten dieses Themengebiets angeboten. Die Veranstaltungen reichen von großen, einem breiten Publikum zugänglichen Veranstaltungen, wie dem Eigenkapitalforum der Deutschen Börse, bis hin zu kleineren, geschlossenen Veranstaltungen.

tungen, bei denen in kleinen Gruppen der Austausch zwischen Familienunternehmen, aber auch zwischen Kapitalmarktexperten und den Unternehmen möglich ist. Manche Kapitalmarktexperten versuchen auch gezielt, Unternehmen, die bereits Erfahrungen auf dem Kapitalmarkt sammeln konnten, mit anderen Familienunternehmen zusammenzubringen, die diesen Schritt bisher nicht bereit waren zu gehen, aber Informationen aus neutraler Quelle suchen.

„Was sich hier enorm bewährt, ist der Austausch von Familienunternehmen mit erfolgreicher Kapitalmarktfinanzierung hin zu einem Unternehmen, welches sich gerade mit der Frage beschäftigt. Also, die Referenzthematik.“ (Kapitalmarktexperte)

In Vereinigungen, wie beispielsweise dem Verband Deutscher Treasurer e.V., finden Unternehmen eine Plattform, um diese Themen zu diskutieren. Daneben wurden auch die Industrie- und Handelskammern genannt, die zu Themen der Finanzierung Informationsveranstaltungen anbieten. Zudem gibt es nach Angaben einiger Gesprächspartner auch weitere informelle Zusammenschlüsse, in denen von den Verantwortlichen in den Unternehmen Expertenwissen ausgetauscht wird.

„Teilweise gibt es, und das habe ich meist als sehr positiv empfunden, in den Regionen auch informelle Zusammenschlüsse von Finanzlern aus Unternehmen, die sich dort austauschen. Das sind sehr effiziente Gruppierungen.“ (Kapitalmarktexperte)

„Da können Sie sich auch vertraulich austauschen, was früher in dem Umfeld und in dem Umfang wahrscheinlich nicht funktioniert hat. ... Dieses Forum habe ich als insgesamt positiv erlebt, weil Sie eben für sich sind. Statt im eigenen Saft zu kochen oder irgendwelche tollen Consultants zu speziellen Fragen zu holen, habe ich zum Teil dadurch Dinge auf relativ einfache Weise lösen können. Ich habe einfach andere Unternehmen gefragt: Wie macht ihr das denn? Dazu muss man das Rad nicht jedes Mal neu erfinden.“ (Familienunternehmen)

Es scheint jedoch, dass für die Suche nach Informationen auch entsprechende Ressourcen zur Verfügung gestellt werden müssen. Nicht alle Unternehmen sehen, dass ein Austausch zwischen den Unternehmen stattfindet. Dies mag daran liegen, dass der Austausch regional oder in dem jeweiligen Fachgebiet eher eingeschränkt ist oder aber das Unternehmen noch nicht den richtigen Zugang gefunden hat.

„Wenn ich mal ehrlich bin, findet das nur begrenzt statt. Also zumindest ich persönlich habe da weniger die Erfahrung.“ (Familienunternehmen)

Sicherlich gibt es auch je nach Fortschritt der Überlegungen unterschiedliche Ansprechpartner. Während Corporate-Finance-Beratungen bei der Analyse der Kapitalstruktur helfen und einen Überblick über die zur Verfügung stehenden Produkten geben können, ist es für die Umsetzung der Transaktion wichtig, einen Partner zu haben, der nah am Markt agiert und daher auch bei der Bestimmung des Timings und der Preissetzung beraten kann.

„Ein Großteil der Information wird sicherlich über die Banken selber sein, also über die Präsentationen. Teilweise haben die Unternehmen auch Berater, also unabhängige Berater, teilweise auch Bankberater, je nachdem, in was für einer Phase sie gerade sind.“ (Kapitalmarktexperte)

5.3.3 Zusammenarbeit mit Partnern

Bei der Auswahl der Partner haben Familienunternehmen bestimmte Vorstellungen, wie die Beziehung aussehen soll und die Kapitalmarktpartner kennen diese in der Regel auch. Familienunternehmen wünschen sich eine strategische Partnerschaft, eine langfristig angelegte Beziehung und fordern ein Verständnis für ihr Unternehmen ein. Im Gegenzug bieten sie ihren Partnern ein hohes Maß an Transparenz und Informationen und sind unter Umständen auch bereit, höhere Kosten für eine passgenaue Dienstleistung zu tragen.

Familienunternehmen erwarten eine nachhaltige Zusammenarbeit mit Kapitalmarktpartnern und legen Wert auf eine vertrauensvolle Beziehung. Dazu gehören für viele Gesprächspartner auch die Pflege der Beziehung und der persönliche Kontakt zum Kapitalmarktpartner. Auch wenn einzelne Partner Ansprechpartner für Teilaspekte einer Transaktion sind, erwarten Familienunternehmen neben der Zusammenarbeit bei der Durchführung einer Kapitalmarkttransaktion auch eine Begleitung bei den Vor- und Nachbereitungen.

„Die erwarten also die gleichen Werte, die sie auch selbst haben: Langfristigkeit, Nachhaltigkeit, kurze, flache Hierarchien.“ (Kapitalmarktexperte)

„Das ist nicht das Transaction Banking, das englische oder amerikanische Modell, also irgendwelche Deals machen, sondern ich denke schon an eine langfristige und nachhaltige Partnerschaft - die fordern wir auch ein.“ (Familienunternehmen)

In enger Verbindung zu dem Aspekt der langfristigen Zusammenarbeit steht, dass Familienunternehmen von ihren Kapitalmarktpartnern erwarten, dass diese ihr Geschäftsmodell und ihre Werte verstehen. Entsprechend sollen Lösungen angeboten werden, die zum Unternehmen passen. Manche Gesprächspartner kritisieren, dass insbesondere Banken häufig zu stark auf Produkte fokussiert sind, die sie im Rahmen des Vertriebsprozesses verkaufen sollen. Für Familienunternehmen scheint es andersherum auch wichtig zu sein, den Kapitalmarktpartner zu verstehen und einschätzen zu können.

„Die Banken müssen ihrerseits dann auch uns verstehen, wie wir funktionieren.“ (Familienunternehmen)

„Einfach auch dieser Aspekt, dass man weiß, mit wem man es zu tun hat, dass man die Partner einschätzen kann.“ (Familienunternehmen)

Im Rahmen der Zusammenarbeit machen Familienunternehmen ihren Partnern Informationsangebote, die als notwendige Voraussetzung gesehen werden. Familienunternehmen gelten tendenziell als verschlossen (vgl. Kapitel 3.1). Gegenüber den Kapitalmarktpartnern, die sie bei der Finanzierung unterstützen, müssen sie sich öffnen. Dazu sind sie auch bereit, sofern sie die Notwendigkeit im Hinblick auf die Finanzierungszwecken anerkennen. In diesem Fall informieren Familienunternehmen ihre Partner intensiv und ausführlich.

„Wir unterrichten unsere Banken quartalsmäßig. Also wie an der Börse, wenn Sie so wollen, bekommen die von uns Quartalszahlen.“ (Familienunternehmen)

Eine intensive Beratung kann einen hohen Ressourceneinsatz der Kapitalmarktpartner fordern. Familienunternehmen erkennen den Wert einer gelungenen Zusammenarbeit an und sind bereit, höhere Kosten zu tragen, wenn der Partner ihre Anforderungen erfüllt und eine langfristige Partnerschaft besteht.

„Ich würde nicht immer unbedingt die billigste Finanzierung nehmen, sondern strategisch überlegen, wer meine Bankpartner sind.“ (Familienunternehmen)

Einige Aspekte werden von Familienunternehmen als potentielle Schwierigkeiten in der Beziehung zu den Kapitalmarktpartnern ausgemacht. Im Hinblick auf die Zusammenarbeit zwischen Banken und Familienunternehmen wird von Vertretern beider Gruppen das Provisionsgeschäft als kritischer Punkt genannt. Einige Familienunternehmen arbeiten in allen Bereichen, auch bei margenträchtigen Geschäften, nur mit ihren Kernbanken zusammen. Sie sehen aber auch, dass sie teilweise nicht genügend zusätzliches Geschäft vergeben können, um alle Banken zufriedenzustellen. Auch die Banken empfinden die Vergabe des weiteren Geschäfts nicht immer als angemessen.

„Wir geben unser normales Bankgeschäft nur an Kernbanken. Und auch das lukrative Kapitalmarktgeschäft würden wir nur an eine Bank aus diesem Bereich vergeben.“ (Familienunternehmen)

„Man hat sicherlich den Nachteil mit der syndizierten Kreditlinie, ... dass da effektiv ein paar Banken zu viel sind und alle irgendwo ein Side-Geschäft machen wollen. Das kann man gar nicht.“ (Familienunternehmen)

„Wenn man da sieht, wer die Risiken hat und wer dann das Provisionsgeschäft macht, da können sich auch Familienunternehmen durchaus mal das Thema partnerschaftliche, faire und langfristige Zusammenarbeit durch den Kopf gehen lassen.“ (Kapitalmarktexperte)

Konflikte entstehen nach Ansicht der Familienunternehmen dann, wenn der Kapitalmarktpartner von der Ausrichtung her nicht zu ihnen passt. Daher ist eine bewusste Auswahl der Partner für Familienunternehmen von großer Bedeutung.

„Man muss aber sehen, Banken haben eben auch ein Geschäftsmodell, welches nicht immer notwendigerweise mit dem des Unternehmens kompatibel ist. Die haben eigene Gewinnziele und Risikostrukturen. Und diese Unterschiede muss man im Auge behalten.“ (Familienunternehmen)

6 Durchführung der Kapitalmarktfinanzierung

6.1 Gründe für die Kapitalmarktfinanzierung

6.1.1 Abgrenzung der Gründe für die Eigen- und Fremdkapitalaufnahme

Es stellt sich die Frage, warum sich Familienunternehmen entschließen, den Kapitalmarkt zu nutzen, sei es als einmalige oder regelmäßige bzw. dauerhafte Finanzierungslösung. Die Gründe dafür können vielfältig sein. So kann der Druck zur Nutzung einer Kapitalmarktlösung durch äußere Entwicklungen, beispielsweise Änderungen des wirtschaftlichen oder regulatorischen Umfelds, oder durch interne Veränderungen, wie die Umsetzung von Wachstumsstrategien, aufgebaut werden.

Das Umfeld, in dem das Familienunternehmen tätig ist, stellt die Grundlage oder externe Einflussfaktoren in Bezug auf die unternehmensinternen Entscheidungsprozesse dar. Externe Veränderungen sind beispielsweise in der restriktiveren Kreditvergabe oder in veränderten Konditionen seitens der Banken zu sehen. Diese haben in den vergangenen Jahren bei vielen Unternehmen die Suche nach alternativen Finanzierungsquellen vorangetrieben.

Oftmals ist das Unternehmen zur Finanzierung des bestehenden operativen Geschäfts nicht auf die Kapitalmarktfinanzierung angewiesen, sondern trifft im Rahmen einer strategischen Ausrichtung die Entscheidung, eine alternative Finanzierungsquelle zu nutzen. Interne Anlässe können beispielsweise Wachstumsziele oder eine veränderte Kapitalstruktur sein. Eine stärkere Kapitalmarktorientierung kann auch das Ergebnis personeller Veränderungen im Unternehmen sein. Der Entscheidungsprozess wird in der Regel durch im Unternehmen geführte Diskussionen angestoßen.

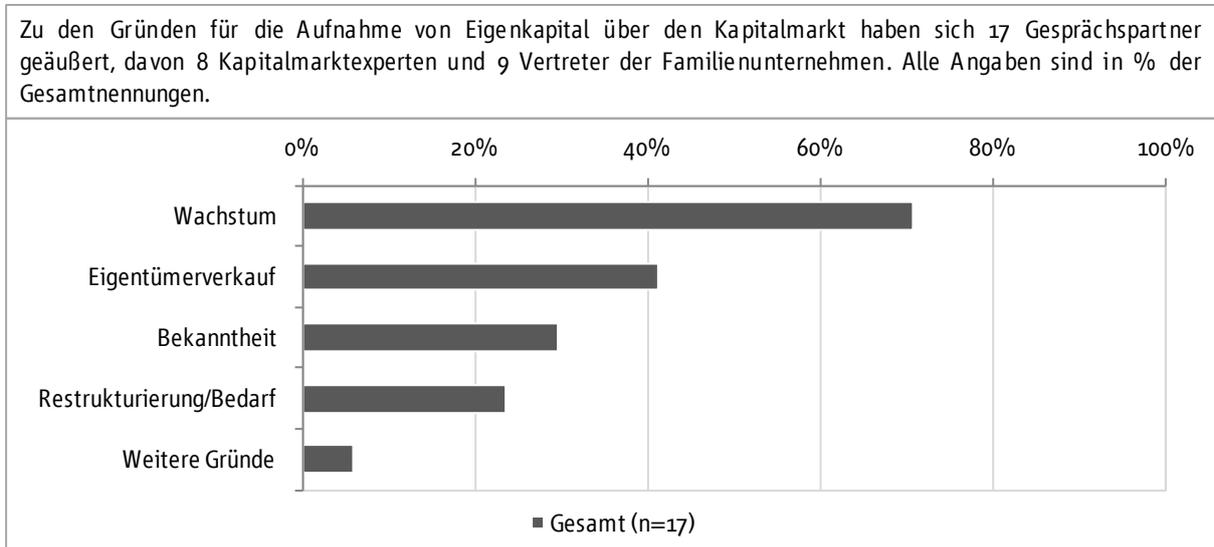
Im Rahmen der Finanzplanung wird in strategische, taktische und operative Finanzplanung unterteilt. Die strategische Planung legt die langfristige Finanzierungsstruktur des Unternehmens, die an die Gesamtziele des Unternehmens angepasst ist, fest. In der taktischen Finanzplanung werden mittelfristige konkrete Maßnahmen zur Umsetzung der strategischen Ziele erarbeitet und die Möglichkeiten verschiedener Finanzierungsformen überprüft. Die operative Planung beinhaltet die Analyse und Steuerung der kurzfristigen Finanzsituation mit dem Ziel, die Zahlungsfähigkeit zu sichern. Die Entscheidung für die Nutzung einer Kapitalmarktfinanzierung findet im Rahmen der taktischen bis strategischen, also mittel- bis langfristigen Planung statt.

Generell sollte der Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle in den Entscheidungsprozess einbezogen werden, wenn Gründe gegeben sind, die einen Finanzierungsbedarf in einer bestimmten Größenordnung auslösen (vgl. Kapitel 5.1.2).

„Dazu müssen die Anlässe und Beträge immer relativ groß sein. Bei einer Investition von 5 Mio. € oder auch 20 Mio. € lohnt sich der Gang an den Kapitalmarkt nicht wirklich. Wenn das auch nicht regelmäßig passiert, sondern nur ein einmaliger Fall ist, ist das wirtschaftlich und betriebswirtschaftlich nicht wirklich sinnvoll.“ (Kapitalmarktexperte)

Die Gründe, die von den Gesprächspartnern für eine Aufnahme von Eigenkapital und Fremdkapital über den Kapitalmarkt genannt wurden, sind in Abbildung 18 und Abbildung 19 dargestellt.

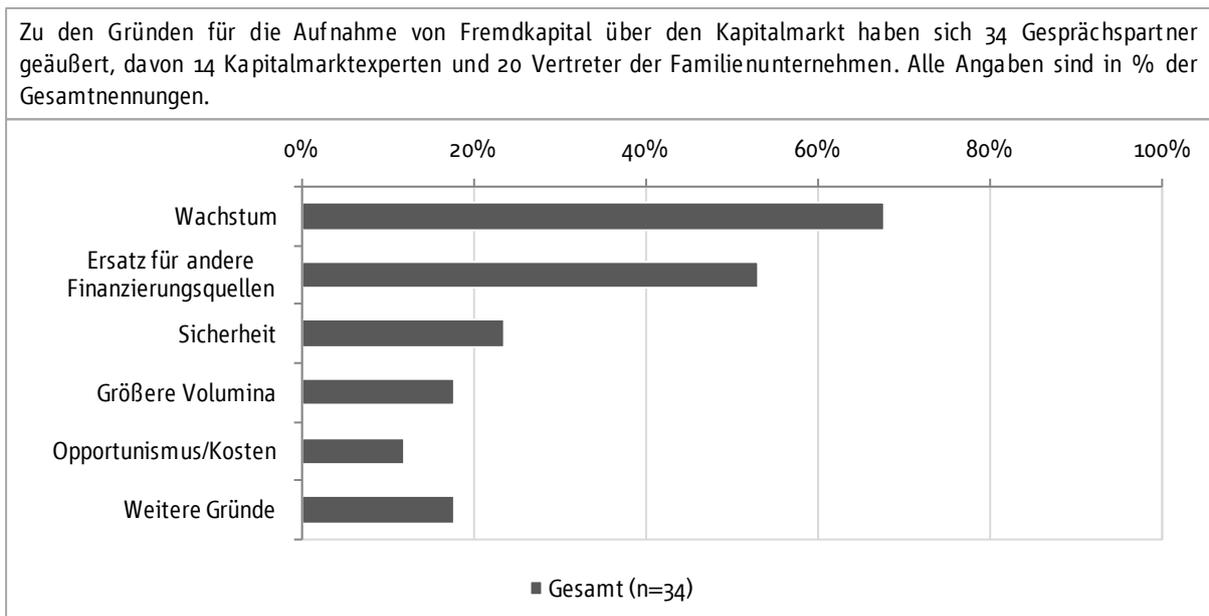
Abbildung 18: Gründe für die Aufnahme von Eigenkapital über den Kapitalmarkt



Quelle: Eigene Darstellung

Wachstum beinhaltet die Nennung der Begriffe Wachstum, Investition und Akquisition. Der Begriff *Eigentümerverkauf* bezieht sich auf den Verkauf von Anteilen aus dem Eigentümerkreis mit dem Ziel, Anteile gegen liquide Finanzmittel zu tauschen oder im Rahmen einer Nachfolgelösung Anteile fungibel zu machen. Der Aspekt *Bekanntheit* umfasst Gründe, die im Zusammenhang mit allgemeinem Marketing genannt werden oder die sich auf eine spezifische Zielgruppe beziehen, z.B. Investoren, Wettbewerber, Endkonsumenten, Arbeitskräfte. Unter *Restrukturierung/Bedarf* wird die Kapitalaufnahme in einer wirtschaftlich schwierigen Situation verstanden, die ohne zusätzliche finanzielle Mittel zu einer Insolvenz des Unternehmens führen könnte. *Weitere Gründe* für einen Börsengang, die von Gesprächspartnern genannt wurden, sind die Diversifikation der Finanzierungsquellen und der Exit eines Private-Equity-Investors.

Abbildung 19: Gründe für die Aufnahme von Fremdkapital über den Kapitalmarkt



Quelle: Eigene Darstellung

Auch bei der Aufnahme von Fremdkapital über die Börse spielt die Finanzierung von Wachstum eine wesentliche Rolle. Wie bei der Analyse der Gründe für eine Eigenkapitalfinanzierung über die Börse umfasst der Begriff *Wachstum* die Nennung der Begriffe Wachstum, Investition und Akquisition. Der Überbegriff *Ersatz für andere Finanzierungsinstrumente* umfasst die Gründe Diversifikation der Finanzierungsquellen, Unabhängigkeit von Banken und Substituierung bestehender Finanzierungsinstrumente vor oder bei ihrer Fälligkeit. Der Aspekt *Sicherheit* beinhaltet die Nennung der Gründe Stabilität, Nutzung langfristiger Finanzierungsinstrumente, Vorsorge und Liquidität. Ein weiterer Grund, der eng mit der Finanzierung von Wachstum zusammenhängt, ist die Möglichkeit über den Kapitalmarkt *größere Volumina* aufzunehmen. Kann ein hoher Kapitalbedarf nicht über bilaterale Bankkredite gedeckt werden, können eine Anleihe oder ein Schuld-scheindarlehen eine alternative Lösung bieten. Eine Fremdkapitalaufnahme kann auch aus *Opportunismus* bzw. *Kosten*-Vorteilen erfolgen. Solche Gründe werden angeführt, wenn in bestimmten Marktphasen die Nachfrage von Investoren nach einem Finanzierungsinstrument besonders hoch ist und eine Finanzierung über dieses Produkt daher im Vergleich zu anderen Finanzierungslösungen zu relativ attraktiven Konditionen möglich ist. Unter *Weitere Gründe* werden die Nennungen der Gründe Restrukturierung und Notsituation, Nutzung im Rahmen einer Nachfolgereglung sowie Marketing und Steigerung des Bekanntheitsgrads subsumiert. Es ist wahrscheinlich, dass bei vielen Unternehmen mehr als ein Grund gegeben ist, so dass die Aufnahme von Eigen- oder Fremdkapital über die Börse zielführend erscheint.

Die Gründe für die Aufnahme von Eigen- oder Fremdkapital über die Börse, wie sie in den Interviews genannt wurden, werden im Folgenden auf Basis der Ausführungen in den Gesprächen erläutert.

6.1.2 Wachstum

Wachstum kann unterteilt werden in organisches und anorganisches Wachstum. Das Ziel des Unternehmens bei organischem Wachstum ist es, aus eigener Kraft zu wachsen. Daher sind mit diesem Ziel in der Regel größere Investitionen in den Ausbau des Unternehmens verbunden. Anorganisches Wachstum bedeutet, dass ein Unternehmen durch Zukäufe wächst. Die angestrebte Akquisitionstätigkeit löst ebenfalls einen erhöhten Kapitalbedarf aus. In der Regel hat ein Unternehmen eine gewisse Flexibilität im Hinblick auf die Auswahl der Finanzierungsquellen, um dieses Wachstum zu finanzieren. Allerdings können sehr hohe Summen selten über interne Finanzierungsquellen gestemmt werden. Für alle Arten des Unternehmenswachstums stellt sich daher die Frage, inwiefern der Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle genutzt werden kann und sollte. Je nach Finanzierungsvolumen und Finanzstärke des Familienunternehmens ist eine Finanzierung des Wachstums durch externes Eigenkapital oder durch Fremdkapital möglich. Bei einer geringeren Eigenkapitalausstattung und hohen zu finanzierenden Volumina würde durch eine Fremdkapitalaufnahme die Eigenkapitalquote absinken. Damit würde sich nicht nur die Finanzsituation des Unternehmens deutlich verändern, sondern auch eine wichtige Kennzahl der Bonität verschlechtern. Unter Umständen ist eine Fremdkapitalaufnahme für eigenkapitalschwache Unternehmen nicht möglich und die Aufnahme externen Eigenkapitals bietet sich als Finanzierungsmöglichkeit an. In einem solchen Fall kann Eigenkapital zur Wachstumsfinanzierung die bessere Lösung sein.

„Auf der Eigenkapitalseite gibt es sicherlich einige Unternehmen, ... die in einer Situation stecken wie wir. Dass man quasi um internes oder externes Wachstum darzustellen, Kapital braucht, aber als Familie nicht das nötige Eigenkapital hat. Und man kann natürlich nicht alles fremdfinanzieren.“ (Familienunternehmen)

„Wir waren eines der ersten Unternehmen an der Börse. Die Gründe waren damals, dass wir expandieren und wachsen wollten und eben Geld gebraucht haben, um besser wachsen zu können. Das ist eigentlich auch ganz gut aufgegangen und wir haben das Geld, das damals herein gekommen ist, in das Unternehmen investiert, um zu wachsen.“ (Familienunternehmen)

Auf der Eigenkapitalseite können auch andere Finanzierungsquellen, wie Private-Equity-Beteiligungen, interessant sein. Familienunternehmen müssen in einer Wachstumsphase, in der sie Eigenkapital benötigen, entscheiden, welche Finanzierungsalternative am besten zu den Familien- und Unternehmenszielen passt.

„Das sind dann auch Unternehmen, denen es durchaus gut geht und die auch expansiv unterwegs sind. Die merken einfach: Wir brauchen eine größere Eigenkapitalschicht, um den Wachstumspfad zu gehen. ... Und dann ist eben die Überlegung: Was ist die Alternative? Und da haben wir häufig Situationen, wo der Gedanke hochkommt: Finanzinvestor, Private Equity an Bord? Und da gibt es sehr wohl Familienunternehmen, die sagen: Einen dominierenden Finanzinvestor, der in der Regel auch die Mehrheit möchte - klar, es gibt mittlerweile viele, die über Minderheit reden – möchten wir nicht. An der Stelle gewinnt die Alternative Kapitalmarkt, sprich Börsengang, deutlich an Attraktivität.“ (Kapitalmarktexperte)

Jedoch kann auch Fremdkapital für finanzkräftige Unternehmen eine bedeutende Finanzierungsquelle für Wachstum sein. Dies kann zwar bis zu einer gewissen Größenordnung über bilaterale oder syndizierte Kredite abgebildet werden. Ab einem gewissen Volumen steht jedoch auch der Kapitalmarkt als Alternative zur Kreditfinanzierung zur Verfügung. Eine Aufnahme von Fremdkapital über Schuldscheine oder Anleihen kann die Kapitalaufnahme über Bankkredite ergänzen oder ersetzen.

„Das Wachstum des Unternehmens hat sich seit 1999 sehr beschleunigt und man ist jedes Jahr bis heute, bis auf die Wirtschaftskrise, zweistellig gewachsen. ... Neben der Einbehaltung von Gewinnen, bei allem Erfolg den man hat, ist dann noch zusätzliches Fremdkapital erforderlich.“ (Familienunternehmen)

Wachstum, sei es über Investitionen oder Akquisitionen, wird häufig als einer der Gründe für eine Kapitalmarktfinanzierung genannt. In den Gesprächen wird jedoch auch immer wieder darauf hingewiesen, dass eine Kapitalmarktfinanzierung nicht ohne Vorbereitungszeit durchgeführt werden kann (vgl. Kapitel 6.2.2). Daher können Restriktionen hinsichtlich der Nutzung des Kapitalmarkts bestehen, wenn für die Vorbereitung einer Investition oder Akquisition nur wenig Zeit zur Verfügung steht. Besteht die Investitionsmöglichkeit oder Kaufopportunität nur für ein kurzes Zeitfenster, ist die Kapitalmarktfinanzierung schwierig umzusetzen und es müssen alternative Finanzierungswege gefunden werden. Die Refinanzierung der in diesem Zusammenhang aufgenommenen Finanzmittel kann in einem zweiten Schritt sicherlich durch eine geplante und langfristig vorbereitete Kapitalmarktfinanzierung abgelöst werden. Der Aspekt der Vorbereitungszeit ist insbesondere für kleinere und kapitalmarktunerfahrene Unternehmen wichtig.

„Die Nutzung erfolgt eher aus der Diversifizierung der Finanzierung heraus. Diese Instrumente sind typischerweise nicht so ad hoc abrufbar für mittelständische Unternehmen, dass es für eine Akquisition passt. Im Sinne einer Nachfinanzierung Ja, aber als direktes Funding Nein. Das würde die Unternehmen, glaube ich, auch überfordern. Das ist bei Großunternehmen natürlich eine andere Geschichte, die können das parallel fahren, kleinere eher nicht.“ (Kapitalmarktexperte)

Auf der Eigenkapitalseite kann der Vorteil eines Börsengangs und einer Börsennotierung auch in der Nutzung der Aktien im Rahmen einer Akquisition oder eines Mergers als „Währung“ bestehen.

„Ein zweites Thema wäre, wenn Sie an das Thema Akquisition denken. Wenn es ein Unternehmen gibt, das gut zu einem passt, und das von der Größe her ungefähr gleich groß ist wie wir, kann man an der Ecke sicherlich über einen Merger nachdenken. Dabei kann dann eben auch in Form von Aktien quasi bezahlt werden.“ (Familienunternehmen)

6.1.3 Diversifikation

Die Finanzkrise und regulatorische Entwicklungen, wie Basel II und Basel III, zeigen den Einfluss auf das Kreditvergabeverhalten der Banken und spiegeln sich in gestiegenen Kreditkosten wider. Kapitalmarktexperten und Familienunternehmen sehen dies als häufigen Grund für das Ausweichen auf alternative Finanzierungslösungen. Die Kapitalmarktfinanzierung kann daher Substitut für bisherige Finanzierungsquellen sein

oder unter der teilweisen Beibehaltung derselben zu einer Diversifikation auf der Finanzierungsseite führen. Als Substitut wird der Kapitalmarkt häufig auch im Zusammenhang mit den auslaufenden Mezzanine-Programmen genannt. Mezzaninekapital wurde über die standardisierten Programme in den Jahren 2004 bis 2007 zu attraktiven Konditionen angeboten. Während der Laufzeit eintretende Unternehmensinsolvenzen und folglich Verluste der Investoren führten zu einer geringeren Nachfrage und der Forderung nach höheren Risikoprämien. Zudem stiegen die generelle Risikoaversion und die Skepsis gegenüber verbrieften Finanzprodukten in der Finanzkrise an, so dass derzeit eine Anschlussfinanzierung des Mezzaninekapitals zu gleichen Konditionen nicht möglich ist (vgl. Kapitel 4.2.4). Eine Ablösung des Mezzaninekapitals kann durch Bankkredit oder alternative Fremdkapitalprodukte des Kapitalmarkts, Schuldscheindarlehen oder Anleihen, erfolgen. Dies ist jedoch nur für bonitätsstarke Unternehmen möglich. Häufig sind zudem die über die Mezzanine-Programme aufgenommen Volumina zu klein, um diese alternativ über den Kapitalmarkt zu refinanzieren. Allerdings könnte die Ausgabe eines Schuldscheins oder einer Anleihe dazu dienen, nicht nur das Mezzaninekapital abzulösen, sondern darüber hinaus Liquidität vorzuhalten.

*„In Deutschland ist die Finanzierung nach wie vor stark bankenlastig. Der Trend geht dahin, sich unabhängiger zu gestalten und breiter. Das ist Punkt eins. Punkt zwei sind die auslaufenden Mezzanine-Programme, die ja nicht durch Anschluss-Mezzaninefinanzierungen abgelöst werden können.“
(Kapitalmarktexperte)*

Im Gegensatz zur bilateralen Finanzierung im Rahmen eines Bankkredits wird bei einer Kapitalmarkttransaktion eine Vielzahl von Investoren angesprochen. Die Aufnahme des Kapitals über mehrere Kapitalgeber wird von Familienunternehmen als Vorteil gesehen.

„Die breitere Investorenbasis ist für mich der Hauptgrund. ... Jetzt, wo sich die Bankenwelt konzentriert - wir haben ja viel weniger Player als noch vor zwei Jahren, viele ausländische Banken haben sich zurückgezogen, viele Landesbanken restrukturieren ihr Geschäftsmodell - stellt sich natürlich die Frage, wie viele Banken haben Sie überhaupt noch, die in Frage kommen. Insofern haben wir natürlich mit einer Anleiheemission einen größeren Zielkreis.“ (Familienunternehmen)

6.1.4 Weitere Gründe

Weitere Gründe, die im Hinblick auf den Kapitalmarkt genannt werden, sind die Verbesserung der Kapitalstruktur und die Steigerung des Bekanntheitsgrads.

Eine Verbesserung der Kapitalstruktur wird insbesondere über die Aufnahme risikotragenden Kapitals, d.h. Eigenkapitals, umgesetzt. Der Punkt der Eigenkapitalgenerierung wird in den Gesprächen vor allem in Zusammenhang mit einer Finanzierung über Mezzanineprodukte genannt. Dort steht eindeutig der Bedarf an wirtschaftlichem Eigenkapital im Vordergrund und entsprechend sind Unternehmen bereit, die höheren Zinsen zu tragen. Mezzaninekapital ist daher in der Regel für Familienunternehmen nicht als fremdkapitalähnliche Finanzierungsquelle zu sehen, sondern wird als Eigenkapitalinstrument betrachtet. Eine von Banken angebotene und strukturierte Mezzanine-Finanzierung bietet die Möglichkeit, regulatorisches Eigenkapi-

tal aufzunehmen, ohne direkte Eigentumsanteile abgeben zu müssen und dennoch von der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen zu profitieren.

*„Auf der Equity-Seite ist es so: Wenn ich für einen Investor ein Mezzanineprodukt strukturiere auf Eigenkapital, steht für den ganz klar das Eigenkapital im Vordergrund. Und dann kommt auch der Emittent und sagt: Ich brauche das Eigenkapital. Und deshalb strukturieren wir so ein Produkt.“
(Kapitalmarktexperte)*

Allerdings ist fraglich, inwiefern Mezzaninekapital durch Kapitalgeber und Ratingagenturen tatsächlich als Eigenkapital anerkannt wird, sind doch Zinszahlung, wenngleich in der Regel erfolgsabhängige, und Kapitalrückzahlung klassische Merkmale einer Fremdkapitalfinanzierung.

Bei einem Börsengang gehen die Überlegungen über die Verbesserung der Kapitalstruktur deutlich hinaus. Ein weiteres Ziel kann die Erzielung eines höheren Bekanntheitsgrads sein, so dass sich manche Unternehmen bewusst für eine Position im Rampenlicht des Kapitalmarkts entscheiden. Die Gründe, die für eine Steigerung des Bekanntheitsgrads sprechen, können dabei vielfältig sein und sich an verschiedene Adressaten, wie Investoren, Mitarbeiter oder Wettbewerber, richten.

*„Bei einem Börsengang ist es eine andere Geschichte. Die Entscheidung, ob jemand an die Börse geht, hängt nicht nur davon ab, ob er Eigenkapital braucht oder nicht. Da steht im Vordergrund, dass das Unternehmen wachsen möchte, dass es sich dem Kapitalmarkt öffnen möchte und dass es mehr Marketing machen möchte. Weil man bei einem Börsengang ... auch nicht vergessen darf, welche Informationspflichten da im Nachhinein mit dranhängen. Die möchte der Emittent natürlich auch bewusst erfüllen, wenn er diesen Schritt geht, um seine Gesellschaft bekannter zu machen.“
(Kapitalmarktexperte)*

„Also ein großer Grund war die schnelle Beschaffung von Kapital. Man wollte damals wachsen, man wollte expandieren und sich international aufstellen. Und dafür wollte man eben die Eigenkapitalbasis stärken. ... Darüber hinaus kam dann ein Imagegewinn dazu, den Sie erzielen, wenn Sie an die Börse gehen bzw. eben einfach die Steigerung des Bekanntheitsgrads und die Steigerung der Attraktivität des Arbeitgebers.“ (Familienunternehmen)

Der Aspekt der erhöhten Visibilität des Unternehmens wurde auch in Zusammenhang mit der Emission von börsennotiertem Fremdkapital genannt. So steigt in der Regel die Berichterstattung über ein Familienunternehmen bei einer Fremdkapitalaufnahme über den Kapitalmarkt. Auch Kapitalmarktpartner, wie etwa Börsen, stellen eine Plattform zur Darstellung des Unternehmens zur Verfügung. Eine Steigerung des Bekanntheitsgrads scheint jedoch als Grund für eine Anleiheemission in geringerem Maß von Bedeutung zu sein als im Rahmen eines Börsengangs.

Von manchen Gesprächspartnern wird der Börsengang auch im Rahmen einer Nachfolgelösung angesprochen. Es kann der Fall sein, dass kein Nachfolger gefunden werden kann, der die Leitung des Unternehmens

übernehmen kann oder möchte. Die Unternehmensanteile können dann in Form von Aktien zu einem Großteil in Familienhand bleiben und sind gleichzeitig fungibel.

„Oder eben auch eine Kapitalmarktfinanzierung über einen Börsengang, ... wenn das Unternehmen in die nächste Generation übertragen werden soll.“ (Familienunternehmen)

Die Entscheidung für eine Kapitalmarktnutzung ist auch in Zusammenhang mit der Erbschaftsteuer auf Betriebsvermögen nicht unbedeutend. Die zugehörigen Regelungen im Erbschaftsteuer- und Schenkungsteuergesetz (ErbStG), der §§ 13a, b ErbStG, beziehen sich auf Einzelunternehmen, Personengesellschaften und Kapitalgesellschaften, an denen ein Anteil von mehr als 25% gehalten wird. Eine Kapitalmarktnutzung wirkt sich nicht nur auf die Bewertungsparameter bei der Erbschaftsteuer aus (Vgl. Box 6), sondern hat auch Implikationen im Hinblick auf das Risiko, das die Erben bei der Übernahme des Unternehmens eingehen.

Box 6: Kapitalmarktfinanzierung und Erbschaftsteuer

Die Tatsache, ob ein Familienunternehmen den Kapitalmarkt zu Finanzierungszwecken nutzt, hat Implikationen im Hinblick auf die Bemessung der Erbschaftsteuer. Bei börsennotierten Kapitalgesellschaften sind die Anteile gemäß Bewertungsgesetz (BewG) mit dem Stichtagskurs zu bewerten (§ 11 Abs. 1 BewG). Anteile an nicht börsennotierten Gesellschaften werden hingegen mit dem so genannten gemeinen Wert angesetzt (§§ 9, 11 Abs. 2 BewG). Dieser Wert wird grundsätzlich auf Basis von Transaktionen vergleichbarer Unternehmen innerhalb eines Jahres ermittelt. Sollte dies nicht möglich sein, ist das vereinfachte Ertragswertverfahren heranzuziehen (§ 203 BewG). In der Praxis dürfte die zweite Bewertungsalternative deutlich häufiger zum Tragen kommen.

Der vereinfachte Ertragswert ergibt sich durch Multiplikation des nachhaltig erzielbaren Jahresertrags, etwa des Durchschnittsertrags aus den Betriebsergebnissen der drei letzten Wirtschaftsjahre seit Bewertungsstichtag (§ 201 Abs. 2 BewG), mit einem Multiplikator. Dieser Multiplikator errechnet sich als $1/(4,5\% + \text{Basiszins})$. Zur Ermittlung der Höhe des Basiszinssatzes stellt der Gesetzgeber auf langfristige Staatsanleihen erzielbare Renditen ab. Der Basiszinssatz wird durch die Deutsche Bundesbank anhand der Zinsstruktur jeweils auf den ersten Börsentag des Jahres errechnet und durch das Bundesministerium der Finanzen als maßgebender Zinssatz im Bundessteuerblatt veröffentlicht. Für das Jahr 2011 beläuft sich dieser Zinssatz auf 3,43%. Damit ergibt sich für das Jahr 2011 ein Multiplikator von 12,61.

Im Gegensatz zu Aktien nimmt der Kurs von Anleihen keinen direkten Einfluss auf die Bewertung. Allerdings lassen sich auf Basis der Eckdaten von Anleihen Annahmen im Bewertungsverfahren, z.B. bezüglich des Risikoaufschlags, plausibilisieren.

Bei der Erbschaftsteuer für Betriebsvermögen kann der Steuerpflichtige eine Verschonung von der Erbschaftsteuer erlangen (Verschonungsoption), wenn er das Unternehmen fortführt. Die Verschonung von der

Erbschaftsteuer fällt allerdings beim Verkauf des Unternehmens oder wesentlicher Unternehmensteile bzw. Betriebsgrundlagen, ebenso wie einer Betriebsaufgabe oder Überentnahme⁵⁸ weg. Kommt das Unternehmen also krisenbedingt in Schwierigkeiten, die den Verkauf von Unternehmensteilen erfordern oder muss es gar Insolvenz anmelden, ist die Erbschaftsteuer nach zu bezahlen. Ein Börsengang oder eine Verringerung der Anteile vor dem Schenkungs- oder Erbfall könnte eine zu bedenkende Lösung sein, um die Anteile am Unternehmen fungibel zu machen und im Notfall aus dem Verkaufserlös etwaige Steuerzahlungen leisten zu können.

„Das ist eine Situation, die für Erben katastrophal wäre. Hier kann man sich beispielsweise überlegen, wenn klar ist, dass die Erben operativ nicht tätig werden, dass ohnehin mit einem fremden Management gearbeitet wird, dass man gleich den Weg eines Börsengangs geht, weil dann eben die Erben bei weitem nicht so viele Risiken alleine tragen müssen.“ (Familienunternehmen)

Die einfache Handelbarkeit der Anteile wird als Vorteil von börsennotiertem Eigenkapital empfunden. Insbesondere bei großen Familienunternehmen mit einer großen Anzahl an Gesellschaftern kann es aus dem weiteren Familienkreis Wünsche geben, die Anteile handelbar zu machen. Auch solche Ziele können den Blick in Richtung Börsengang lenken.

„Wenn viele Familienstämme vorhanden sind und es gibt welche, die sind auch schon im Management aktiv und andere überhaupt nicht, könnte es sein, dass die anderen sagen: ... Also, wir wollen schauen, dass wir auch mal 50 Mio. € aus dem Unternehmen herausziehen. Das ist aber auch schwierig, weil z.B. an einen Strategen eine Minderheit zu verkaufen, ist oft nicht gewollt oder umsetzbar in vielen Branchen und Situationen. Und da kann der Kapitalmarkt eben auch eine gute Möglichkeit sein für eine Umplatzierung an der Stelle. Um einfach eine gewisse Flexibilität herzustellen über Fungibilität der Anteile. Auch das kann ein Anlass sein, um über einen Börsengang nachzudenken.“ (Kapitalmarktexperte)

„Wenn es über mehr als drei Generationen geht und die Familie dann größer wird, dann sind einige Gesellschafter auch sehr weit entfernt von der Gesellschaft und ... wenn man eben so viel einbehält, dann sagen natürlich auch entferntere Gesellschafter: Ach ja, da habe ich nicht so viel davon, jetzt will ich einmal richtig Kasse machen und jetzt macht doch mal einen Börsengang.“ (Familienunternehmen)

Es ist jedoch davon auszugehen, dass es viele Familienunternehmen vermeiden möchten, diesen Weg zu gehen und daher innerhalb der Familie nach Käufern für die zur Disposition stehenden Anteile suchen. Ziel ist es schließlich in der Regel, das Familienunternehmen als solches zu erhalten und an die nachfolgenden

⁵⁸ Eine Überentnahme liegt vor, wenn der Erbende oder Beschenkte kumuliert mehr Mittel aus dem Unternehmen entnimmt, als das Unternehmen an Gewinnen erbringt. Eine Entnahme bis zu 150.000 € gilt jedoch als unschädlich (§ 13a Abs. 5 Nr. 3 ErbStG).

Generationen weiterzugeben. Dies kann nur dann geschehen, wenn die Anteile auch langfristig mehrheitlich in Familienbesitz gehalten werden.

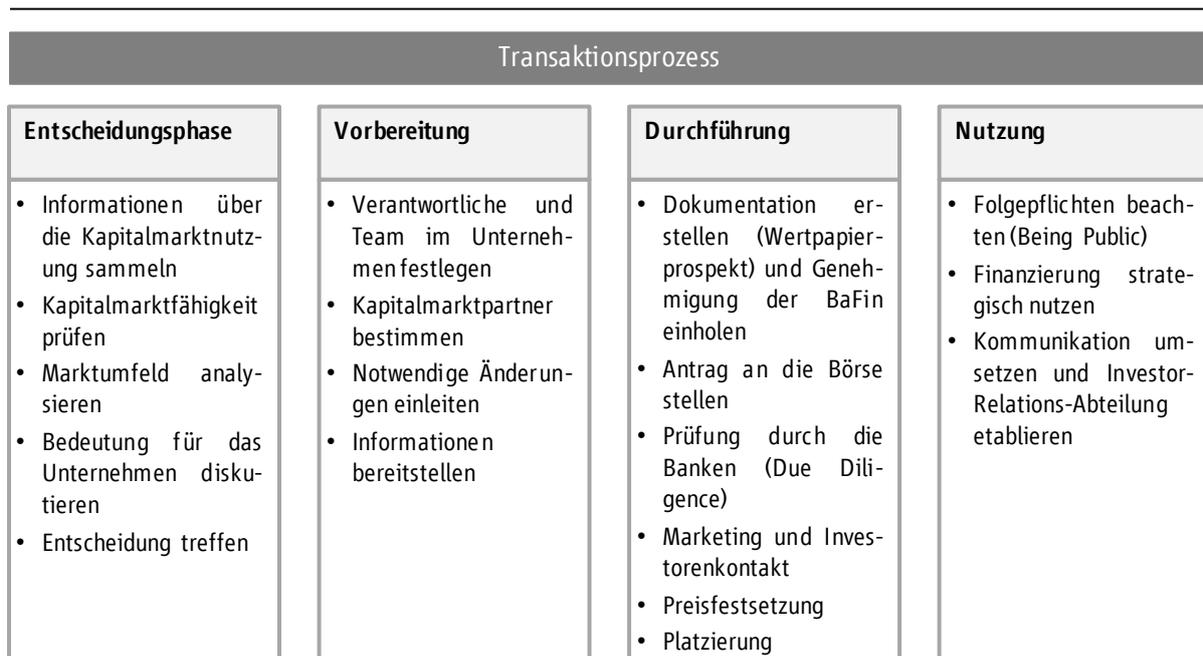
6.2 Kapitalmarkttransaktionen

6.2.1 Prozesse der Kapitalmarktfinanzierung

Im Rahmen einer Anleiheemission oder eines Börsengangs werden Wertpapiere ausgegeben und bei Investoren platziert. Während die tatsächliche Platzierung, d.h. eine bindende Unterbreitung des Angebots und die Zusage der Investoren, die Wertpapiere zu kaufen, nur wenige Stunden bis einige Tage dauert, nimmt die Vorbereitungszeit eine wesentlich längere Zeitspanne ein.

Grundsätzlich kann der Transaktionsprozess in die in Abbildung 20 dargestellten Schritte eingeteilt werden. Welche Schritte zur Vorbereitung und welche zur tatsächlichen Durchführung gezählt werden, kann je nach Gesprächspartner variieren. Zur Durchführung können grundsätzlich alle Handlungen gezählt werden, die für die konkrete Transaktion von Bedeutung sind. Maßnahmen zur Schaffung der Voraussetzungen für die Kapitalmarktfähigkeit werden daher nicht berücksichtigt.

Abbildung 20: Ablauf einer Kapitalmarkttransaktion



Quelle: Eigene Darstellung

Einige Schritte, vor allem die Erfüllung der rechtlichen Anforderungen, sind unabhängig von der genauen Ausgestaltung der Transaktionen durchzuführen. Andere sind abhängig von den Entscheidungen des Emittenten. So kann etwa die Platzierung über verschiedene Wege erfolgen. Das Unternehmen kann die Ansprache der Investoren und die Platzierung in einer Eigenemission, auch Selbstemission genannt, direkt vornehmen. Als Beispiele für Anleihen in Eigenemission können die Anleihe der Ernst Klett AG, das so genannte

Bildungswertpapier II, über 50 Mio. € im Juli 2009 und die 10 Mio. €-Anleihe der Halloren Schokoladenfabrik AG, die im Juli 2010 begeben wurde, genannt werden. In der Regel werden die mit der Emission verbundenen Aufgaben, wie die Ansprache der Investoren und die Platzierung, jedoch in einer Fremdemission von einer Bank oder einem Bankenkonsortium übernommen.

In diesem Fall müssen in der Vorbereitung der Transaktion die begleitenden Banken bestimmt werden. Der Vorschlag zur Kapitalmarktnutzung kann von Banken kommen, die dann auch die Emission begleiten. Geht die Initiative vom Familienunternehmen aus, ist es möglich, dass schon eine enge Bindung zu einem oder mehreren Bankpartnern besteht und die Wahl der emissionsbegleitenden Banken bereits getroffen ist. Möchte das Familienunternehmen jedoch verschiedene Angebote sehen, werden mehrere Banken eingeladen, ihre Expertise und geplante Vorgehensweise vorzustellen. Wird die Vorbereitung in Zusammenarbeit mit einem Berater geplant, kann dieser Empfehlungen für bestimmte Banken geben oder den Auswahlprozess koordinieren.

„Sie haben dann ein Beratungsunternehmen, ... die dann diesen Beauty Contest durchführen. Man lädt ja mehrere Banken ein, lässt sich dann darstellen, wie die an das Thema herangehen und das im Prinzip begleiten würden.“ (Kapitalmarktexperte)

„Wir hatten uns dann damals für [eine bestimmte Bank] entschieden als Arrangeur. Die haben das genauso auch später umgesetzt, wie sie es uns im Beauty Contest, den wir durchgeführt hatten, präsentiert hatten. Ich war tief beeindruckt, muss ich ehrlich sagen.“ (Familienunternehmen)

Jede Bank verfügt aufgrund ihres generellen Geschäftsmodells, ihres regionalen Fokus und ihrer Ausrichtung im Kapitalmarktbereich über unterschiedliche Investorenkontakte. Diese Besonderheiten sollten bei der Auswahl einer Bank oder der Zusammenstellung eines Bankenkonsortiums Berücksichtigung finden. Über komplementäre Banken in einem Konsortium können daher verschiedene Zielgruppen angesprochen werden.

„Der Investorenzugang hängt ab vom Netzwerk der Banken. Wenn es große Banken sind, werden diese prinzipiell immer einen größeren Kundenkreis an institutionellen Investoren haben. Wenn man sagt, man möchte noch Privatanleger mit hineinnehmen, dann nimmt man am besten noch eine Privatkundenbank hinein ins Konsortium.“ (Kapitalmarktexperte)

Vor der Platzierung bei Investoren müssen diese über das kapitalaufnehmende Unternehmen und die Konditionen der Emission informiert werden. Verschiedene Kommunikations- und Informationswege werden dafür vor der Transaktion genutzt. Hierzu gehören der direkte Kontakt mit Investoren, etwa bei Unternehmenspräsentationen auf Road Shows, emissionsbegleitende Telefonkonferenzen, so genannte Investor Calls, und schriftliche Informationsangebote, wie Unternehmensanalysen von Banken oder Ratingagenturen.

„Der Vertrieb läuft dann über die Sales-Einheiten, die die Investoren ansprechen und das Produkt veräußern. Vorgeschaltet sind häufig - und das ist absolut sinnvoll - Unternehmenspräsentationen,

damit letztendlich der potentielle Investor das Unternehmen und die handelnden Personen kennenlernen vor Ort. Das ist eine Frage des Vertrauens.“ (Kapitalmarktexperte)

„Bei Schuldscheinen kommt das fast noch stärker rein und wir haben kaum eine Emission ohne eine solche Präsentation gemacht. Da bieten wir je nach Sitz des Unternehmens, normalerweise in Frankfurt, eine Roadshow an. Dabei wird von den begleitenden Banken ein Research Report für die Kreditgeber erstellt. Der Research Report ist etwas anders als Bond-Research und zielt mehr auf Schuldscheininvestoren, also die Kreditleute.“ (Kapitalmarktexperte)

Ein weitreichendes Informationsangebot ist eine wichtige Marketingmaßnahme im Vorfeld der Transaktion, um Investoren auf das Vorhaben aufmerksam zu machen. Klare Kommunikation und Transparenz sind im weiteren Dialog wichtig, um Investoren eine Bewertung des Unternehmens und der Emission zu ermöglichen. Bis zur Durchführung der Transaktion muss der Investor eine Investitionsentscheidung getroffen haben.

„Ich habe das Stichwort genannt: Equity Story. Sie müssen ja dem Kapitalmarkt auch erklären, warum Sie an die Börse gehen. Sie müssen vor allem erklären, warum Sie das Geld einwerben und was Sie damit machen.“ (Kapitalmarktexperte)

Für den Erfolg einer Transaktion ist es von Bedeutung, dass es eine verantwortliche Person gibt, die über entsprechende Kompetenzen und Entscheidungsrechte verfügt. Je nach Größe und Art der Transaktion und des Unternehmens ist dies der Finanzvorstand oder der Leiter Finanzen.

„Sie brauchen jemanden, der Insight hat und der auch berechtigt ist, hier zu kommunizieren. Es kann nicht sein, dass er bei jeder Frage, die er beantworten muss, zum Inhaber selber zurück muss. Da muss eine gewisse Kommunikationsfähigkeit und auch -willigkeit da sein. Die Ansprechpartner müssen klar und auch transparent sein.“ (Kapitalmarktexperte)

Um eine Transaktion durchführen zu können, müssen auch die rechtlichen Anforderungen erfüllt werden. Wichtig ist vor allem der Wertpapierprospekt, der das Angebot an die Investoren darstellt und von der BaFin genehmigt werden muss (vgl. Kapitel 5.1.4).

„Dann gibt es die Due-Diligence-Prüfung, es wird der Prospekt geschrieben, es gibt es eine Legal Opinion und einen Comfort Letter vom Wirtschaftsprüfer. Zudem wird das Factbook erstellt, es gibt Investorenkontakte und irgendwann kommen die Roadshow-Termine und ein Platzierungsverfahren und ... ganz am Ende gibt es den Antrag an die Börse.“ (Kapitalmarktexperte)

Die Due-Diligence-Prüfung, in der die wirtschaftliche und rechtliche Situation des Unternehmens beleuchtet werden, dient der Informationsgewinnung und der gebotenen sorgfältigen Untersuchung, welche die emissionsbegleitenden Banken nachweisen müssen. Die Legal Opinion ist die Stellungnahme einer Anwaltskanzlei im Hinblick auf die vertragliche Ausgestaltung einer Transaktion. Im Comfort Letter hingegen bescheinigen Wirtschaftsprüfer die Richtigkeit und Vollständigkeit der im Wertpapierprospekt genannten Zahlen, die

auch in den Geschäftsberichten zu finden sind. Die genannten Maßnahmen zielen vor allem auf einen Ausschluss von Haftungsrisiken der begleitenden Banken.

„Das wesentliche Asset einer Bank in dem Geschäft sind die Investorenkontakte. Die werden ihren Investoren nicht sehenden Auges Mist andrehen, wo sie ein Mal ihre Provision verdienen, aber dann verbrannte Erde hinterlassen und sie die Häuser nicht mehr ansprechen können. Die sind in der Haftung, zum Teil juristisch, weil sie einen Prospekt mitunterschreiben, und zum Teil in einem Reputationsrisiko und in dem Risiko, Investoren zu vergraulen.“ (Kapitalmarktexperte)

Die Preisfestsetzung kann über verschiedene Verfahren erfolgen, wie das Festpreisverfahren, das Bookbuilding-Verfahren und das Auktionsverfahren.⁵⁹ Die vorherrschenden Verfahren sind bei Anleihen und Schuldscheinen das Festpreisverfahren und das Bookbuilding-Verfahren, bei Aktien überwiegt das Bookbuilding-Verfahren. Beim Festpreisverfahren werden die Wertpapiere zu einem festgelegten Preis, bei Aktien dem Emissionskurs und bei Anleihen der Zinssatz und der Ausgabepreis, angeboten. Beim Bookbuilding-Verfahren wird eine Preisspanne, die eine Investorennachfrage in gewünschter Höhe erwarten lässt, festgelegt. Im Rahmen des eigentlichen Bookbuildings werden die Kaufangebote der Investoren, die sich auf alle Preise innerhalb des vorgegebenen Rahmens beziehen können oder auf einen Höchstpreis innerhalb der Spannen limitiert sind, entgegengenommen. Nach einer gewissen Zeit wird das Orderbuch geschlossen und auf Basis der eingegangenen Angebote der Emissionspreis festgelegt.

„Und dann ermittelt man, wenn man ein Bookbuilding-Verfahren macht, eine Spanne, also eine Range, was die Aktie wert sein soll. Danach sieht man, wie die Nachfrage der Investoren ist und macht darauf aufbauend eine Zuteilung und gibt daraufhin auch den Emissionspreis aus.“ (Kapitalmarktexperte)

Die Zeichnungsfrist, also der Zeitraum, in dem Investoren die Wertpapiere erwerben können, und auch das angestrebte Volumen werden vom Emittenten festgelegt und den Investoren kommuniziert. Bei starker Nachfrage kann die Zeichnungsfrist vorzeitig beendet werden. In der Regel liegt die Zeitspanne zwischen einigen Stunden und mehreren Tagen.

„Das angestrebte Volumen ist aber von vorneherein festgelegt. In der Regel sind das Bis-Zu-Emissionen, z.B. bis zu 50 Mio. €. Die Zeichnungsfrist geht rein rechtlich ein Jahr, so lange kann der Emittent aus dem Zeichnungsbestand heraus bedienen. ... Aber unsere Zeichnungsfrist ist praktisch am Anfang der Zeichnungsfrist nur 2 Wochen.“ (Kapitalmarktexperte)

Bei einer Erstemission ist ein transparentes Informationsangebot von großer Bedeutung für Investoren, die eine Prüfung der Unterlagen und des Unternehmens vornehmen möchten. Verfügt das Familienunterneh-

⁵⁹ Eine Übersicht zu den verschiedenen Emissionsverfahren geben Achleitner (2002) und Prätsch/Schikorra/Ludwig (2007).

men durch bereits getätigte Emissionen über einen gewissen Bekanntheitsgrad am Kapitalmarkt, sind Folgeemissionen deutlich schneller und mit weniger Aufwand durchzuführen.

„Die [zweite Anleihe] haben wir innerhalb von 48 Stunden gemacht – von der Entscheidung bis zur Schließung des Order-Buchs. Das war eben dann der Vorteil: Sie waren dann bekannt, die erste Anleihe ist gut gelaufen, die Investoren waren relativ happy. Da kamen auch kaum Rückfragen beim Marketing. Wir wollten sie länger laufen lassen, aber da kamen keine Rückfragen, sondern nur Orders.“ (Familienunternehmen)

6.2.2 Vorbereitungszeit

Die Vorbereitungszeit für eine Kapitalmarkttransaktion hängt vom Ausgangspunkt des Familienunternehmens ab. Wenn es bislang noch keine Berührungspunkte mit der Kapitalmarktfinanzierung gab und die Informations- und Entscheidungsphase berücksichtigt wird, kann die Vorbereitungszeit mehrere Jahre in Anspruch nehmen.

„Da muss man die Familienunternehmen bisweilen sehr am Anfang abholen und ganz behutsam dorthin führen. Und so ein Prozess kann sich schon über mehrere Jahre hinstrecken.“ (Kapitalmarktexperte)

Je unvorbereiteter ein Unternehmen den Kapitalmarkt nutzen möchte, umso wichtiger ist es, eine ausreichende Vorbereitungszeit einzuplanen. Die Beschäftigung mit den Anforderungen der Kapitalmarktfähigkeit und die Analyse des Unternehmens sind hilfreich, um die notwendige Zeit einschätzen zu können.

„Wenn Sie eine spontane Entscheidung treffen, sich dann mit den Themen auseinandersetzen, die Banken Sie dabei unterstützen und die Ratingagenturen Ihnen Ihre Erwartungshaltung erzählen und Sie feststellen, dass Sie diese Informationen gar nicht haben und nicht wissen, wie Sie das schreiben sollen, dauert das locker 18-24 Monate.“ (Kapitalmarktexperte)

„So zehn bis zwölf Monate brauchen Sie. Je nachdem, wie Sie aufgestellt sind. ... Wenn Sie heute sagen: Ich will an die Börse gehen oder ich will ein kapitalmarktorientiertes Finanzierungsinstrument aufnehmen, dann brauchen Sie eine gewisse Vorbereitungszeit.“ (Familienunternehmen)

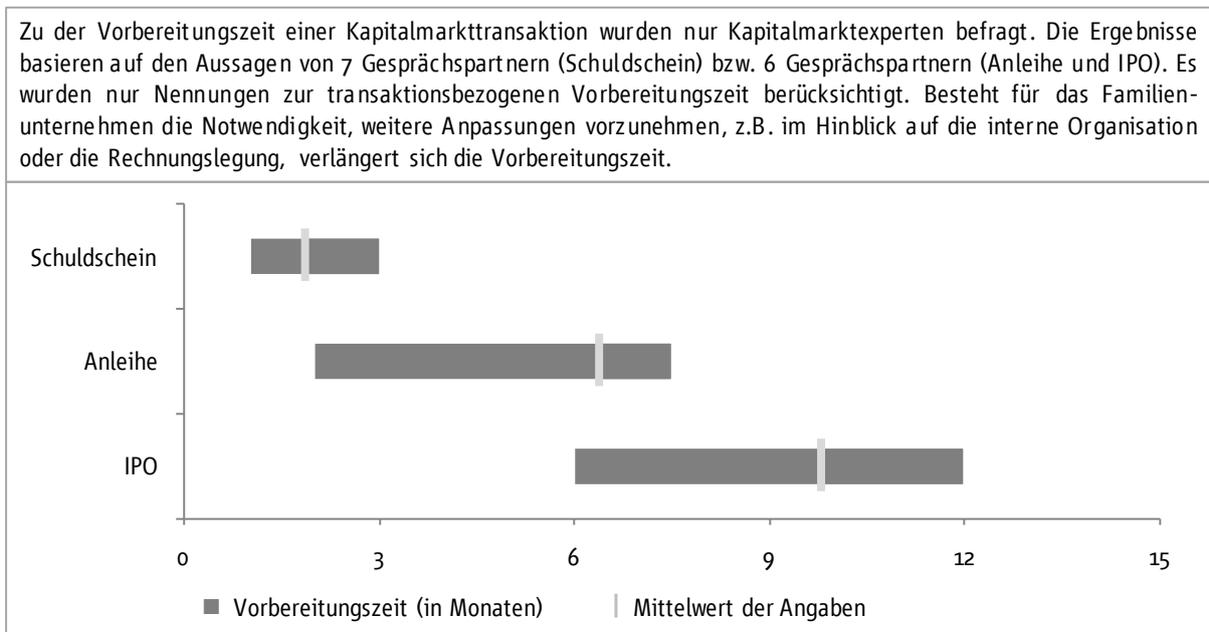
Bei allen Kapitalmarkttransaktionen ist es wichtig, dass es einen Verantwortlichen im Unternehmen gibt, der den Ablauf koordiniert. Auch die eingebundenen Abteilungen müssen über entsprechende Ressourcen verfügen. Eine eher konservative Planung aller Prozesse in der Vorbereitungsphase ist daher zu empfehlen. Da viele Familienunternehmen eher schlank aufgestellt sind, wird dieser Aspekt von den Gesprächspartnern besonders hervorgehoben.

„Gerade wenn man Familienunternehmen sieht, steht und fällt es mit dem Vorhandensein und der Fokussierung von Ressourcen. Die Realität zeigt, dass es eher länger dauert.“ (Kapitalmarktexperte)

Aufgrund der unterschiedlichen Ausgangssituationen kann keine exakte Zahl für die Vorbereitungszeit genannt werden. Abbildung 21 gibt jedoch einen Überblick über die von Gesprächspartnern genannten Zeit-

spannen, die für die Vorbereitung eingeplant werden sollten. Für ein IPO werden im Mittelwert etwa zehn Monate Vorbereitungszeit angegeben. Für eine Anleihe sehen die Gesprächspartner im Mittelwert zwischen sechs und sieben Monate als realistischen Zeitraum an und ein Schuldschein benötigt nach deren Einschätzung etwa zwei Monate Vorbereitungszeit.

Abbildung 21: Vorbereitungszeit einer Kapitalmarkttransaktion



Quelle: Eigene Darstellung

Bei einem IPO ist die Vorbereitung aufwendig, da eine Vielzahl an Kriterien geprüft werden muss und in der Vorbereitung sowohl auf der rechtlichen als auch auf der organisatorischen und kommunikativen Seite viele Punkte berücksichtigt werden müssen. Die einzelnen Aspekte sollten in Ruhe abgearbeitet werden, um den Erfolg der Transaktion sicherzustellen.

„Gute Börsenfähigkeit, die muss man sich wirklich in Ruhe anschauen. Daher passt der Begriff der handwerklichen Qualität gut. Das ist ja am Ende des Tages kein Teufelswerk, sondern die vielzähligen Arbeitspakete, die es da gibt, müssen sorgfältig abgearbeitet werden. Das kostet einfach eine gewisse Zeit.“ (Kapitalmarktexperte)

Neben dem Ausgangszustand des Unternehmens ist auch die Wahl des Marktsegments für die Vorbereitungszeit ausschlaggebend. Je nach Marktsegment werden unterschiedliche Anforderungen an das Unternehmen gestellt (vgl. Kapitel 5.1).

„Das ist auch unterschiedlich. Es ist prinzipiell so: Wenn man ein paar Sachen schon vorbereitet hat, dann kann man im Entry Standard einen Börsengang schon in sechs Monaten hinbekommen. Dann muss man aber davon ausgehen, dass die ganzen gesellschaftsrechtlichen Strukturen soweit schon geändert sind. Im Prime Standard, je nachdem wie groß die Emission wird, dauert es auf je-

den Fall länger. Da haben wir im Entry Standard sechs Monate und im regulierten Markt etwas knapp unter einem Jahr. Das hängt wirklich von den einzelnen Segmenten ab.“ (Kapitalmarktexperte)

In der Vorbereitungszeit werden Ressourcen gebunden, die für andere Prozesse im Unternehmen nicht mehr zur Verfügung stehen. So sind die Finanzverantwortlichen in der Regel sehr stark in die Vorbereitungen eingebunden. Gegebenenfalls muss auch das Management in dieser Zeit als Ansprechpartner zur Verfügung stehen. Aber auch die Rechtsabteilung, Controlling, Rechnungswesen und die Kommunikationsverantwortlichen müssen über personelle Ressourcen verfügen, um die Informationsaufbereitung, -prüfung und die Kommunikation der Informationen innerhalb des geplanten Zeitraums zu ermöglichen. Weitere parallel laufende Projekte und Aufgaben sollten daher in der Planung der Vorbereitungszeit berücksichtigt werden.

„Der Prozess ist bei einem IPO sehr intensiv, da ist das Management für drei bis sechs Monate komplett mit dem Thema zu. Die werden kaum Zeit haben, sich um das operative Geschäft zu kümmern und je mehr im Vorfeld vorhanden ist und richtig gemacht wurde, desto weniger stark ist diese Belastung.“ (Kapitalmarktexperte)

Bei der Fremdkapitalaufnahme über den Kapitalmarkt kann zwischen Schuldschein und Anleihe unterschieden werden. Der Schuldschein ist ein kapitalmarktnahes Finanzierungsinstrument, welches Elemente des Kredits, etwa den Darlehensstatus, und Elemente der Anleihe, etwa der größere Investorenkreis, aufweist. Auch der Aufwand einer Schuldscheintransaktion liegt daher zwischen dem eines Kredits und dem einer Anleihe. Gewisse Anforderungen müssen auch bei einem Schuldschein bereits vom Unternehmen erfüllt sein. Ist das Reporting gut aufgestellt und können die geforderten Informationen zeitnah bereitgestellt werden, kann die Durchführung der Transaktion aufgrund der schlanken Dokumentation innerhalb weniger Wochen erfolgen.

„Bei einem Schuldschein gibt es eine relativ schlanke Dokumentation, das heißt es ist relativ schnell. So zwischen vier und acht Wochen, wenn alles andere bereits passt.“ (Kapitalmarktexperte)

„Wir hatten dann einen solchen Zeitdruck. Wir mussten quasi innerhalb von sechs Wochen die Finanzierung stemmen. Da war an Anleihe überhaupt nicht zu denken. Das war dann ohnehin mehr als sportlich und von daher war dann der Schuldschein, so wie er uns angeboten wurde, mit Abstand die schnellstmögliche Variante und eben verglichen mit dem syndizierten Kredit auch die deutlich attraktivere, billigere Variante.“ (Familienunternehmen)

Bei einer Anleihe kommen zusätzliche Anforderungen auf das Familienunternehmen zu. Die Erstellung eines Wertpapierprospekts ist deutlich zeitintensiver als die Dokumentation eines Schuldscheins.

„Beim Bond dauert es relativ gesehen länger. Es hängt zum Wesentlichen mit der Dokumentationspflicht zusammen, die ein großes Thema ist ... und die je nach Professionalität, Zahlen usw. beim erstmaligen Bond deutlich länger dauern kann.“ (Kapitalmarktexperte)

„Wenn ein börsennotiertes Unternehmen eine Anleihe begibt, dann ist es natürlich sehr viel schneller und einfacher möglich, weil die haben die Strukturen in der Rechnungslegung, die haben ihre ganzen Berichtspflichten. ... Einen Prospekt zu schreiben, dauert aber trotzdem lange, da würde ich sagen, braucht man mindestens drei Monate, bis das durch ist.“ (Kapitalmarktexperte)

Auch die Wahrnehmung durch Investoren muss frühzeitig berücksichtigt werden. Geeignete Informationsangebote können bereits vor der Transaktion Interesse am Unternehmen generieren. Wird eine Kapitalmarkt-nutzung strategisch geplant, ist nicht nur die Umstellung der internen Reportingstrukturen, sondern auch die nach außen gerichtete Kommunikation der Ergebnisse sinnvoll, wenn nicht gar notwendig.

„Als wir angefangen haben, waren wir im Hinblick auf das Reporting schon gut aufgestellt, bis aber so ein Prospekt von null auf hundert geschrieben ist, dauert es ein bisschen. Das ist keine Sache von zwei oder drei Wochen, wie es für ein Börsenunternehmen eine reine Pflichtübung wäre. Wir hatten da durchaus Kürleistungen zu erbringen: Wir hatten einen gewissen Vorlauf und brauchten ergänzend auch die Wahrnehmung am Kapitalmarkt. Das heißt, wir haben angefangen, über unsere Quartalsreports Pressemeldungen herauszugeben und haben bilaterale Interviews mit Zeitungen geführt, um erst mal ein bisschen am Marktplatz zu klappern.“ (Familienunternehmen)

Für viele Anleiheemissionen ist ein Rating notwendig. Neben der Erstellung des Wertpapierprospekts kann auch der Ratingprozess viel Zeit in Anspruch nehmen und Ressourcen im Unternehmen binden. Die Aufgaben in diesem Zusammenhang reichen von der Beauftragung der Ratingagentur bis zu Treffen mit den Analysten der Ratingagenturen und der letztendlichen Freigabe und Vermarktung des Ratings. Verschiedene Abteilungen, wie Finanzen oder Rechnungswesen, aber auch das Unternehmensmanagement sind in diesen Prozess eingebunden.

„Wenn Sie hier beim internen Reporting auf einen Knopf drücken und haben dann alles da liegen und können alles nach außen transportieren und veröffentlichen, dauert es relativ kurz. Wenn Sie davon ausgehen, dass Sie erst ein Rating anfordern müssen und Ihre Prozesse für das Rating noch nicht mal stehen, dann reden wir über zwei Jahre. Wenn Sie anfangen, müssen Sie Ihre ganzen Reporting-Linien auf ein Rating zuzuordnen und neu ausrichten. Dann intern alles umstellen und zusätzlich dauern Rating-Prozesse eh immer mindestens ein halbes Jahr. Da müssen Sie eher mit langen Zeiträumen rechnen.“ (Kapitalmarktexperte)

„Ich würde mindestens drei Monate veranschlagen. Es ist dann natürlich auch die Frage, brauchen Sie ein Rating, brauchen Sie keins. Ein Ratingprozess - von der Entscheidung, ein Rating zu machen bis zu dem Zeitpunkt, an dem Sie eines haben - ist bestenfalls in acht Wochen zu machen und dann muss wirklich alles passen. Also, wenn Sie ein Rating brauchen und das ein Teil der Finanzierung sein soll, dann sind Sie eher bei drei bis sechs Monaten.“ (Kapitalmarktexperte)

6.2.3 Kosten der Kapitalmarktfinanzierung

Eine Kapitalmarkttransaktion ist mit einigen Kosten verbunden, die das Unternehmen bei der Entscheidung berücksichtigen sollte. Es kann sich dabei um direkte finanzielle Aufwendungen handeln, es entstehen aber

auch Kosten aufgrund des zeitlichen und personellen Aufwands, der mit einer Kapitalmarkttransaktion verbunden ist. Abbildung 22 gibt einen Überblick über die anfallenden Kosten im Rahmen einer Kapitalmarkttransaktion.

Abbildung 22: Kostenarten einer Kapitalmarkttransaktion

Kosten			
Herstellung der Kapitalmarktfähigkeit Aufbau der internen Organisationsstrukturen, Reporting, Rechnungslegung	Gebühren der Kapitalmarktpartner Gebühren der beteiligten Kapitalmarktpartner wie Banken, Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Börse	Preis des Instruments Preisfestsetzung in Abhängigkeit des Marktumfelds, des Bekanntheitsgrads, der Bonität und des Ratings	Erfüllung der Folgepflichten Einhaltung der Folgepflichten, etwa Publizitätspflichten, Investor Relations und Kommunikation

Quelle: Eigene Darstellung

In einem ersten Schritt sind die Kosten für die Herstellung der Kapitalmarktfähigkeit zu berücksichtigen. Sind interne Prozesse noch nicht ausreichend ausgebaut, um den Anforderungen des Kapitalmarkts gerecht zu werden, müssen diese angepasst werden. Dazu gehört gegebenenfalls der Aufbau von Wissen, Systemen und personellen Ressourcen, insbesondere in den Bereichen Finanzen, Rechnungswesen und Controlling. Eine Voraussetzung für die Kapitalmarktnutzung kann auch die Umstellung der Rechnungslegung sein (vgl. Kapitel 5.1.3). Diese Vorbereitungen sind Kosten, die zwar nicht in direktem Zusammenhang mit der Durchführung der Kapitalmarkttransaktion anfallen, jedoch durch diese bedingt sind.

„Ja, es macht Arbeit, das gebe ich zu. Sie müssen einen Konzernabschluss machen, Sie müssen erklären, Sie müssen erläutern. Ja, macht Arbeit, bringt aber auch was. Bei uns, kann ich sagen, ohne die Kommunikation, die wir mittlerweile haben, wäre diese ganze Finanzierung des Fremdkapitals deutlich teurer.“ (Familienunternehmen)

„Dann ist [eine Anleihe] durchaus ein interessantes Instrumentarium. Das Problem ist nur, Sie müssen halt eine gewisse Größe haben. ... Es macht unter 400 Mio. € keinen Sinn, weil die Transaktionskosten einfach so hoch sind. Wenn Sie Scharen von Rechtsanwälten und Wirtschaftsprüfern durchs Unternehmen jagen, müssen Ihre eigenen Abteilungen quasi fast ein halbes Jahr nichts anderes machen, als sich mit dem Thema zu beschäftigen. Da reden wir also wirklich über durchaus hohe Kosten.“ (Familienunternehmen)

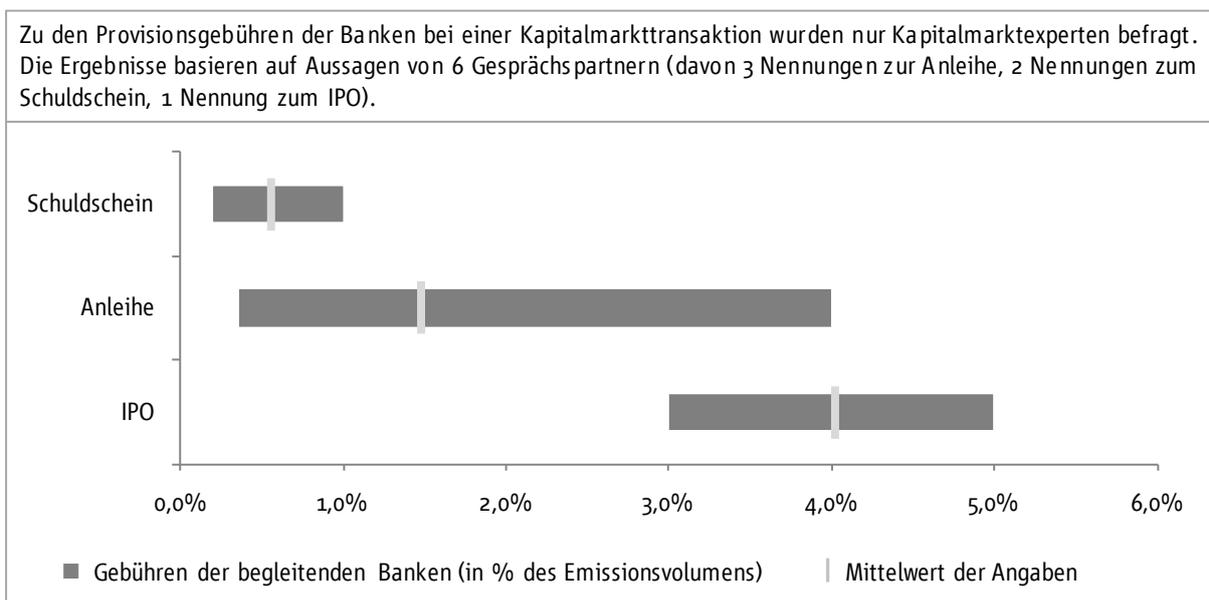
Als zweites sind die Kosten, die für die Kapitalmarktpartner anfallen, zu berücksichtigen. Der größte Kostenblock entsteht durch die Gebühren, die die emissionsbegleitenden Banken für die Platzierung der Wertpapiere und die damit verbundenen Aufgaben verlangen. Die Provisionen hängen vom Instrument und der

Bonität des Emittenten ab. Bei der Bonität, die sich im Rating widerspiegelt, wird in Investment Grade und Non-Investment Grade unterschieden.⁶⁰ Bei Fremdkapitalinstrumenten fließt auch die Laufzeit bei der Festsetzung der Provisionen ein. In der Regel gibt es von allen Marktteilnehmern akzeptierte und relativ einheitliche Provisionen.

„Das hängt natürlich auch von der Bonität und von der Laufzeit ab. Es gibt Matrixtabellen im Anleihebereich: Rating x, Laufzeit y, dann habe ich im Schnittpunkt die Preise.“ (Kapitalmarktexperte)

Abbildung 23 zeigt die von den Gesprächspartnern genannten Gebühren der Banken bei einer Kapitalmarkttransaktion.

Abbildung 23: Gebühren der begleitenden Banken bei einer Kapitalmarkttransaktion



Quelle: Eigene Darstellung

Die Kosten einer großvolumigen Kapitalmarkttransaktion können für Familienunternehmen durchaus eine Herausforderung sein. Vor allem Familienunternehmen, die finanziell gut aufgestellt sind und keine großen Investitionen oder Akquisitionen tätigen, können ihr Finanzierungsvolumen über Bankkredite stemmen. Wird die Entscheidung für eine Kapitalmarktnutzung aus strategischen Gründen getroffen, ist das Unternehmen in der Regel eher bereit, die Kosten zu akzeptieren.

„Wenn da plötzlich Fees im Millionenbereich im Raum stehen und ich bisher bilaterale Linien hatte, die weitestgehend sogar ohne eine Bereitstellungsprovision zur Verfügung gestellt wurden - ich

⁶⁰ Non-Investment Grade bezeichnet Bonitätseinstufungen über ein Rating, welches bei oder unterhalb von Ba1/BB+/BB+ liegt und wird auch als Speculative Grade bezeichnet. Anleihen in diesem Bereich werden auch High Yield oder Junk Bonds genannt. Investment-Grade-Ratings liegen zwischen Aaa/AAA/AAA und Baa3/BBB-/BBB-.

glaube, wenn ich hier zu unserem Senior Chef gekommen wäre und das gesagt hätte, der hätte mich hochkant rausgeschmissen. Das ist einfach eine ganz andere Finanzierungswelt, wo sich ein Mittelständler klassischer Prägung einfach sehr schwer tut. Und dann auch die Frage, was kriegen wir eigentlich dafür als Gegenleistung.“ (Familienunternehmen)

Weitere Kosten fallen für die Bezahlung anderer Kapitalmarktpartner an. So müssen Berater, wenn Sie bei einer Kapitalmarkttransaktion eingebunden werden, bezahlt werden. Für die Erstellung der Dokumentation, vor allem der Wertpapierprospekte bei Anleihen und IPOs, benötigt ein Unternehmen in der Regel die Hilfe von Anwaltskanzleien. Für die Überprüfung der Zahlen werden Wirtschaftsprüfer engagiert. Letztendlich kostet auch die Einführung und Notierung des Wertpapiers an der Börse. Es ist schwierig, die Kosten für die weiteren Kapitalmarktpartner in einer Zahl zusammenzufassen, da es sowohl für die jeweiligen Produkte Unterschiede gibt, aber auch in den Honorarvorstellungen der einzelnen Kapitalmarktpartner.

„Finanziell ist das abhängig vom Package, das Sie kaufen müssen. Wenn Sie einen Berater oder Juristen brauchen, wird das teuer. Wenn Sie mit viel eigenem Personal das Ganze machen können, wird es natürlich deutlich billiger. Dann hängt es auch noch vom Finanzinstrument ab: Eine Anleihe oder Equity? Going Public ist definitiv teurer, wie wenn Sie so ein Privatplatzierungsformat nutzen.“ (Kapitalmarktexperte)

Die Dokumentation für eine Wertpapieremission ist das rechtlich bindende Angebot an Investoren. Daher ist die juristisch einwandfreie Erstellung eines Wertpapierprospekts sehr wichtig. Entsprechend kann die Arbeit sehr umfangreich sein. Da die Dokumentation in der Regel von externen Anwälten erstellt bzw. juristisch geprüft werden muss, sind die Gebühren für diese Zusammenarbeit ebenfalls zu berücksichtigen.

„Dokumentation heißt natürlich auch immer ein Stück weit Pricing. ... Wenn Sie ein Vierteljahr externe Anwälte beschäftigen, kommt natürlich auch was zusammen, was Sie in Ihre Finanzierungskosten mit rein rechnen müssen.“ (Familienunternehmen)

Eine genaue Zahl zu nennen, ist weiterhin schwierig. In jedem Fall sind die Kosten für die Schuldscheindokumentation, da es sich nicht um ein Wertpapier, sondern ein Darlehen handelt, wesentlich geringer als bei einer Anleihe oder einem Börsengang.

„Die Dokumentations-Kosten [für Schuldscheine] sind inzwischen runtergekommen auf 20.000 bis 40.000 €, je nachdem.“ (Kapitalmarktexperte)

„Bei [einer renommierten Anwaltskanzlei] muss so um die 200.000 € Honorarvolumen fließen, das ist so in etwa der Ansatz.“ (Kapitalmarktexperte)

In der Vorbereitung kann auch die Zusammenarbeit mit Kommunikationsagenturen zu Kosten führen. Doch selbst wenn das Marketing von dem Unternehmen und anderen Kapitalmarktpartnern vorgenommen wird, fallen interne Kosten an. Für die meisten Kosten in der Vorbereitung einer Kapitalmarkttransaktion gilt, dass diese für die erste Transaktion am höchsten sind. Bei einer weiteren Kapitalaufnahme verringern sie sich, da

Kenntnisse zu den Prozessen bereits vorhanden sind und geleistete Arbeit aus den vorherigen Emissionen übernommen werden kann.

„Die erste Finanzierung auf diese Art wird sicherlich die teuerste sein. Denn wenn man schon einmal eine Anleihe hatte und diese dann wieder ablöst, hat man ja schon seinen, oftmals treuen, Investorenkreis. Bei der zweiten Anleihe muss dann, was das Marketing betrifft, nicht mehr so viel investiert werden.“ (Kapitalmarktexperte)

Wie auch bei den kreditgebenden Banken kann eine langfristige Beziehung die Konditionen der Kapitalaufnahme beeinflussen. Soll der Kapitalmarkt langfristig genutzt werden, hat das Unternehmen die Möglichkeit, einen Track Record, d.h. einen Namen und eine Historie am Kapitalmarkt, aufzubauen. Zu Beginn der Kapitalmarktaktivitäten ist dieser nicht vorhanden und Vertrauen kann lediglich über Informationsangebote an Investoren aufgebaut werden. Einige Familienunternehmen empfinden daher die Preisfindung am Kapitalmarkt als starr und vielleicht auch nachteilig, da die qualitativen Faktoren weniger Eingang in die Bewertung finden als dies bei einer langfristigen Bankbeziehung der Fall sein kann.

„Es müsste dann die Bereitschaft da sein, dass man es nicht als unangemessen nachteilig empfindet, dass die anonymen Investoren doch andere Renditevorstellungen haben ... als die ein oder andere Bank, die uns halt aus den langjährigen Beziehungen intensiv und gut kennt und deswegen reduzierte Risikoaufschläge ansetzt. Der anonymen Kapitalmarkt, der uns nicht so kennt, sieht das ganz mechanisch: Was ist das und wie ist da das Pricing?“ (Familienunternehmen)

Ein dritter Kostenfaktor ergibt sich durch die Preisfestsetzung des Instruments. Während bei Aktien der Emissionskurs die relevante Kenngröße ist, sind dies bei Anleihen und Schuldscheinen der Zinssatz und der Ausgabepreis. Der Preis eines Wertpapiers ist grundsätzlich eine Funktion aus Angebot und Nachfrage. Weitere Faktoren sind das Marktumfeld, der Bekanntheitsgrad des Unternehmens, manchmal auch als „Name Recognition“ bezeichnet, die gute Bonität und die finanziellen Kennzahlen eines Unternehmens. Während Anleiheinvestoren Wert legen auf stabile Cash-Flows, sind Aktieninvestoren an der Wertentwicklung und den Zukunftsaussichten des Unternehmens interessiert. Da das Rating Ausdruck der Bonität ist, kann dieses besonders bei der Fremdkapitalaufnahme eine wichtige Rolle spielen.

„Für Fremdkapitalinstrumente sind Ratings eigentlich nötig. Vermutlich sind sie im Normalfall auch die günstigere Lösung. Unsicherheit wird vom Markt immer mit einem gewissen Penalty im Pricing bestraft.“ (Kapitalmarktexperte)

Die richtige Preisfindung ist nicht einfach. Kapitalmarktpartner kennen die Nachfragesituation auf der Investorenseite sehr gut und können in der Regel eine qualifizierte Preisindikation abgeben. Allerdings muss berücksichtigt werden, dass Preise sich aufgrund des Marktumfelds und den Präferenzen von Investoren verändern und daher einem gewissen Volatilitätsrisiko unterliegen.

„Man darf sich nicht von Tagesveränderungen im Pricing treiben lassen. Man muss halt die Entscheidung treffen, ich will dieses Ziel erfüllen und dann bin ich flexibel, was das Timing betrifft. Aber ich muss mich auch auf eine gewisse Volatilität im Pricing einstellen.“ (Kapitalmarktexperte)

Inwiefern der Preis für das Familienunternehmen eine Rolle spielt, hängt von der Situation und den Gründen für eine Kapitalmarktnutzung ab. Einige Familienunternehmen präferieren, zusätzlich zu Bankkrediten, eine Finanzierung über Schuldscheindarlehen, da diese weniger Dokumentationsaufwand bedeuten und weniger Folgepflichten nach sich ziehen. Grundsätzlich sind Schuldscheine jedoch nicht liquide und Investoren verlangen dafür in der Regel eine Kompensation in Form höherer Kupons als bei einer Anleihe mit vergleichbarem Bonitätsrisiko. Allerdings gibt es andere Gründe, die für eine Investition in Schuldscheine sprechen können, etwa die Bilanzierung zum Nennwert. Da die Gewichtung der Vor- und Nachteile von der Marktphase und dem Investorentyp abhängen, kann eine generelle Aussage zu den Preisunterschieden zwischen Schuldscheinen und Anleihen nicht getroffen werden. Das Familienunternehmen muss daher das für das Unternehmen richtige Produkt im Rahmen einer Kosten-Nutzen-Analyse auswählen.

„Zu der Zeit, als wir das Schuldscheindarlehen gemacht haben, war das Schuldscheindarlehen mit Abstand preislich gesehen das attraktivste Produkt.“ (Familienunternehmen)

„Als wir über die Anleihe diskutierten, entstand eine Situation, in der Banken aufgrund ihrer Kreditbücher und der Eigenkapitalrückdeckungs-Diskussion sehr kritisch auf jede Form von neuen Kreditengagements schauten und das machte sich in den Preisen deutlich. Wir hätten auch weitere Schuldscheindarlehen platzieren können, aber die gehen dann nun mal typischerweise in die Bankbilanz hinein. Die liegen dann bei den Sparkassen und Geschäftsbanken in den Bilanzen. Es hat sich gezeigt, dass in der Anleihe ein besseres Pricing möglich war.“ (Familienunternehmen)

„Da kriegen Sie ja dann kein Schuldscheindarlehen oder schon gar nicht eine Anleihe. ... Wenn ich irgendwo einen Kredit aufnehme, drei Jahre festen Zinssatz, dann würde ich heute bei der Bank für einen Kredit 2,3% zahlen. Wenn ich eine Anleihe emittiere, dann kauft mir die niemand für 2,3% ab.“ (Familienunternehmen)

Bei den Überlegungen zu den kostengünstigsten Finanzierungsmöglichkeiten ist nicht nur das aktuelle Marktumfeld relevant, sondern die Finanzverantwortlichen haben auch die zukünftige Finanzierungsstrategie des Unternehmens im Blick. Da die Vorbereitungszeit für eine Kapitalmarkttransaktion mehrere Monate oder gar Jahre in Anspruch nehmen kann, ist eine kontinuierliche Analyse der Konditionen und gegebenenfalls eine Neuausrichtung entsprechend der eigenen Einschätzung sinnvoll.

„Und dann ist die Rechnung, zu welchen Konditionen refinanzieren ich mich, vielleicht nicht mehr so eindeutig in Richtung der Banken, wie das in der Vergangenheit gewesen ist. Es gibt durchaus Unternehmer, die sagen: Wieso sollte ich für 6% eine Kapitalmarktfinanzierung mobilisieren, ich kriege doch von meiner Bank 4%. Die Kalkulation wird sich ändern.“ (Familienunternehmen)

Als vierter Kostenpunkt fallen, neben den Kosten der Vorbereitung und Durchführung der Transaktion, auch Kosten für die Erfüllung der Folgepflichten an. Die Kosten des Being Public sollten vorab bereits kalkuliert und berücksichtigt werden, da ein Rückzug vom Kapitalmarkt nicht ohne Weiteres möglich ist. Hierzu gehören die in Kapitel 5.1 genannten Folgepflichten, vor allem die zu erfüllenden Publizitätspflichten und die Kommunikation mit Investoren und weiteren Stakeholdern.

„Das Flutlicht ist angeschaltet und wird nicht irgendwann, wenn ich an der Börse bin, wieder abgeschaltet. Das muss man einfach wissen, d.h. auch, dass bestimmte Prozesse wie Quartalsberichte oder jährliche Veranstaltungen mit Analysten, Banken etc. jedes Jahr oder jedes Quartal wiederkommen. Das bedeutet, dass bestimmte Kapazitäten vorgehalten werden müssen und hat damit auch eine Kostenkomponente. Da sind wir auch bei kleinen Sachen blitzschnell bei einem deutlich sechsstelligen Betrag, der pro Jahr für diese Thematik anfällt.“ (Kapitalmarktexperte)

„Die ganzen Analysten- und Pressekonferenzen waren für uns eigentlich nur Kosten, die eigentlich nichts gebracht haben.“ (Familienunternehmen)

6.2.4 Wahl des Marktsegments

Der über Börsen organisierte Kapitalmarkt bietet Unternehmen verschiedene Marktsegmente an. Die Marktsegmente unterscheiden sich hinsichtlich der gesetzlichen Grundlage und ihrer Transparenzanforderungen an den Emittenten bzw. ihres Transparenzangebots an den Investor. Wie in Kapitel 5.1.3 dargestellt, gibt es in Europa den EU-regulierten Markt und den von den jeweiligen Börsen regulierten Markt.

Es ist herauszustellen, dass die Börse mit allen ihren Marktsegmenten eine reine Sekundärmarktfunktion erfüllt. Eine Platzierung kann nicht über die Börse erfolgen, sondern diese ermöglicht lediglich den Handel bestehender und notierter Wertpapiere.

„Da betone ich auch den Begriff Handel, denn das ist natürlich ein Sekundärmarkt, den die Börse darstellt. Mit dem Primärmarkt, mit der eigentlichen Platzierung, sowohl im Aktienbereich als auch im Rentenbereich, haben wir qua Definition nichts bis wenig zu tun. Die Börse ist ein Sekundärmarktveranstalter.“ (Kapitalmarktexperte)

In den Marktsegmenten können verschiedene Wertpapiere notiert werden, wobei sich manche Segmente im Freiverkehr auf eine Wertpapiergattung beschränken. Als Beispiel sind hier der Entry Standard der Deutschen Börse oder das Segment m:access der Börse in München zu nennen, die bisher auf Aktien beschränkt waren und erst im Jahr 2010 angekündigt haben, nun auch für die Notierung von Anleihen zur Verfügung zu stehen.

Die Wahl des Wertpapieremittenten für ein bestimmtes Marktsegment hängt zum einen von den Zulassungsvoraussetzungen und zum anderen von den mit einer Notierung verbundenen Folgepflichten, wie beispielsweise Offenlegungspflichten, ab.⁶¹ Diese Struktur trägt der Heterogenität der deutschen Unternehmenslandschaft Rechnung und ermöglicht es Unternehmen verschiedener Größenordnungen und auch Zielsetzungen, das für sie passende Segment zu nutzen. Diesen Vorteil nennen die Gesprächspartner auch in den Interviews.

⁶¹ Für eine Übersicht zu den mit dem jeweiligen Marktsegment verbundenen Zulassungsanforderungen und Folgepflichten, siehe Kapitel 5.1.

„Auf der Equity-Seite orientiert man sich sicherlich stark an den Größen, vor allem Umsatzgröße, aber hier haben wir ja an der Börse auch die Struktur, dass es unterschiedliche Segmente gibt. Angefangen bei Freiverkehr oder dem Entry Standard bis hin zum Prime Standard. ... Dadurch sind natürlich auch automatisch unterschiedliche Größenklassen vertreten.“ (Kapitalmarktexperte)

Bei den Marktsegmenten muss jedoch auch auf die Unterschiede im Hinblick auf das Finanzierungsinstrument eingegangen werden. Auch wenn viele Anforderungen an die Unternehmen sowohl für die Notierung von Aktien als auch von Anleihen zutreffen, gibt es Unterschiede, die nicht vernachlässigt werden dürfen. Daher geben die folgenden Abschnitte jeweils separat einen Überblick zu den Besonderheiten der Marktsegmente für Aktien und für Anleihen.

Die Wahl eines Marktsegments ist für die Notierung der Aktie und des damit verbundenen Signals an den Kapitalmarkt von großer Bedeutung. Zum einen verbinden Investoren mit einem bestimmten Segment die jeweiligen Mindeststandards, zum anderen müssen Unternehmen, die dieses Segment wählen, natürlich auch bereit sein, den damit verbundenen Pflichten nachzukommen. Die wesentlichen Punkte, die Gesprächspartner in diesem Zusammenhang erwähnen, sind folglich die Offenlegungs- und Berichtspflichten der Segmente und die Kosten.⁶² Die Kosten, sowohl die des Going Public als auch die des Being Public, die mit einer Notierung an der Börse verbunden sind, hängen von den Marktsegmenten ab. Unter Kosten sind hier jedoch nicht nur die reinen Listingkosten zu verstehen, sondern alle Kosten, die mit der Erfüllung der Pflichten einer Notierung einhergehen.⁶³ Dazu gehören beispielsweise auch die Kosten für personelle und zeitliche Ressourcen, die eine Umstellung der Rechnungslegung mit sich bringt. Die Kosten werden von Unternehmen im Rahmen des Entscheidungsprozesses gegen den Nutzen durch die Notierung in einem bestimmten Segment abgewogen.

„Nehmen Sie Freiverkehr versus regulierter Markt: Wenn Sie keine internationale Rechnungslegung bisher hatten, dann müssen Sie erst mal für drei Jahre IFRS-Abschlüsse nachholen für einen Börsengang im regulierten Markt, was Sie im Freiverkehr nicht müssten. Dann ist ja die Frage einfach: Was sind wiederum die Vorteile, die ich habe, wenn ich eben doch am regulierten Markt bin? Und rechtfertigen diese Vorteile den Aufwand, den ich dadurch generiere, dass ich jetzt eben für drei Jahre IFRS-Abschlüsse nachholen muss. Das muss man letztlich abwägen und das ist einfach im Endeffekt eine Kosten-Nutzen-Frage.“ (Kapitalmarktexperte)

Die Wahl einer Notierung im EU-regulierten Markt oder im Freiverkehr hängt auch vom Marktumfeld und den Präferenzen der Investoren ab. Während es zeitweise zahlreiche IPOs im Freiverkehr, bzw. in Bezug auf die Marktsegmente der Deutschen Börse im Entry Standard, gab, ist diese Tendenz im aktuellen Umfeld

⁶² Vgl. Kaserer/Obernberger (2010) für einen Überblick zu den Emissionsvolumina und den Emissionskosten an den wichtigsten europäischen Börsenplätzen.

⁶³ Vgl. Kaserer/Schiereck (2008) für einen Überblick zu den direkten und indirekten Kosten.

kaum zu beobachten. Eine Berücksichtigung der aktuellen Markttrends ist daher wichtig, um bei einem Börsengang entsprechende Nachfrage von Investorensseite zu generieren.

„Aus heutiger Investorensicht wird eher wieder der Prime Standard favorisiert. Das sieht man auch bei Börsengängen, die jetzt stattgefunden haben, weil man im Entry Standard, muss man sagen, ein bisschen weg von der öffentlichen Wahrnehmung ist.“ (Kapitalmarktexperte)

Die Überlegung, ob eine Notierung im Ausland für ein deutsches Familienunternehmen sinnvoll ist, wird von den Gesprächspartnern recht eindeutig im Sinne für die Notierung der Aktie an einem deutschen Markt beantwortet.

„Was die Börsenplätze angeht, sind wir Anhänger der Deutschen Börse. Wenn eine Firma im Bereich Medizintechnik tätig ist und am Bodensee sitzt, kann man auch über Zürich nachdenken, aber ansonsten halte ich es für deutsche Familienunternehmen für etwas ungewöhnlich nach England zu gehen oder sonst wohin.“ (Kapitalmarktexperte)

„Noch zu dem Thema, in welchen Markt ich gehen soll: Wichtig ist immer gerade für Familienunternehmen, dass sie möglichst in ihren Heimatmarkt gehen. Das würden wir immer so empfehlen, weil da einfach eine andere Wahrnehmung ist. Ich würde niemals einem deutschen Familienunternehmen empfehlen, in London an den Markt zu gehen. Wenn man kein Großkonzern ist, ... dann müssen Sie sich zum einen eine Investorenbasis im Heimatland bauen und zum anderen dann darum aufbauen in Europa.“ (Kapitalmarktexperte)

Eine Notierung an einer ausländischen Börse ist nur unter bestimmten, einzelfallabhängigen Gründen für Familienunternehmen geeignet. Hier ist beispielsweise die Nähe zu einem bestimmten Markt, wenn etwa ein Unternehmen einen Großteil seiner Produkte im Ausland verkauft, oder die Anpassung an Wettbewerber, die ebenfalls alle an einem bestimmten Marktplatz notiert sind, zu nennen.

„Der Hintergrund des Börsengangs in den USA war eigentlich mehr dem Marketing geschuldet. ... Viele unserer Aktivitäten, gerade auch unsere neuen Hoffnungsträger, basierten auf dem amerikanischen Markt und das war eigentlich die Idee.“ (Familienunternehmen)

In der Regel ist jedoch festzuhalten, dass sich ein Listing an einem großen Börsenmarktplatz in Deutschland, wie beispielsweise der Deutschen Börse, der Börse Stuttgart oder der Börse München, anbietet.

Im Anleihenmarkt hingegen scheint die Frage nach einer Notierung im regulierten Markt oder im Freiverkehr eine geringere Rolle zu spielen als bei Aktien.

„Ist es ein regulierter Markt, ist es ein unregulierter Markt, das sind manchmal so Themen: Hat das Unternehmen IFRS, hat es nicht IFRS, ist es in der Lage die Reports in den geeigneten oder vorgeschriebenen Zeiträumen zu liefern? Aber das ist nicht eine Make-or-Break-Frage, das ist auch für die Investoren nicht so ausschlaggebend im Vergleich zum Equity-Markt, weil es dort eine viel stärkere Wirkung auf die Investorenschaft hat.“ (Kapitalmarktexperte)

„Die haben ihre letzte Anleihe irgendwo in Luxemburg gemacht. ... Da schaut man durchaus, dass man nicht unbedingt am ersten Platz sein muss, wenn dort die Anforderungen an die Dokumentation und Stückelung usw. zu hoch erscheinen. Das ist auch eine Kostenfrage, da geht man auch schon mal ein bisschen weiter, weil hinterher fragt keiner mehr danach.“ (Familienunternehmen)

Die Finanzierung über Anleihen war bisher in der Regel nur sehr großen Unternehmen vorbehalten, die einen hohen Kapitalbedarf hatten und damit ein entsprechendes Emissionsvolumen platzieren konnten. In 2010 gab es jedoch bedeutende Veränderungen auf dem Markt und es öffneten sich einige Marktsegmente speziell für Anleihen mit kleineren Volumina. Auch wenn es bereits zu früherer Zeit kleinvolumige Anleihen gab, wie beispielsweise die nicht an der Börse gelisteten Anleihe der Ernst Klett AG über 50 Mio. € mit einer Laufzeit über fünf Jahre aus dem Juni 2009, wird mit diesen Marktsegmenten erstmalig ein definierter Markt für solche Finanzierungsinstrumente geschaffen. Einige Emissionen haben gezeigt, dass diese Marktsegmente auch von Investoren anerkannt und genutzt werden. Die große Mehrheit der Gesprächspartner, sowohl Kapitalmarktexperten als auch Familienunternehmen, haben sich bereits zu diesen Marktsegmenten informiert. Die zusätzliche Möglichkeit der Platzierung einer Anleihe mit einem kleineren Emissionsvolumen wird von vielen Familienunternehmen begrüßt.

„Das ist ja gerade gemacht worden, nämlich das Ganze auch für andere Größenklassen zu öffnen. Die Größe ist eine der Haupthürden, da der Finanzierungsbedarf von Familienunternehmen typischerweise nicht so groß ist, dass sie die großen Produkte des Kapitalmarkts, z.B. Benchmark-Anleihen, nutzen könnten. Da ist jetzt sicherlich mit den Segmenten für Mittelstandsanleihen eine interessante Möglichkeit aufgekommen.“ (Familienunternehmen)

Allerdings weisen auch einige Gesprächspartner darauf hin, dass die Qualität der Emittenten, die eine Anleihe in dieser Form notieren, enorm bedeutend ist, um die Marktsegmente langfristig zu einem erfolgreichen Modell zu entwickeln.

Ein weiterer Punkt, den Gesprächspartner in diesem Zusammenhang betonen, ist die Unsicherheit über Liquidität bei kleinvolumigen Anleihen. Investoren müssten eben neben dem Ausfall- und Zinsrisiko, welches bei allen Anleihen in unterschiedlichem Ausmaß zu finden ist, auch ein höheres Liquiditätsrisiko tragen. Dieses muss kein Hindernis für ein solches Marktsegment sein, es stellt sich lediglich die Frage, wie Investoren reagieren, falls sich Illiquidität einstellen sollte.

„Mid-Caps haben eben kleinere Emissionen und sind nicht immer liquide. Also, das heißt das Investorenrisiko ist objektiv höher und da gibt es sicherlich noch Möglichkeiten, diesen Markt zu entwickeln.“ (Familienunternehmen)

Im Hinblick auf die neuen Segmente wird auch die Platzierung diskutiert und die Frage aufgeworfen, inwiefern Unternehmen in der Lage sind, diese Schritte alleine oder in einer weniger engen Zusammenarbeit mit Partnern zu gehen. Sicherlich gehört zur Platzierung einer Anleihe in Eigenregie viel Expertise und Erfahrung in diesem Bereich. Unternehmen, die bisher keine Kapitalmarkterfahrung gesammelt haben, sollten

daher nicht auf eine Begleitung einer solchen Transaktion durch einen Kapitalmarktexperten, eine Bank oder einen Berater verzichten.

„Es hängt wirklich davon ab, ob diese Anleihen marktfähig sind und ob ich sie platzieren kann. Nicht nur einfach aufgrund der Bonität, sondern tatsächlich aufgrund der Technik.“ (Familienunternehmen)

„Ob die kleineren Unternehmen smart genug sind, um ihr Produkt selber an den Mann zu bringen, da hab ich auch gewisse Zweifel. Ob die überhaupt die Kontakte haben und die Sprache sprechen, die die Investoren hören wollen, wenn sie so ein Produkt kaufen, das muss man erst mal abwarten.“ (Familienunternehmen)

Zur Frage, ob Anleihen an einer Börse im Inland oder im Ausland notiert werden sollten, kann keine eindeutige Feststellung getroffen werden. Entscheidend sind bei der Auswahl des Börsenplatzes die Zulassungsanforderungen, die Folgepflichten und die Kosten. Die bisherigen Argumente, dass ein Listing beispielsweise in Luxemburg aufgrund des Regelwerks einfacher ist, könnten in Zukunft weniger relevant sein, wenn es zu einer verstärkten Nutzung der Segmente der Mittelstandsanleihen im Freiverkehr kommt.

„Wenn es um eine Anleihe geht, eher mal Luxemburg. ... Luxemburg weil easy und Retail-Fähigkeit.“ (Kapitalmarktexperte)

„Die etwas exotischeren Adressen, alle möglichen geregelten Märkte oder Luxemburg usw., die gelten heute auch als zulässig, auch die Stückelung und solche Dinge. Ich weiß von einem Unternehmen, die schauen sich schon sehr genau an, ob man nicht irgendwo, ich sage mal an einem zweit-rangigen Platz, das besser platzieren kann. Man muss nicht in Frankfurt am geregelten Markt erscheinen mit den ganzen Anforderungen, die da gestellt werden.“ (Familienunternehmen)

6.2.5 Timing

Der Zeitpunkt, zu dem eine Kapitalmarkttransaktion stattfindet, ist bedeutend für den Erfolg eines solchen Projekts und die damit verbundenen Konditionen.

In den Interviews wird immer wieder der Einfluss bestimmter Ereignisse auf die Aufnahmefähigkeit und Risikobewertung durch den Kapitalmarkt betont. Beispiele sind der Zusammenbruch von Lehman Brothers am 15. September 2008 oder die Herabstufung des Ratings von Griechenland-Anleihen auf BB+ von Standard & Poor's am 27. April 2010. Daher sind eine langfristige Planung mit ausreichender Vorbereitungszeit und eine gewisse Flexibilität wichtig.

„Es ist es immer so, dass es am Markt gewisse Zeitfenster gibt, in denen alle äußeren Rahmenbedingungen richtig gut sind. Aber die können sich im nächsten Moment wieder so verändern, dass es nicht mehr optimal oder am Ende sogar gar nicht mehr machbar ist. Wenn man da flexibel ist, dann ist das von Vorteil, denn wenn ich zwingend das Geld brauche und genau in der Woche passiert ein externes Ereignis, was den Markt komplett zerstört, dann habe ich natürlich ein irrsinniges

Problem. Wenn ich da flexibel bin, dann lasse ich es jetzt und mache die Transaktion vielleicht drei Monate später, wenn sich der Markt wieder beruhigt hat.“ (Kapitalmarktexperte)

Es müssen jedoch nicht immer einzelne Ereignisse sein, die das Marktumfeld beeinflussen. Trends und Präferenzen ändern sich im Zeitablauf, wodurch sich das Marktumfeld positiv oder negativ auf eine Transaktion und das Investoreninteresse auswirken kann. Entsprechend den jeweils aktuellen Gegebenheiten kann oder muss eine Transaktion auch ausgestaltet werden. Es bestehen beispielsweise Marktphasen, in denen eine Anleiheemission ohne Rating kaum denkbar ist, und andere, in denen Investoren ein Rating nicht für notwendig erachten. Die Finanzverantwortlichen beschäftigen sich daher vorab intensiv mit den Marktgegebenheiten und beobachten das Marktumfeld, um so ein geeignetes Zeitfenster für eine Transaktion ausmachen zu können.

„Man darf auch das Timing nicht ganz außer Acht lassen. Wir befinden uns in einer Zeit, wo gute Staatsanleihen so gut wie nicht verzinst werden und Staatsanleihen mit zweifelhafter Bonität unterliegen einem gewissen politischen Risiko, das man als Anleger nur schwer einschätzen kann. Von daher war der Appetit auf Unternehmensanleihen ohnehin deutlich gewachsen, das Angebot war immer noch recht begrenzt. ... Und es gab zu diesem Zeitpunkt eine relativ überschaubare Anzahl an Unternehmensanleihen mit höheren Coupons, also sagen wir mal oberhalb von 5%, so dass mit unserer Anleihe eben auf eine sehr große Nachfrage gestoßen sind.“ (Familienunternehmen)

Entsprechend den Veränderungen des Marktumfelds ändern sich auch die Konditionen, zu denen eine Aktie oder eine Anleihe von Investoren nachgefragt werden. Die Nutzung des Kapitalmarkts bringt daher auch immer eine gewisse Unsicherheit hinsichtlich der tatsächlich realisierbaren Konditionen mit sich. Sich alleine aus Kostengründen für eine Kapitalmarktnutzung zu entscheiden, halten daher viele Gesprächspartner für falsch. Folglich steht für Kapitalmarktexperten und Unternehmen bei den Gründen für die Kapitalmarktnutzung auch selten der Kostenaspekt im Vordergrund der Überlegungen. Die Nutzung des Kapitalmarkts sollte unter Berücksichtigung aller Vor- und Nachteile bedacht und aufgrund strategischer Zielsetzungen verfolgt werden.

„Ich hab in vielen Gesprächen mit Unternehmen, die vielleicht erst in einem Vierteljahr eine Anleihe machen wollen, gehört: Was kostet denn die Anleihe heute? ... Am Ende ist aber entscheidend, wie der Markt in einem Vierteljahr ist. Das wollen viele nicht so richtig hören. Man muss schon einen vernünftigen Blick auf den Markt haben, aber man muss halt eine gewisse Volatilität in Kauf nehmen. Die Frage sollte sein: Ist das das strategisch richtige Vorhaben?“ (Kapitalmarktexperte)

Restriktionen hinsichtlich eines Zeitfensters für eine Kapitalmarkttransaktion ergeben sich jedoch nicht ausschließlich aus externen Gegebenheiten, sondern können auch durch Entwicklungen und Abläufe im Unternehmen bedingt sein. So sind etwa bei einem IPO oder einer öffentlichen Anleiheemission aktuelle Geschäftszahlen im Wertpapierprospekt enthalten. Berichtet ein Unternehmen nur einmal im Jahr, bietet sich eine Transaktion im Anschluss an die Veröffentlichung der Zahlen an.

6.2.6 Investoren

Mit einer Kapitalmarkttransaktion werden je nach Produkt und Ausgestaltung des Instruments bestimmte Investoren angesprochen. Für ein Familienunternehmen kann es sinnvoll sein, sich die Unterschiede in den Investorentypen und die damit verbundene Ansprüche deutlich zu machen. So können die Finanzverantwortlichen in der Vorbereitung der Transaktion bereits versuchen, auf die Zielgruppe in besonderer Art und Weise einzugehen.

In der Regel kommt für jedes Produkt eine bestimmte Investorengruppe in Frage. Die meisten Investoren haben einen klaren Investitionsfokus und trennen zwischen den verschiedenen Anlageklassen Aktien und Anleihen. Ein Finanzdienstleister, etwa eine Fondsgesellschaft, investiert zwar als Unternehmen in Fremdkapital- oder Eigenkapitalprodukte, beschäftigt jedoch in Abteilungen oder nach Anlageprodukten getrennte Experten und Fondsmanager.

„Bezüglich des Kapitalmarkts trenne ich das Thema Equity und Debt, was allerdings bei Finanzierungslösungen natürlich immer beides beachtet werden muss. Aber wenn man dann wirklich in die Umsetzung geht, sind die Investorengruppen eigentlich unterschiedlich. Es gibt ganz selten Investoren, die diesen Mix haben.“ (Kapitalmarktexperte)

Abbildung 24 zeigt einen Überblick über eine mögliche Grobeinteilung der Investoren und der für Investoren relevanten Ausgestaltungsmerkmale der Anlageprodukte. Zudem werden die Einstellung der Familienunternehmen zu Investoren und die Bewertung der Familienunternehmen durch Investoren zusammengefasst.

Abbildung 24: Charakterisierung und Bedeutung von Investoren

Einteilung der Investoren		Verhältnis Familienunternehmen und Investoren	
Charakteristika der Investoren	Charakteristika der Anlageprodukte	Bewertung der Investoren durch Familienunternehmen	Bewertung der Familienunternehmen durch Investoren
<ul style="list-style-type: none"> • Anlageklasse: Aktien versus Anleihen bzw. Schuldscheine • Investorentyp: Institutionelle versus Privatanleger • Investitionshorizont: Buy-and-hold versus handelsorientierte Investoren 	<ul style="list-style-type: none"> • Eigenkapital- versus Fremdkapitalprodukt • Emissionsvolumen und Liquidität • Stückelung • Laufzeit, Ertragspotential, Risiko • Einflussnahme des Emittenten, z.B. bei Platzierung und Abtretung von Schuldscheinen 	<ul style="list-style-type: none"> • Anonymität und Vielzahl der Investoren wird positiv wahrgenommen, kann sich jedoch in Restrukturierungssituationen negativ auswirken • Unternehmen sollten nicht nur institutionelle Investoren ansprechen, auch Privatanleger sollten berücksichtigt werden • Der Umgang mit Aktionären kann in gewissen Situationen schwierig sein, das Verhalten muss jedoch akzeptiert werden 	<ul style="list-style-type: none"> • Familienunternehmen zeichnen sich durch Stabilität in der Krise aus • Eigentümerstruktur und Corporate Governance sind wichtig • Kommunikation der Unternehmensziele ist wichtig, um Familienunternehmen einschätzen zu können • Auswirkung des Familieneinflusses auf die Dividendenpolitik und die Wertentwicklung besitzen Relevanz

Quelle: Eigene Darstellung

Eine weitere Einteilung kann in institutionelle und Privatanleger vorgenommen werden. Institutionelle Investoren sind Unternehmen oder andere institutionell organisierte Einheiten, die eigenes oder fremdes Kapital zur Vermögensverwaltung und -steigerung anlegen. Dazu gehören beispielsweise Finanzinstitute, Fondsgesellschaften und Vermögensverwalter, Versicherungen und Pensionsfonds, aber auch staatliche oder staatsnahe Investoren, wie Zentralbanken, Staatsfonds oder Förderbanken. Sie verfügen meist über große Kapitalstöcke und agieren mit hohen Investitionsvolumina am Kapitalmarkt. Privatanleger hingegen sind Personen, die Teile ihres privaten Vermögens in Kapitalmarktprodukten anlegen.

Die beiden Investorengruppen unterliegen unterschiedlichen rechtlichen Vorgaben, sowohl auf der Vertriebs- als auch auf der Investitionsseite. So dürfen manche Kapitalmarktprodukte nur an qualifizierte institutionelle Investoren vertrieben werden. Wiederum können manche institutionellen Anleger, wie Versicherungen, nur zu einem kleinen Teil in Wertpapiere ohne Rating investieren. Privatanleger werden zusätzlich durch gesetzliche Regelungen, etwa zu den Anforderungen der Kapitalanlageberatung, geschützt. Sowohl auf der Eigenkapital- als auch auf der Fremdkapitalseite können beide Anlegergruppen für Familienunternehmen Vorteile bringen.

„Man darf auch nie den Privatanleger vergessen. Der kann auch, gerade für ein mittelständisches Unternehmen, das über einen gewissen Bekanntheitsgrad oder über eine Marke verfügt, sehr wert-

voll sein. ... Mittlerweile hat sich ein Trend durchgesetzt: Früher hatten wir deutlich höhere Privatanlegeranteile bei Börsengängen als heute.“ (Kapitalmarktexperte)

„Es kommt auch darauf an, bei welchen Investoren der Emittent seine Wertpapiere platzieren möchte. Ein Schuldschein ist rein institutionell, bei der Anleihe hat man auch Privatanleger mit im Boot. Und Privatanleger sind die, sagen wir mal, ruhigeren Anleger. Sie sitzen auch eher mal eine schwierigere Phase aus und die Institutionellen wollen sich ja dann immer gleich trennen.“ (Kapitalmarktexperte)

Auch der Investitionszeitraum der Anleger ist ein Unterscheidungskriterium. Während einige Investoren strategisch und langfristig investieren, setzen andere auf eine taktische und eher kurzfristige Investitionsstrategie. Die Liquidität ist daher in unterschiedlichem Maß von Bedeutung. Während langfristige Anleger, auch Buy-and-hold-Investoren genannt, der Liquidität eine geringere Bedeutung zumessen, sind kurzfristig orientierte Anleger auf einen liquiden und funktionierenden Sekundärmarkt angewiesen. Institutionelle Anleger, die Kundengelder verwalten, deren zeitliche Verfügbarkeit nicht festgelegt ist, unterliegen einem Veräußerungsrisiko. Liquidität ist daher für sie ein grundlegendes Investitionskriterium. Da Liquidität auch mit der Größe einer Wertpapieremission zusammenhängt, investieren manche Kapitalanlagegesellschaften und Fonds nur in so genannte Benchmark-Anleihen, d.h. Anleihen, deren Emissionsvolumen mindestens 500 Mio. € beträgt.

„Im Augenblick funktioniert Liquidität nicht so wirklich. Zumindest auf der Debt-Seite ist das so und da sagt vielleicht in Zukunft auf der Investorenmehrheit ein größerer Kreis: Ok, dann kaufe ich eben ein Produkt, auch wenn ich weiß, dass es nicht liquide ist, aber ich kaufe es, weil es eine super Rendite bringt und ich daran glaube.“ (Kapitalmarktexperte)

Während der Finanzkrise und den Kursverlusten in einigen Wertpapieren war auch die Liquidität an den Märkten deutlich eingeschränkt. Insbesondere bei Wertpapieremissionen von Unternehmen, die einen bekannten Namen haben und über eine gewisse Reputation verfügen, kann eine Vielzahl von Investoren erreicht werden.

„Je bekannter der Name ist, umso granularer und breiter wird die Platzierung. Grundsätzlich sehen wir im Augenblick, dass die Summe in die Breite geht, weil die großen Lead-Orders und die großen Blöcke verschwinden. Da kommt daher, weil viele Marktteilnehmer sehen, dass die Märkte nicht mehr die Liquidität haben und sie sind sich bewusst, dass die Märkte eher Buy-and-Hold kaufen, als dass sie Trading-orientiert kaufen.“ (Kapitalmarktexperte)

Liquidität ist jedoch nicht nur für Investoren von Bedeutung, sondern kann auch für das Familienunternehmen zu einer gewissen Stabilität und Sicherheit führen. Werden am Kapitalmarkt nur noch geringe Volumina in einem Wertpapier gehandelt, kann bereits eine einzelne große Kauf- oder Verkaufsauftrag zu Kurschwankungen führen.

„Liquidität ist natürlich auch ein Benefit, den man erreichen kann. ... Wenn Sie unter 50 Mio. € gehen, dann kann man die Liquidität, glaube ich, nicht sicherstellen, weil einfach zu wenig Material

umgeht. Und das hat dann wiederum seine eigenen Risiken. Es kann dann sein, dass, wenn Verkaufsdruck aufkommt, der Kurs relativ rasch bei 50% liegt und man sich dann eben möglicherweise angreifbar macht gegenüber Investoren, die man weniger gerne in seiner Anlegerschaft hätte.“
(Familienunternehmen)

Auch ein hoher Privatanleger-Anteil, der sich tendenziell eher negativ auf die Liquidität auswirkt, kann zu einer Kursstabilität des Wertpapiers führen. Da die meisten Privatanleger langfristig orientiert sind und keinen Investitionsrichtlinien unterliegen, können sie dem Familienunternehmen auch in schwierigen Marktphasen als treue Investoren zur Seite stehen.

„Es besteht ein Zusammenhang zwischen unserem sehr hoher Privatanlegerteil und dem sehr geringen Kursrückschlag. Ich denke, das ist auch valide, weil die Privatanleger nicht aufgrund von Mittelabflüssen verkaufen mussten oder aufgrund von irgendwelchen Anlagerichtlinien. Da gab es nicht unbedingt einen Verkaufsdruck und viele Anleger haben gesagt: Warum soll ich jetzt unter 100 verkaufen? ... Und von daher, das ist unsere Interpretation zumindest, ist es schon ein Wert an sich, eine Privatanlegerschaft in seiner Anlegerstruktur zu haben, weil das eben für Stabilität sorgt.“ (Familienunternehmen)

Neben der Liquidität können auch andere Faktoren in die Investitionsentscheidung von Investoren einfließen. Schuldscheindarlehen sind nicht liquide und kommen für viele Investoren nicht in Frage. Dennoch gibt es Vorteile, die für Investoren vor allem auch in der Finanzkrise wichtig waren, wie etwa die Bilanzierung zum Nominalwert. Da es sich um Darlehen handelt, für die es keinen liquiden Sekundärmarkt gibt, führen theoretische Kursveränderungen nicht zu veränderten Wertpositionen in der Bilanz. Dies kann in einem volatilen Marktumfeld im Vergleich zu Anleihen ein Vorteil für Investoren wie Versicherungen und Pensionsfonds sein.

„Besonders interessant sind Schuldscheine für die Investorenmehrheit, denn das sind rechtlich Darlehen. Auch wenn sie ähnlich wie Anleihen strukturiert werden, können sie zwar theoretisch auch gehandelt werden, werden im Wesentlichen nicht gehandelt, sondern gehalten. Daher kommen sie nicht in den Anleihekorb, sondern in den Darlehenskorb und man muss sie nicht mark-to-market bewerten, ... sondern man kann sie zu Anschaffungskosten in den Büchern führen und das ist eine sehr attraktive Situation.“ (Kapitalmarktexperte)

Bei Anleihen entscheidet aber auch die Stückelung, also das Mindestinvestitionsvolumen, darüber, welche Investoren in das Wertpapier investieren. Die Stückelung beträgt in der Regel bei privatanlegerorientierten Anleihen 1.000 € und bei Anleihen, die an institutionelle Investoren verkauft werden sollen, 50.000 € oder 100.000 €. Da Familienunternehmen ihre Unabhängigkeit wahren möchten, kann es für sie von Vorteil sein, einen großen Investorenkreis anzusprechen und auch Privatanleger in Betracht zu ziehen.

„Wir haben also auch eine 1.000er-Denomination gehabt. Damit ist das retail-eligible, d.h. auch für Privatanleger geeignet, und ich bin mir sehr sicher, dass wir mittlerweile eine Basis von mehreren

tausend Leuten haben, die unseren Bond besitzen, was nicht unpraktisch ist.“ (Familienunternehmen)

„Das sollte schon passen vom Anlagehorizont her. Der Vorteil bei privaten Investoren ist, dass man sich nicht von wenigen Großen abhängig macht.“ (Familienunternehmen)

Erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang auch, dass alle Segmente für Mittelstandsanleihen eine privatanlegerfreundliche Stückelung von 1.000 € fordern. Mit der Stückelung sind jedoch auch unterschiedliche Anforderungen verbunden. So legt etwa die EU-Prospektrichtlinie unter anderem fest, dass bei Wertpapieren mit einer Stückelung von 100.000 € oder darüber kein Wertpapierprospekt erstellt werden muss. Für eine Zulassung der Wertpapiere im geregelten Markt ist jedoch ein Wertpapierprospekt erforderlich.

„Wir veröffentlichen die Zahlen einmal im Jahr im Jahresabschluss. ... Nehmen wir an, Sie haben eine 1.000er-Stückelung. Dann haben Sie einmal das Thema Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz und die Börsenzulassung in Frankfurt oder auch in Luxemburg oder beides. Damit wären Sie gezwungen, Quartalsabschlüsse zu veröffentlichen. Das wollten wir auf keinen Fall.“ (Familienunternehmen)

Je nach Investorentyp kann auch die Rechnungslegung von Bedeutung sein. So können etwa Banken und Versicherungen auch einen HGB-Abschluss lesen. Internationale Investoren sind mit der deutschen Rechnungslegung nicht vertraut und benötigen für ihre Analyse einen IFRS-Abschluss.

„Wenn Sie nicht nach IFRS bilanzieren, dann ist der Investorenkreis, den Sie ansprechen können, minimal.“ (Familienunternehmen)

Die Kommunikation mit den Kapitalgebern ist vor der Transaktion als Marketingmaßnahme wichtig und um eine Vertrauensbasis aufzubauen. Nach der Transaktion wollen Investoren weiterhin Informationen zu ihrer Kapitalanlage, also dem Unternehmen und den Wertpapieren, erhalten.

„Im Prinzip gehen Sie an den Kapitalmarkt und sammeln von Investoren Geld ein. Und deswegen - das ist meine Meinung - ist man diesen auch ein Reporting schuldig mit entsprechenden Nachrichten wie Finanzkalender, Jahresausblick etc.“ (Kapitalmarktexperte)

Auch wenn manche Familienunternehmen die Erfahrung gemacht haben, dass Investoren die Informationsangebote nicht oder nur in geringem Maß nutzen, sind diese vor allem bei einer erstmaligen Nutzung des Kapitalmarkts wichtig. Kapitel 5.1.4 beleuchtet alle relevanten Aspekte in diesem Zusammenhang und unterstreicht die Bedeutung der Kommunikation.

„Nach der ersten Anleihe hatten wir regelmäßig einmal im Jahr einen Investoren-Call, um zu informieren. Nach dem zweiten Call waren unser CFO, der Chef-Controller und unser Volkswirt dabei. Wir saßen da mit allen an einem Tisch, aber die einzigen Investoren, die sich da zugeschaltet haben, waren Mitarbeiter der Lead Bank und da haben wir uns gedacht, dass wir uns das auch sparen können.“ (Familienunternehmen)

Neben der generellen Ausrichtung der Investoren beeinflusst auch das Marktumfeld das Investorenverhalten. So ist aktuell in einem Umfeld mit niedrigen Zinsen eine Bereitschaft zu erkennen, auch Unternehmensanleihen mit einer geringeren Bonität oder mit längeren Laufzeiten zu kaufen.

„Zunächst ist es die große Bereitschaft bei den Investoren, über alle Investorenkategorien hinweg, sich mit Unternehmensrisiken zu beschäftigen. ... Dieser Trend ist ungebrochen, im Gegenteil, er verstärkt sich sogar, weil Investoren hohe Liquidität haben, gewisse Renditeziele erfüllen müssen und die können sie eigentlich nur erzielen, wenn sie Credits kaufen. ... Aktuell ist es in der Tat so, dass wir sagen können: Es ist mehr Nachfrage als Angebot da.“ (Kapitalmarktexperte)

Diese Abhängigkeit vom Marktumfeld kann sich sowohl positiv als auch negativ auswirken. Fällt etwa die Endfälligkeit einer Anleihe in Zeiten eines schwierigen Marktumfelds, kann die Refinanzierung aufgrund der temporären Risikoaversion oder Unsicherheit der Investoren schwierig werden.

„Ein Familienunternehmen macht sowas halt alle drei bis fünf Jahre. Was toll ist, solange man am Anfang der Laufzeit ist. Wenn man aber genau das Ende der Laufzeit hat, wenn 2009 ist, dann ist das natürlich echt schwierig. Weil ich dann natürlich das Thema habe, dass diese 300 Investoren, die ich in guten Zeiten angesprochen habe, dann relativ taube Ohren haben bezüglich einer Anschlussfinanzierung.“ (Kapitalmarktexperte)

Die Vermeidung einer starken Einflussnahme Dritter und von Transparenz ist für viele Familienunternehmen ein zentrales Anliegen. Während bei Anleihen die Investoren aufgrund der Handelbarkeit der Wertpapiere höchstens zu Beginn, aber während der Laufzeit kaum bekannt sind, besteht im Schuldscheinmarkt die Möglichkeit, zu einem gewissen Grad Einfluss auf den Investorenkreis und die zur Verfügung gestellten Informationen zu nehmen. So können Unternehmen in Absprache mit der emissionsbegleitenden Bank Negativlisten definieren, d.h. Investoren angeben, die bei der Platzierung der Wertpapiere nicht angesprochen werden sollen.

„Die Investoren im Schuldscheinmarkt sind anders als im Bondmarkt meist Banken. Der Schuldschein ist ja ein Kredit und kein Wertpapier und daher entscheiden die Kreditabteilungen. ... Manche Emittenten arbeiten daher mit Negativlisten und sagen: Das sind meine zwölf Hausbanken oder Kernbanken und der Schuldschein, den ich mache, darf nicht an die zwölf platziert werden.“ (Kapitalmarktexperte)

Da es keine regulären Handelsaktivitäten bei Schuldscheinen gibt, sondern diese lediglich übertragen werden können, ist auch die Einflussnahme des Emittenten auf die Bestimmung des Investorenkreises während der Laufzeit des Schuldscheindarlehens möglich.

*„Schuldscheindarlehen ist gerade in Richtung von Familiengesellschaften positiv, weil Sie wissen, wer investiert hat. Wichtig ist auch: Sollte es sekundär zu Veräußerungen kommen, existieren mitunter Zustimmungsverfahren, dass der Emittent quasi zustimmt, ob der neue Investor genehm ist.“
(Kapitalmarktexperte)*

„Beispielsweise ist in unserem Schuldscheindarlehen überall dokumentiert, dass Banken, die unsere Schuldscheindarlehen aufnehmen, diese nur an Banken im EU-Raum weiterveräußern dürfen und auch nur mit unserer Genehmigung. Sie dürften also unser Schuldscheindarlehen z.B. nicht an Hedge-Fonds verkaufen, so dass wir immer sicherstellen können, dass wir nicht unter den Einfluss Dritter kommen, sei es auch nur auf der Fremdkapitalseite.“ (Familienunternehmen)

Die Publizitätspflichten sind bei Anleihen gesetzlich geregelt und ein gewisses Informationsangebot wird von den Investoren erwartet. Die Kapitalaufnahme über ein Schuldscheindarlehen lässt dem Familienunternehmen hingegen die Möglichkeit, die Informationsherausgabe zumindest teilweise zu kontrollieren. Da in der Regel nur ein begrenzter Anlegerkreis angesprochen wird, kann über Vertraulichkeitsvereinbarungen die Weitergabe von Unternehmensinformationen an die breite Öffentlichkeit verhindert werden.

„Es gibt im Schuldscheinmarkt die Möglichkeit, ... mit Vertraulichkeitserklärungen zu arbeiten. Allgemeine Daten des Schuldscheins gebe ich heraus, aber bestimmte Unternehmensinformationen werden nur gegen eine Vertraulichkeitserklärung herausgeben. Sie müssen also unterschreiben, dass Sie die Daten nur zur Prüfung der Investitionsmöglichkeit in den Schuldschein verwenden und diese nicht weitergeben dürfen.“ (Kapitalmarktexperte)

Die Anonymität und die Vielzahl der Kapitalgeber werden von vielen Familienunternehmen als positiv gewertet. Der einzelne Investor hat keine einflussreiche Position und die rechtlichen Rahmenbedingungen sind klar abgesteckt.

„Der Kapitalmarkt ist der angenehmste Fremdkapitalgeber, weil der den Mund hält, solange der seine Zinsen kriegt.“ (Familienunternehmen)

„Wenn Sie es beim Bond schaffen, die Zinsen zu zahlen - und das sollte nicht das Problem sein - dann kann keiner was machen. Dann muss er warten, bis der Bond fällig wird und dann kriegt er sein Geld zurückgezahlt und dann ist gut. Die Kapitalmarktfinanzierung über Anleihen oder Schuldscheindarlehen, die ist für das Einmischen in die Geschäftsführung die bessere Lösung als der bilaterale oder syndizierte Bankkredit.“ (Familienunternehmen)

In schwierigen Situationen, etwa bei Restrukturierungen, können jedoch eben diese Aspekte, die Anonymität und die vielen einzelnen Anspruchsträger, auch zu erheblichen Herausforderungen führen. Die direkte Kommunikation ist dann schwierig und bilaterale Verhandlungen, die dem Unternehmen unter Umständen eine gewisse Flexibilität ermöglichen, können nicht geführt werden.

„Das ist natürlich der Anonymität geschuldet. ... Diesen Sack voll Flöhe, den kann man relativ schwierig managen und darum versucht man halt auch möglichst wenig Verpflichtungen oder mög-

lichst wenig Bedarf zum Management solcher Investoren zu schaffen. Wenn es dann erst mal notwendig sein sollte, dann wird es halt deutlich komplizierter. Weil man dann vielleicht im Zweifel bei großen Transaktionen zwei-, dreihundert Investoren zu managen hat.“ (Kapitalmarktexperte)

Gesprächspartner warnen auch vor der Annahme, dass es die Anonymität der Investoren und die dadurch verringerte Machtposition des einzelnen Kapitalgebers dem Kapitalnehmer erlaubt, zu agieren, wie er möchte. Die Kapitalgeber haben bestimmte Rechte und Ansprüche, zu deren Erfüllung sich der Kapitalnehmer durch die Ausgabe von Wertpapieren verpflichtet.

„Man darf die Investoren nicht für dumm verkaufen. Das ist, glaube ich, schon recht wichtig. Dadurch, dass man es ja nicht mit einer einzelnen Partei zu tun hat, die auf der anderen Seite sitzt, sondern mit einem anonymen Markt, muss man sich selbst ein hohes Maß an Disziplin auferlegen.“ (Familienunternehmen)

Auch auf der Aktienseite ist die Anonymität der Investoren ein Punkt, mit dem sich Familienunternehmen beschäftigen. Die Vermeidung von Mitspracherechten ist wiederum ein zentrales Thema. Daher werden anonyme Aktionäre nicht als nachteilig empfunden, solange sie nur kleine Aktienanteile halten und die Familie als Hauptaktionär die Mehrheit innehat.

„Ansonsten hat man ja doch immer das Risiko, dass man nicht weiß, wer die Aktionäre sind. Wobei das nicht so relevant ist, wenn es nur wenige Aktien sind.“ (Familienunternehmen)

Aktionäre mit geringen Anteilen können zwar keine Entscheidungen in ihrem Sinne beeinflussen, dennoch können sie aufgrund der Wahrnehmung ihrer Rechte, etwa der Teilnahme an der Hauptversammlung, eine Herausforderung für Familienunternehmen darstellen. Auch die Einbindung der kleineren Aktionäre und die Einhaltung der vorgeschriebenen Prozesse kann die Flexibilität des Unternehmens in gewissen Punkten, etwa in einer Akquisitionssituation, beeinträchtigen.

„Es stimmen ja auch die Kleinaktionäre mit darüber ab. Dadurch haben Sie dann auch die kritischen Aktionäre, die ja nur ein gewisses Störpotential darstellen wollen, d.h. durch dieses Verfahren verlieren Sie an der Ecke auf der einen Seite deutlich Zeit und auf der anderen Seite Transaktionssicherheit.“ (Familienunternehmen)

Auf der Aktienseite kommt eine Besonderheit hinzu, die auf der Fremdkapitalseite in der Regel nicht zu beobachten ist. Die Familie ist ebenfalls Anteilseigner und Aktionär. In dieser Rolle ist sie aus Perspektive des Familienunternehmens ebenfalls als Aktionärsgruppe zu berücksichtigen. Die verschiedenen Aktionärsgruppen haben auch divergierende Interessen, auf die der Finanzverantwortliche im Familienunternehmen eingehen muss.

„Als börsennotiertes Unternehmen haben wir ja zwei, sogar drei Aktionärsgruppen: Wir haben die Familienaktionäre, dann haben wir institutionelle Investoren und wir haben private Kleininvestoren die sicherlich unter Umständen unterschiedliche Anlageprämissen haben. Von den Privatanlegern kennen wir sie nicht, wir können sie ahnen. Von den institutionellen kennen wir sie natürlich aus

den Gesprächen, die mindestens einmal im Jahr, bei einigen Größeren auch mehrmals jährlich stattfinden. Bei den Familienaktionären kennen wir sie selbstverständlich am allerbesten.“ (Familienunternehmen)

Die Ziele der Unternehmerfamilie können die Dividendenausschüttungen beeinflussen, die auch andere Aktionäre in gleichem Maß treffen. So kann eine stabile Ausschüttungsquote von familienexternen Aktionären positiv wahrgenommen werden. Ebenso können zu geringe Ausschüttungen aufgrund einer konservativen Einstellung der Unternehmerfamilie zu Unmut bei den anderen Aktionären führen.

„Da kommen natürlich noch jede Menge ideelle Werte dazu, warum Familienaktionäre engagiert sind und engagiert bleiben wollen. Aber aus rein wirtschaftlicher Sicht ist die Dividende der erste und wichtigste Grund für den Familienaktionär, dem Unternehmen die Treue zu halten. Anders als bei einem privaten Investor oder einem institutionellen Investor, der dann natürlich sagt: Ich habe einen Anlagehorizont von x Jahren und innerhalb von diesem Zeitraum hätte ich natürlich gerne eine positive Wertentwicklung meiner Aktie. Dafür muss das Management etwas tun.“ (Familienunternehmen)

Die Gesprächspartner aus den Familienunternehmen halten daher eine klare Kommunikation für vorteilhaft. Ebenso betonen Sie die Bedeutung der Corporate Governance. In jedem Fall ist es wichtig, den Investoren zu signalisieren, dass ihre Interessen erkannt werden und zu einem gewissen Maß auch berücksichtigt werden.

„Klare Dividendenpolitik und keine Familienmitglieder in leitenden Positionen. Das gibt natürlich auch Vertrauen an den Kapitalmarkt. Dass man hier ein Unternehmen hat, was zwar familienorientiert ist, aber in dem der externe Investor, der Geld in das Unternehmen gibt, in welcher Anlageform auch immer, nicht übervorteilt wird. Dass eben die Interessen des externen Investors, der über den Kapitalmarkt reinkommt, auch gewahrt werden. Dass die Vorteile eines Familienunternehmens hier für ihn zu nutzen sind. Aber Nachteile, die auch immer wieder zu Tage kommen, wie Familienzwickigkeiten, die über das Unternehmen ausgetragen werden, die sind raus. Das, denke ich, ist eine sehr gute Voraussetzung für eine Zuwendung zum Kapitalmarkt.“ (Familienunternehmen)

In den Gesprächen war keine einheitliche Meinung zur Bedeutung der Eigentümerstruktur für Investoren zu erkennen. Während manche Kapitalmarktexperten andere Faktoren als maßgebliche Entscheidungskriterien nennen, räumen andere der Eigentümerstruktur eine Bedeutung für die Investitionsentscheidung ein. Ausdruck findet diese Einschätzung in den so genannten Change-of-Control-Klauseln, die vor allem in Fremdkapitalinstrumenten zu finden sind. Diese Klauseln regeln, dass Investoren bei einem Eigentümerwechsel die Rückzahlung der Anleihe zu einem in den Anleihebedingungen festgelegten Kurs verlangen können.

„Eigentümerstrukturen werden schon angeschaut. Denn sowohl im Schuldschein als auch im Bond sind seit einigen Jahren die Change-of-Control-Klauseln sehr stark hineingekommen. ... Sehr positiv wird gesehen, wenn das unternehmergetrieben ist, weil dann ist das Commitment noch höher, weil es ja das eigene Unternehmen ist.“ (Kapitalmarktexperte)

Gemäß der Wahrnehmung der Gesprächspartner scheinen Investoren Familienunternehmen positiv zu bewerten. Sicherlich trifft dies nicht auf alle Investoren zu, aber es ist denkbar, dass die Besonderheiten von Familienunternehmen zu den Zielen bestimmter Investorengruppen passen. Insbesondere die langfristige Orientierung, die stabile Eigentümerstruktur und eine gewisse Risikoaversion sind zu nennen.

„Investoren sagen: Klar, Familienunternehmen Ja. Wir begrüßen die Stabilität gerade auch in der Krise und wie die Familienunternehmen hier agiert haben, das ist sehr, sehr positiv. Und deswegen hat für mich das Familienunternehmen einen ganz besonderen Wert und eine ganz besondere Stellung in der Gunst der Investoren.“ (Kapitalmarktexperte)

„Mein Eindruck ist, dass es positiv wahrgenommen wird. Dass auch in die Aktien investiert wird, weil es ein Familienunternehmen ist und auch aus dem Grund, weil sich Aktionäre da auch eher sicher sein können, dass mit ihren Anlagen bewusster umgegangen wird, also längerfristig orientiert und keine Schnellschüsse gemacht werden.“ (Familienunternehmen)

Familienunternehmen werden von manchen Investoren als eigene Anlageklasse wahrgenommen. Bestimmte Investoren haben sich in ihrer Investitionsstrategie gar auf Familienunternehmen spezialisiert.

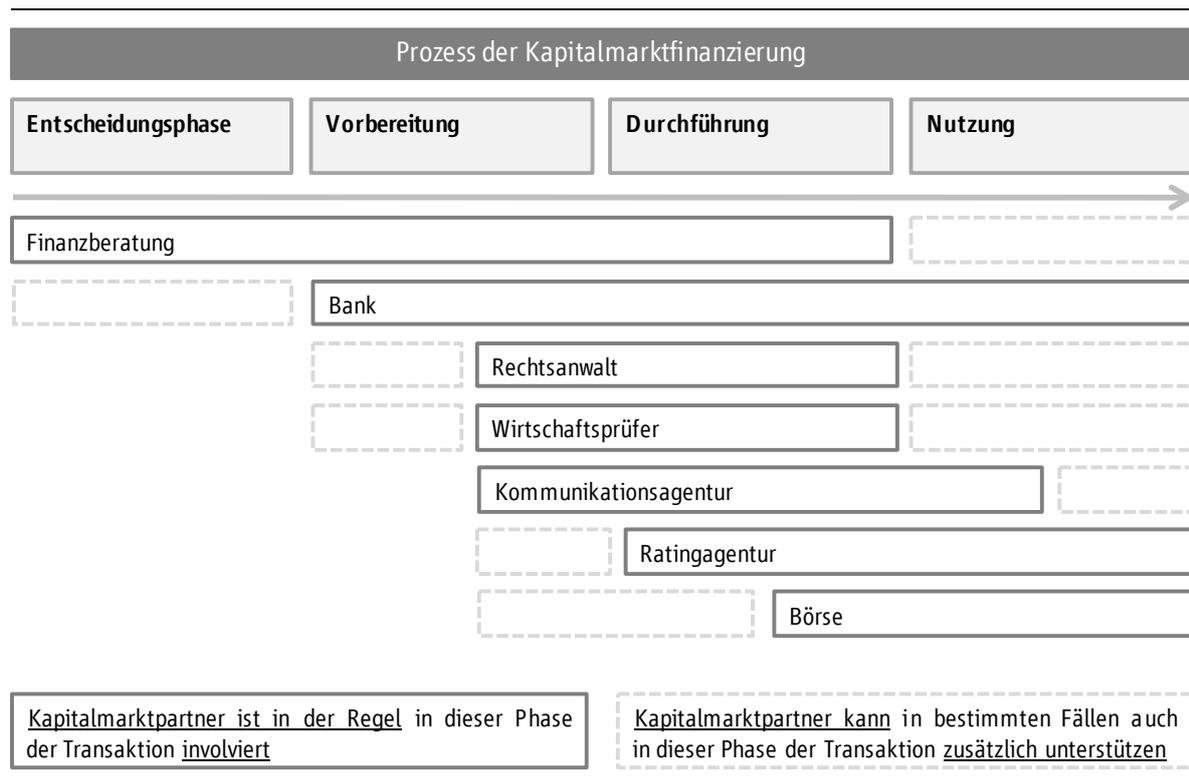
„Es gibt beim Börsengang einfach eine bestimmte Gruppe von Investoren oder auch spezialisierte Fonds, die auf Familienunternehmen spezialisiert sind, an die muss man herangehen.“ (Kapitalmarktexperte)

6.3 Kapitalmarktpartner

6.3.1 Einbindung in den Finanzierungsprozess

Bei den Vorbereitungen und der Durchführung einer Kapitalmarkttransaktion wird mit verschiedenen Partnern zusammengearbeitet. Diese sind in der Regel externe Partner, wie Banken, Finanzberatungen, Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Ratingagenturen, Kommunikationsagenturen und Börsen. Abbildung 25 zeigt deren Einbindung im Prozess einer Kapitalmarkttransaktion.

Abbildung 25: Kapitalmarktpartner im Prozess der Kapitalmarktfinanzierung



Quelle: Eigene Darstellung

6.3.2 Banken

In manchen Fällen steht die Bank den Unternehmen schon bei ersten Überlegungen in Richtung Kapitalmarkt als mögliche Informationsquelle zu Verfügung (vgl. hierzu Kapitel 5.3.2). Spätestens jedoch im Transaktionsprozess nimmt sie als Ansprechpartner eine tragende Rolle ein. Die begleitende Bank kann also schon bei der Frage nach den Informationsangeboten, die Investoren gemacht werden müssen, unterstützen und bei der frühzeitigen Aufbereitung der benötigten Informationen in beratender Funktion tätig sein. Im Rahmen dieser grundlegenden Diskussion oder der bereits gesammelten Erfahrung mit einem Kapitalmarktpartner wird auch klar, ob die persönliche und fachliche Ausrichtung des Ansprechpartners zu dem Familienunternehmen passt.

Trifft das Familienunternehmen die Entscheidung, sich in Richtung Kapitalmarkt zu orientieren, können zwei grundlegende Fälle im Hinblick auf die Bankbeziehung unterschieden werden: Die Durchführung mit einem bestehenden Partner oder die Suche nach einem geeigneten Partner.

In einigen Fällen gibt es bereits einen engen Kontakt zu einer bestimmten Bank und das Familienunternehmen möchte die Nutzung neuer Finanzierungsinstrumente lediglich mit diesem einen Partner diskutieren.

„Wenn wir mit den Unternehmen eine gute Hausbankbeziehung haben, führen wir ihnen regelmäßig einen strategischen Dialog, entwickeln eigene Ideen und beraten den Unternehmer. Ein Punkt kann in dieser Beratung dann auch der Vorschlag einer Kapitalmarkttransaktion sein. Entweder auf der

Debt-Seite, dass wir ihm empfehlen, seine Passivseite umzustrukturieren oder eben auf der Equity-Seite, dass wir ihm einen Vorschlag machen, aus strategischen Wachstumsgründen beispielsweise den Gang an die Börse vorzunehmen.“ (Kapitalmarktexperte)

In anderen Fällen wird noch ein geeigneter Partner für die intensivere Auseinandersetzung mit einer Kapitalmarkttransaktion gesucht. In der Regel werden in diesem Schritt mehrere Banken angesprochen.

„Also, wir haben sämtliche unserer Kernbanken angesprochen und haben gesagt: Wir haben da ein Thema und macht uns mal Vorschläge, wie ihr das angehen würdet oder was ihr für Lösungsmöglichkeiten seht. Uns war klar, dass wir eigentlich nicht bilateral operieren wollten. Fast die meisten Banken, gerade die Geschäftsbanken, kamen dann gleich mit einem Club Deal oder einem syndizierten Kredit an, die Landesbank kam dann mit dem Schuldscheinthema an.“ (Familienunternehmen)

Da sich das Produktportfolio zwischen den Banken unterscheidet, werden je nach Geschäftsmodell und Ausrichtung der Bank verschiedene Kapitalmarktlösungen angeboten. Wenn noch keine Festlegung auf ein bestimmtes Produkt besteht und zuerst ein Überblick zu allen möglichen Finanzierungsinstrumenten gefunden werden soll, könnte es im Interesse des Familienunternehmens sein, mit verschiedenen Banken die durchführbaren Finanzierungslösungen zu diskutieren.

„Es ist ja nicht schwarz-weiß und wo ich Ihnen sage, dass das Schuldscheindarlehen für ein Familienunternehmen wie gemeißelt ist, wird mir ein Kollege von der Investment Bank vielleicht widersprechen, da er das Produkt gar nicht auf der Platte hat. Der wird dann sagen, da muss unbedingt ein US Private Placement her. In manchen Marktphasen war das sicherlich in der Vergangenheit auch eine Alternative. Es gab auch das ein oder andere Familienunternehmen, das das gemacht hat. Aber in dem Segment kenne ich mich ja nicht so aus, aber eben beim Schuldschein.“ (Kapitalmarktexperte)

Steht die Entscheidung für die Nutzung eines bestimmten Finanzierungsinstruments, kann auch mit Spezialisten zusammengearbeitet werden.

„Wir arbeiten gerne mit Banken zusammen, lassen uns aber immer auch anwaltlich begleiten. Da gibt es ja in Frankfurt ganz spezialisierte Banken, die dann auch nur Anleihen machen. Man sollte sich dann auch von Anwälten begleiten lassen, die da wirklich richtig fit sind.“ (Familienunternehmen)

Die Expertise des Beraters und die Möglichkeiten der emissionsbegleitenden Bank sind bei der Durchführung einer Kapitalmarkttransaktion nicht zu unterschätzen.

„Das mag sein, aber wir hatten erstens damals einen sehr einfachen Zugang. Wir hatten einen sehr guten Berater, ... der auch in New York platziert war und der selber aus der Branche kam, also der kam von der anderen Seite von den Lebensversicherern. Und der hat uns dann wirklich viele Türen

geöffnet und wir haben mit dem auch die Roadshow gemacht. Das war alles wirklich total easy-going.“ (Familienunternehmen)

In jedem Fall sollte der Kapitalmarktpartner als wirklicher Partner begriffen werden, der bei der Vorbereitung, der Umsetzung und auch im Anschluss an eine erfolgreiche Transaktion das Unternehmen begleitet.

„Das ist dann auch ein bisschen der Sparringspartner, die arrangierende Bank. Dass wir sagen: Ok, wir sind jetzt mal Vertreter der Investoren, die brauchen diese Informationen, bitte bereitet sie auf. Also ein ganz interessanter Austausch hier.“ (Kapitalmarktexperte)

Häufig wird im Rahmen einer Kapitalmarkttransaktion mit einem Bankenkonsortium zusammengearbeitet. Hierbei ist es nicht unerheblich, wie dieser Bankenkreis ausgewählt und zusammengesetzt wird. Da jede begleitende Bank bestimmte Stärken bei der Platzierung hat, ist es sinnvoll, ein komplementäres Bankenconsortium zusammenzustellen. Dadurch kann eine größere Breite an Investoren erreicht werden (vgl. hierzu Kapitel 6.2.6).

„Das ist, glaube ich, schon ein wichtiges Thema, welches und wie man das Bankenconsortium zusammenstellt und mit welcher Aufgabenteilung.“ (Kapitalmarktexperte)

6.3.3 Finanzberatungen

Finanzberatungen, die häufig auch unter dem Namen Corporate-Finance-Beratungen zu finden sind, können den Prozess einer Kapitalmarkttransaktion von der ersten Überlegung bis zur Umsetzung begleiten. Sie beraten hinsichtlich der optimalen Finanzierungsstruktur und dem geeigneten Finanzierungsinstrument, sie strukturieren den Ablauf einer Transaktion und übernehmen teilweise auch die Koordination mit anderen involvierten Partnern, wie etwa den Investmentbanken, die die Platzierung übernehmen und den Anwälten, die für die rechtlichen Dokumente verantwortlich sind. Corporate-Finance-Beratungen bieten sich für Unternehmen an, die eine enge Begleitung der Transaktion wünschen und innerhalb des Unternehmens über geringe Kapitalmarkterfahrung verfügen oder unzureichende personelle Ressourcen haben, um einen solchen Prozess intensiv zu steuern.

„Das geht bis dahin, dass das Unternehmen in der Tat sagt: Ich lagere im Prinzip den Prozess aus. Und Sie haben dann ein Beratungsunternehmen, Corporate-Finance-Beratung oder Finanzberatung, die das im Prinzip begleiten.“ (Kapitalmarktexperte)

„Es gibt auch den Approach wie einer unserer Kunden: Der hat eine sehr schmale Finanzabteilung. Wenn der eine Bondemission machen würde, dann würden der sich mit einem Berater zusammensetzen, quasi als verlängerte Werkbank. Das Modell gibt es auch.“ (Kapitalmarktexperte)

Investmentbanken, die die Platzierung der Wertpapiere übernehmen sollen, schätzen Corporate-Finance-Berater gerade in schwierigen Situationen, wenn das Familienunternehmen den Prozess noch nicht kennt und der Arbeit der Banken misstrauisch gegenübersteht. Der Berater kann somit auch Bindeglied und Kommunikationsebene zwischen dem Familienunternehmen und der Investmentbank sein.

„Das sind schwierige Transaktionen, wo wir eigentlich immer ganz glücklich sind, wenn wir dann den Debt-Advisor dazwischen haben, der dem Unternehmen, sagen wir als Drittinstantz, hier nochmal bestätigen kann, dass alles durchaus Hand und Fuß hat. ... Das ist eine Art Coach letztendlich, der einen Outside-in-Blick bietet für das Unternehmen, aber auf der anderen Seite auch versucht, halt irgendwo immer die Professionalität herzustellen. Somit dient der für uns halt auch als Sparingspartner.“ (Kapitalmarktexperte)

Bedeutend ist bei der Zusammenarbeit mit Partnern immer das gegenseitige Verständnis und Vertrauen. So fokussieren einige Corporate-Finance-Beratungen auf mittelgroße Unternehmen oder speziell die Gruppe der Familienunternehmen. Häufig besteht entweder eine langfristige Beziehung zwischen dem Beratungs- und dem Familienunternehmen oder es wird zu Beginn der Zusammenarbeit ein Vertrauensverhältnis aufgebaut. Ist das Verhältnis nicht durch Vertrauen und die Zielsetzung, eine konstruktive Lösung zu finden, geprägt, können die unterschiedlichen Herangehensweisen zu Problemen in der Zusammenarbeit führen.

„Wir hatten im letzten Jahr, in der schwierigen Zeit für die Refinanzierung, mit einem Berater zusammengearbeitet, aber das war nicht sehr erfolgreich. Wenn Sie da so Debt Advisors nehmen, die dann rambomäßig auftauchen und meinen, jetzt restrukturieren wir mal mit Druck die Passivseite neu, dann kann das durchaus auf der anderen Seite zu Komplikationen führen.“ (Familienunternehmen)

6.3.4 Ratingagenturen

Ratingagenturen können wertvolle Partner bei der Vorbereitung einer Kapitalmarkttransaktion und im weiteren Verlauf sein. Allerdings stehen viele Familienunternehmen einem Rating kritisch gegenüber und dieser Eindruck bestätigt sich auch im Gespräch mit Kapitalmarktexperten (vgl. Kapitel 5.1.4).

Viele Familienunternehmen möchten sich nicht der objektiven Bewertung einer externen Agentur unterziehen, die die selbst wahrgenommenen Besonderheiten des Unternehmens vielleicht nicht in ihre Bewertung einbeziehen kann oder Kriterien negativ bewerten, die in der Wahrnehmung des Unternehmens keine Rolle spielen. Ein weiterer Grund für die Ablehnung eines Ratings liegt in den direkten und indirekten Kosten und dem Aufwand, der damit verbunden ist.

„Der Grund, warum wir kein Rating haben möchten, ist vielschichtiger. Man muss zum einen sagen, dass [das Unternehmen] im Bezug auf ein Rating eine etwas kritische Größe hat. Wir sind im Verhältnis relativ klein, was bei Ratingagenturen per se zu einem Abschlag führt. Wenn wir uns von Banken intern raten lassen, sind wir der Meinung, dass wir da immer auch anhand unserer Kennzahlen ein besseres Rating kriegen, als wir es von einer Ratingagentur aufgrund dieses Größenabschlags bekommen würden. ... Was uns aber auch ein bisschen zurückschrecken ließ, ist, dass ein Rating keine ganz preiswerte Angelegenheit ist, einmal was die Kosten der Ratingagentur an sich und dann auch, was die Berichterstattung an die Ratingagentur anbelangt.“ (Familienunternehmen)

Dennoch haben einige Gesprächspartner Erfahrungen mit Ratingagenturen gemacht, teilweise um das Rating zur eigenen Einschätzung und als Vergleichsmaßstab zu nutzen, teilweise als Teil der Kapitalmarktorientierung. Familienunternehmen, die mit Ratingagenturen zusammengearbeitet haben, konnten von der Sicht- und Denkweise der Ratingagenturen profitieren. Der objektive Bewertungsmaßstab, den Ratingagenturen anlegen, entspricht in einigen Teilen sicherlich den Maßstäben, die auch Investoren bei der Bewertung des Unternehmens oder der Finanzierungsinstrumente heranziehen. Daher kann die Zusammenarbeit mit Ratingagenturen für Unternehmen, die eine Kapitalmarktnutzung anstreben, hilfreich sein.

„Was das interne Management angeht, hält ein Rating einem einen objektiveren Spiegel vor und man bekommt einen Fokus auf andere Dinge, als man das vielleicht ohne Rating hat.“ (Familienunternehmen)

Bei der Zusammenarbeit mit großen, anerkannten Ratingagenturen, etwa Standard & Poor's, Fitch und Moody's, sehen einige Gesprächspartner kulturelle Differenzen zu den deutschen Familienunternehmen.

„Den meisten Familienunternehmen ist ein Rating zu heftig. Irgendwelche Agenturen in Amerika mit unterschiedlichen Sichtweisen, wie IFRS und so, das ist natürlich für ein deutsches Familienunternehmen nicht trivial, sich solchen Ratingagenturen zu öffnen und das müssen sie bis auf die Unterwäsche.“ (Kapitalmarktexperte)

„Das Problem bei Ratingagenturen ist eben die Kategorisierung, der oktroyierte Zielbezug und sehr häufig eben auch Vorstellungen, die ja im Grunde, das ist der Standardvorwurf, außerhalb Europas entwickelt worden sind. ... Es spielt beispielsweise bei Unternehmen eine große Rolle beim Thema Bewertung von Pensionsverpflichtungen. Da haben nahezu alle Ratingagenturen den amerikanischen Ansatz zu sagen, alles was nicht kapitalgedeckt ist, ist im Grunde financial debt. Und das ist nicht so, wenn man sich den Charakter von Pensionsverpflichtungen anschaut.“ (Familienunternehmen)

Die Ratingagenturen scheinen jedoch die eher kritische Einstellung der Familienunternehmen ernst zu nehmen und sich, nach Aussage einiger Gesprächspartner, zunehmend auf die Besonderheiten der deutschen Familienunternehmen einzustellen. Dies gilt auch für das Rating, das durch Banken vorgenommen wird. Im Rahmen eines Ratingprozesses, an dessen Ende eine Aussage zur Bonität des Unternehmens steht, muss das Unternehmen der Ratingagentur Informationen zur Verfügung stellen. Das Vorgehen der Ratingagenturen in diesem Prozess scheint sich nun an den Unternehmenscharakteristika auszurichten und Faktoren, wie die Größe, die verfügbaren Ressourcen und die Professionalität des Unternehmens zu berücksichtigen. So wird etwa kleineren Unternehmen oder solchen, die über sehr schlanke Organisationsstrukturen verfügen, ausreichend Vorbereitungszeit eingeräumt. Auch werden Fragen, deren Antworten zur Beurteilung durch die Ratingagentur von Bedeutung sind, bereits vorab zur Verfügung gestellt. Dadurch hat der Unternehmensvertreter die Möglichkeit, sich mit den jeweiligen internen Abteilungen abzustimmen oder die Vorbereitung in Zusammenarbeit mit einem Corporate-Finance-Berater oder Betreuer von Bankenseite zu diskutieren.

„Die Ratingagenturen haben sich auch auf Familienunternehmen eingestellt, z.B. mit einer abgespeckten Version der Prüfung: Dass die nur einen Tag einlaufen und nicht eine Woche lang das Unternehmen belagern. Da gibt es ja mittlerweile auch Methoden, die sich etwas leichter gestalten lassen.“ (Kapitalmarktexperte)

Eine weitere Entwicklung könnte die Einstellung der Familienunternehmen zu Ratingagenturen positiv beeinflussen. Gemäß der Ratingagentur Verordnung (Verordnung (EG) Nr. 1060 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.09.2009 über Ratingagenturen) müssen europäische Ratingagenturen eine Registrierung beantragen. Im November 2010 wurde die deutsche Ratingagentur Euler Hermes Rating GmbH als erste Ratingagentur in Europa nach den neuen Richtlinien zugelassen.⁶⁴ Einige Gesprächspartner sehen darin die Möglichkeit einer konstruktiven Zusammenarbeit zwischen einer Ratingagentur, die die Besonderheiten des deutschen Unternehmenssektors und der Familienunternehmen versteht, und den Unternehmen, die sich dem Kapitalmarkt öffnen möchten.

„Die Ratingagentur hilft vielleicht auch den mittelgroßen Unternehmen und kann ihnen den Gang an den Kapitalmarkt erleichtern. Denn es ist nicht jeder ein Milliardenunternehmen und geht zu Standard & Poor's. Und das Rating schafft auch Transparenz. Man gibt Wissen preis und hat die Ratingagentur dann sozusagen als Multiplikator und kann darauf verweisen. Wenn das jetzt einen gewissen Gütegrad hat, das ist deutsch und das ist nicht amerikanisch beeinflusst, kann das positiv sein.“ (Familienunternehmen)

6.3.5 Börsen

Die Börse ist auch im Hinblick auf die Informationssuche im Vorfeld der Kapitalmarktfinanzierung ein wichtiger Ansprechpartner (vgl. Kapitel 5.3.2). So kann die Börse beispielsweise Informationen zu den Segmenten oder zu bestimmten im Regelwerk der Börse festgelegten Ausgestaltungsmerkmalen der Finanzierungsinstrumente geben. Allerdings darf die Börse weder vorab noch im Transaktionsprozess beratend tätig sein, sondern muss sich neutral gegenüber dem Unternehmen verhalten. Die meisten Börsen arbeiten mit Experten zusammen, die dann die zwischengeschaltete Stelle zwischen Börse und Unternehmen einnehmen, z.B. Deutsche Börse Listing Partner, Emissionsexperte oder Bondm-Coach. Je nach Börse ist der Kreis der zugelassenen Berater enger oder weiter gefasst. Während an der Deutschen Börse Berater aus dem Rechtsbereich, Corporate-Finance-Berater, Kommunikationsexperten oder Wirtschaftsprüfer in Frage kommen, müssen Emissionsexperten an der Börse München KWG-Status aufweisen und stellen daher Personen dar, die für Finanzinstitute arbeiten. Der Vorteil dieser Partner ist, dass sie von der Börse anerkannt sind und das Unternehmen sich auf einen gewissen Qualitätsstandard verlassen kann. Die Börse ist jedoch nicht in einer Position, in der sie die Kapitalmarktfähigkeit von Unternehmen überprüft. Die Entscheidung, ob ein Unternehmen

⁶⁴ Eine Übersicht zu den EU-genehmigten Ratingagenturen findet sich unter http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/.

für den Kapitalmarkt geeignet ist bzw. welche entsprechenden Vorbereitungsmaßnahmen getroffen werden müssen, wird zwischen Unternehmen und Kapitalmarktpartner abgestimmt.

Der Kapitalmarktpartner stellt in der Regel auch den Antrag bei der Börse auf Einbeziehung in den Handel und ist, insbesondere im Freiverkehr, Ansprechpartner der Börse, wenn bestimmte Verpflichtungen von Seiten des Unternehmens nicht eingehalten werden. Im EU-regulierten Markt hingegen, der klaren Regelungen des Gesetzgebers unterliegt, wird die Prüfung der Einhaltung bestimmter Pflichten von der Aufsichtsbehörde, der BaFin, vorgenommen. Die Unternehmen müssen diesbezüglich alle Unterlagen an das Unternehmensregister liefern.

Im Transaktionsprozess kann die Börse unter Umständen ihre Webseite, Newsletter und Medien zur Verfügung stellen, um Informationen über die Emittenten einer breiteren Öffentlichkeit zugänglich zu machen. Zudem kann die Börse im Anschluss an die Transaktion einen Rahmen bieten, z.B. über Analystenkonferenzen, in deren Rahmen Unternehmen mit Investoren zusammentreffen und so den Kontakt zu den Kapitalgebern aufrecht erhalten können.

6.3.6 Weitere Kapitalmarktpartner

Neben den Banken und Beratern sind auch Rechtsanwälte und Wirtschaftsprüfer an einer Kapitalmarkttransaktion beteiligt. Rechtsanwälte erstellen die rechtlichen Dokumente, die für die Transaktion notwendig sind, insbesondere den Wertpapierprospekt. Auch im Hinblick auf die Kommunikation vor und während der Transaktion kann ein Rechtsanwalt zu haftungsrechtlichen Fragestellungen beraten. Wirtschaftsprüfer testieren die Jahresabschlüsse des Unternehmens und führen die Financial Due Diligence durch. In vielen Kapitalmarkttransaktionen stellt der Abschlussprüfer auch den so genannten Comfort Letter aus. Dabei handelt es sich um eine Erklärung des Wirtschaftsprüfers, dass die Angaben, die das kapitalaufnehmende Unternehmen im Verkaufsprospekt macht, wahrheitsgetreu und vollständig sind.

„Weitere Partner im Schuldscheinbereich sind Rechtsanwälte, die beim Dokumentationsthema angefordert werden, wenn die Kapazitäten im Unternehmen nicht ausreichend sind. Sind wir in der Bond-Welt, da hat man ohnehin Rechtsanwälte mandatiert für die Prospekterstellung. Sie haben auch die Wirtschaftsprüfer an Bord. Teilweise brauchen wir die für gewisse Themen, z.B. die Zahlenwelt so aufzubereiten, dass man sie dann auch an Investoren weitertragen kann. Da sind dann sehr stark Wirtschaftsprüfer involviert.“ (Kapitalmarktexperte)

In manchen Fällen kann der Einbezug einer kapitalmarktaffinen Medienagentur hilfreich sein, die die Kommunikation während des gesamten Transaktionsprozesses begleitet. Diese unterstützt die Außendarstellung des Unternehmens auf dem Weg zum Kapitalmarkt und bereitet Unternehmensinformationen zielgruppengerecht auf.

„Dabei sind Rechtsanwälte, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer und mitunter legen wir als Corporate-Finance-Beratung auch Wert darauf, dass eine gute Kommunikationsagentur dazukommt.“ (Kapitalmarktexperte)

7 Erfahrungen mit der Kapitalmarktfinanzierung

7.1 Vorteile und Herausforderungen der Kapitalmarktfinanzierung

Die Finanzierung über den Kapitalmarkt bringt Kosten und Nutzen mit sich, die sich je nach Finanzierungsinstrument und Unternehmenscharakteristika unterscheiden. Die Entscheidung für und die Zufriedenheit mit der Kapitalmarktnutzung hängen dabei vorrangig davon ab, ob der vom Unternehmen wahrgenommene Nutzen höher ist als die mit der Finanzierung einhergehenden Kosten. Der Nutzen einer Kapitalmarktfinanzierung wird daran gemessen, inwiefern dadurch die Ziele der Familie und des Unternehmens erreicht werden. Die Bewertung ist somit familien- und unternehmensindividuell. Die direkten Kosten einer Börsennotierung oder Anleiheemission sind für Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen weitgehend deckungsgleich. Daneben fallen jedoch weitere indirekte Kosten an, wie ein höheres Maß an Transparenz und die potentielle Aufgabe von Unabhängigkeit, die bei Familienunternehmen ein anderes Gewicht einnehmen, als es bei Nicht-Familienunternehmen der Fall sein dürfte. Ebenso wie bei der Kapitalmarktnutzung nicht nur die direkten Transaktionskosten anfallen, lässt sich auch der Nutzen einer Kapitalmarktfinanzierung nicht allein auf die Aufnahme zusätzlicher finanzieller Mittel reduzieren, sondern bedarf einer eingehenderen Analyse, die auch die Auswirkungen der Kapitalmarktnutzung auf das Unternehmen berücksichtigt.

Dieses Kapitel widmet sich der Bewertung der Kapitalmarktfinanzierung durch Familienunternehmen. Bei der Analyse werden sowohl Aussagen der Kapitalmarktexperten als auch der Vertreter der Familienunternehmen berücksichtigt. Zunächst wird betrachtet, welche Veränderungen durch die Nutzung des Kapitalmarkts zu Finanzierungszwecken in Familienunternehmen erkennbar sind. Darauf aufbauend wird untersucht, welche Vorzüge und Herausforderungen von Familienunternehmen in der Kapitalmarktfinanzierung gesehen werden. Insbesondere wird die Einschätzung der Gesprächspartner zu den Aspekten Transparenz und Kapitalmarktcommunication sowie Unabhängigkeit und Flexibilität wiedergegeben. Die Antworten der Gesprächspartner zeichnen ein sehr differenziertes Bild in Bezug auf die Bewertung der Kapitalmarktfinanzierung. Für manche Gesprächspartner überwiegen der Nutzen oder die Vorteile, für andere die Kosten oder Nachteile. Dies verdeutlicht einmal mehr, dass der Kapitalmarkt für Familienunternehmen nur unter bestimmten Voraussetzungen eine vorteilhafte Finanzierungslösung bieten kann. Im Hinblick auf die Herausforderungen betonen die Gesprächspartner vor allem, dass auch diejenigen Kosten zu beachten sind, die erst während der Kapitalmarktnutzung anfallen. Das Kosten-Nutzen-Verhältnis der Kapitalmarktfinanzierung kann sich dadurch auch im Zeitablauf ändern.

7.1.1 Transparenz und Kapitalmarktcommunication

Eine Kapitalmarktorientierung bringt zwangsläufig Veränderungen im Unternehmen mit sich. Wie stark diese ausfallen, hängt nicht zuletzt davon ab, wie die Strukturen vor der Kapitalmarktnutzung ausgestaltet waren und welche Änderungen vorgenommen wurden. Der erhöhte Aufwand im Rechnungswesen und Finanzbereich sowie die mit der Kapitalmarktnutzung einhergehende Transparenz werden seitens der Ge-

sprächspartner als Hauptveränderungen im Unternehmen gesehen. Obgleich diese Veränderungen bei einem Börsengang besonders stark ins Gewicht fallen, sind sie auch bei der Emission einer Anleihe nicht zu unterschätzen. Zudem sind die Anforderungen des Kapitalmarkts durch die vielen regulatorischen Änderungen in den letzten Jahren stetig gestiegen.

„Der Gesamthintergrund für Unternehmen ist sicherlich aufgrund der Vielzahl der Anforderungen, die noch dazugekommen sind, komplizierter geworden. Diese hängen aber nicht zwingend damit zusammen, dass es sich um ein börsennotiertes Unternehmen handelt. ... Aber wenn man börsennotiert ist, dann steht man ganz klar im Fokus der Öffentlichkeit. Die bestehenden Anforderungen müssen ganz anders nachvollzogen werden und werden gegebenenfalls auch von der Öffentlichkeit überprüft.“ (Kapitalmarktexperte)

Die gesteigerten Transparenz- und Kommunikationspflichten des Kapitalmarkts gehen mit Vor- und Nachteilen für das Familienunternehmen einher. Eine Anpassung der Rechnungslegung und eine Öffnung des Unternehmens können sich vorteilhaft auswirken, bringen aber auch Aspekte mit sich, die von vielen Familienunternehmen als Nachteil empfunden werden. Ebenso kann die durch die Kapitalmarktnutzung notwendig gewordene Kommunikation mit Investoren positiv wirken, etwa wenn sich dem Familienunternehmen durch die Auseinandersetzung mit kritischen Fragen neue Perspektiven eröffnen, sie kann aber auch als Belastung oder Herausforderung empfunden werden. Abbildung 26 fasst verschiedene positive und negative Aspekte im Hinblick auf die Rechnungslegung und die Transparenz sowie die Kapitalmarktkommunikation zusammen.

Abbildung 26: Vorteile und Nachteile von Transparenz und Kapitalmarktkommunikation

Rechnungslegung und Transparenz		Kapitalmarktkommunikation	
<p>Vorteile der Anpassung und Öffnung</p> <ul style="list-style-type: none"> • Zugang zum Kapitalmarkt und damit zu einem erweiterten Investorenkreis • Professionalisierung von Unternehmensstrukturen • Steigerung des Bekanntheitsgrads gegenüber Mitarbeitern, Kunden etc. • Bessere Vergleichbarkeit zur Konkurrenz 	<p>Nachteile der Anpassung und Öffnung</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kosten und Bindung von Ressourcen • Erweiterung bestehender Strukturen, Hinzunahme externer Dritter notwendig • Unerwünschte Steigerung der Bekanntheit der Familie • Zunehmender Druck durch Kunden und Gewerkschaften • Einblicke durch die Konkurrenz 	<p>Vorteile der Investorenkommunikation</p> <ul style="list-style-type: none"> • Gezielte Ansprache von Investoren • Investoren und Kapitalmarktpartner als Sparringspartner, Entstehung eines konstruktiven Dialogs • Objektivierung des Unternehmens von außen 	<p>Nachteile der Investorenkommunikation</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kosten, hoher Organisations- und Verwaltungsaufwand • Ungewohnte Fragen • Dritte erlangen mitunter tiefe Einblicke ins Unternehmen • Schlechte Nachrichten werden am Kapitalmarkt abgestraft

Quelle: Eigene Darstellung

Um Zugang zum Kapitalmarkt zu erlangen, ist es notwendig, bestimmte Unternehmensstrukturen aufzubauen. Dazu sind Anpassungen der Corporate-Governance-Struktur sowie der internen Organisation des Unternehmens nötig (vgl. Kapitel 5.1.5). Dazu gehört insbesondere der Ausbau von Abteilungen, die sich um Finanzierung, Rechnungswesen, Kommunikation und Rechtsfragen kümmern. Der Aufbau solcher Strukturen, die ein „geschlossenes“ in ein öffentliches Unternehmen verwandeln, ist sehr kostenintensiv. Hinzu kommt, dass mit den internen Veränderungen im Unternehmen auch ein Paradigmenwechsel einhergeht, an den sich nicht nur die Familie, sondern auch die Mitarbeiter gewöhnen müssen.

„Es ist ein Strukturwandel, letztlich ein Paradigmenwechsel von besonderer Art und Weise, sich von einem geschlossenen Unternehmen in ein öffentliches Unternehmen zu wandeln.“ (Kapitalmarktexperte)

Der Aufbau bestimmter Organisationsstrukturen führt auch dazu, dass Externe, z.B. auf Ebene des Finanzvorstands, hinzugenommen werden müssen. Auch Dritte wie Berater oder Ratingagenturen erhalten aufgrund der Umstellungen und Vorbereitungen Einblick ins Unternehmen. Obgleich dies in vielen Fällen vorteilhaft für das Unternehmen ist und zum Wissensaufbau beitragen kann, könnte dies bei manchen Familienunternehmen zu Bedenken führen. Aus Sicht des Familienunternehmens stellt sich die Frage, inwiefern diejenigen Personen auch das nötige Verständnis für die Besonderheiten des Unternehmens und die Bedürfnisse der Familie mitbringen.

Während Berater nur den Anstoß zu Veränderungen geben können, muss die Umsetzung durch das Unternehmen selbst vollzogen werden. Darüber hinaus kann der Aufbau eigener Ressourcen im Unternehmen insbesondere dann vorteilhaft sein, wenn der Kapitalmarkt regelmäßig oder wie bei einem Börsengang auf Dauer für Finanzierungszwecke genutzt werden soll.

Manche Familienunternehmen sehen in dem Ausbau der Organisationsstrukturen eine Einschränkung, da dieser in hohem Maße Ressourcen im Unternehmen bindet, die für andere Aufgaben zumindest temporär nicht mehr zur Verfügung stehen. Schlanke Organisationsstrukturen bringen, nicht nur im Hinblick auf die Kosten, gewisse Vorteile mit sich. Hier sind kurze Entscheidungswege und eine Übersichtlichkeit der Prozesse zu nennen.

„Die Prozesse müssten ganz andere sein. Wenn ich darüber spreche: Ja, ich muss an den Kapitalmarkt gehen, ich muss diesbezüglich auch reporten, ich muss die Ergebnisse quartalsweise darstellen, dann stellt das auch das Unternehmen vor ganz andere Herausforderungen. ... Das bringt eine Unruhe und bindet Ressourcen im Unternehmen und das sind Themen, die einfach dagegen sprechen.“ (Familienunternehmen)

Andere Familienunternehmen sehen in den Veränderungen der Unternehmensstruktur nicht nur den Vorteil einer potentiellen Kapitalmarktnutzung, sondern sprechen ihr auch auf anderen Ebenen eine positive Wirkung zu. So beschreiben einige der Gesprächspartner durch die Professionalisierung der Prozesse und den Aufbau von Know-How einen veränderten Umgang mit den Banken oder eine vorteilhafte Anpassung der Unternehmenssteuerung.

„Das ist so ein Henne-Ei-Problem. Wir können solche Produkte nur sinnvoll nutzen, wenn wir auch entsprechend professionelle Prozesse in unserer Treasury-Abteilung haben. Das hat sich sicherlich verändert. Ich glaube, es hat sich auch hin zu einer aktiveren Gestaltung der Bankbeziehungen verändert. Also, das ist auch ein strategischer Ansatz, wie wir unsere bankbezogenen Prozesse organisieren.“ (Familienunternehmen)

„Gleichzeitig wurde auch das Steuerungssystem verändert. Wir haben eine wertorientierte Steuerung eingeführt, die wir heute noch haben: Cash Value Added - also im Grunde ein Economic Value Added (EVA)-Ansatz. Diese Methodik konnte in der Finanzierungssteuerung im Konzern sehr gut etabliert werden, ... z.B. Bilanzstrukturmanagement, Working Capital Management etc. ... Durch dieses Steuerungselement wurden die Kennzahlen greifbar und sind eben auch über die mittlere Managementebene beeinflussbar.“ (Familienunternehmen)

Unabhängig vom Aufwand, der in den Abteilungen Rechnungswesen und Finanzierung anfällt, kann auch die gestiegene Transparenz selbst zu einer Herausforderung für das Unternehmen werden. Die in vielen Familienunternehmen empfundene Abneigung gegenüber Transparenz kann allgemeiner Natur oder durch das Streben nach Sicherheit seitens der Familie begründet sein. Der Paradigmenwechsel, der mit einer Kapitalmarktnutzung einhergeht, spielt insbesondere beim Börsengang eine Rolle, findet aber auch in Bezug auf die Emission einer Anleihe statt. Der Zustand eines kapitalmarktorientierten Unternehmens wird von einem Kapitalmarktexperten mit dem „Leben in einem Aquarium“ verglichen, bei dem das Unternehmen jederzeit von außen sichtbar ist.

„Dann erfahren Sie sozusagen den Scheinwerfer der Öffentlichkeit, dieses living in the glass bowl - sozusagen im Aquarium leben - wo jeder Sie von außen angucken kann.“ (Kapitalmarktexperte)

„Sie können ja natürlich nicht an den Kapitalmarkt gehen, wenn Sie nur in irgendeinem Darkroom für den engsten Bankenkreis die Bilanz veröffentlichen. Das ist dann ein Trade-off. Man muss sich, um an den Kapitalmarkt zu gehen, ein Stück weit öffnen. Hier setzen natürlich auch der Beratungsansatz und die größte Überzeugungsleistung an.“ (Kapitalmarktexperte)

„Eine Anleihe ist nicht das Richtige für [uns]. Das ist zu viel Öffentlichkeit, das will [man] nicht. Da müssen Sie Publizitätspflichten nachkommen und alle Naselang irgendwas veröffentlichen. ... Das passt nicht zu [uns].“ (Familienunternehmen)

Die Meidung von Transparenz kann auch durch den Kundendruck oder den Einfluss von Gewerkschaften begründet sein, ebenso wie durch die Angst der unkontrollierbaren Informationsnutzung seitens der Konkurrenz. Dies kann aus Unternehmenssicht zu den Nachteilen der Kapitalmarktfinanzierung gezählt werden, auf die sich ein bislang privat gehaltenes Unternehmen einstellen muss.

„Auch die Visibilität nach außen und damit auch die Angreifbarkeit sind natürlich höher und das hat nicht ganz triviale Auswirkung, wenn ich z.B. auf der einen Seite mit Gewerkschaften über Tarifentscheidung verhandle und just im gleichen Moment einen Rekordgewinn verlautbaren lasse. ...

Das haben andere Kapitalmarktunternehmen auch, bei uns ist diese Erfahrung aber neu und das muss erst erlernt werden.“ (Familienunternehmen)

Beim Thema Transparenz spielt die Industrie, in der das Unternehmen tätig ist, eine entscheidende Rolle. Ist die Konkurrenz ebenfalls börsennotiert, können die Vorteile einer erhöhten Publizität die Nachteile aufwiegen. Ein Aspekt, der eng mit der Diskussion um die Erweiterung der Rechnungslegung und Erhöhung der Transparenz verbunden ist, ist die Umstellung von HGB auf IFRS (vgl. Kapitel 5.1.3).

„Mit der erhöhten Transparenz müssen die operativen Unternehmenseinheiten umgehen. ... Sie werden sich damit noch arrangieren. Denn auch unsere Wettbewerber, die alle kapitalmarktorientiert sind, haben diese Transparenz. Deshalb haben wir hier keinen Wettbewerbsnachteil.“ (Familienunternehmen)

Eine erhöhte Transparenz kann aber neben dem Zugang zum Kapitalmarkt durchaus weitere positive Effekte haben. Der gestiegene Bekanntheitsgrad des Unternehmens kann zur Wahrnehmung als Global Player seitens der Kunden führen und auch zu weiteren Marketingzwecken, beispielsweise zur Mitarbeiterakquise, genutzt werden.

„Ein klassischer Vorteil ist der Bekanntheitsgrad für das Thema Mitarbeiterakquisition. Bei diesen ganzen Themen haben Sie natürlich als börsennotiertes Unternehmen ein ganz anderes Standing als ein Mittelständler. Gerade wenn es auch um den Wettbewerb von Fachkräften geht.“ (Kapitalmarktexperte)

Die Kommunikationspflichten, die aufgrund der Kapitalmarktnutzung zu leisten sind, gehen über die gesetzlich vorgeschriebene Rechnungslegung und Publizität hinaus und beinhalten die gezielte Ansprache und Informationsversorgung von Kapitalgebern. Dies führt auch dazu, dass sich das Familienunternehmen mitunter mit neuen bzw. ungewohnten Fragen konfrontiert sieht. Hier kann es bei Familienunternehmen teilweise eine gewisse Unsicherheit geben, vor allem, wenn diese bislang nur mit ihren Hausbanken als Finanzierungspartner in Kontakt standen. Vor allem Kapitalmarktexperten betonen die veränderten Anforderungen an die Kommunikation, auf die sich Familienunternehmen, die zum ersten Mal eine Kapitalmarktfinanzierung anstreben, einstellen müssen.

„Meine Hausbanken, die waren ja immer bei mir und da wusste ich, was los war. Und die wollten mich nur einmal im Jahr sehen. Die wollten dann vielleicht mit mir auch irgendwo einen guten Wein trinken. Aber wenn man jetzt auf vierteljähriger Basis einen Conference Call hat, den auf Englisch machen muss, dann nach KPIs und nach einem Forecast gefragt wird und wie man sich denn die Konkurrenzsituation vorstellt usw., da glaube ich, dass die Sorge groß ist, dass viel auf ein Unternehmen zukommt. ... Also insofern ist da, glaube ich, viel Unsicherheit bei der Frage, was einem da entgegenkommt.“ (Kapitalmarktexperte)

Die Wahrnehmung des Kontakts mit Investoren, sei es nun im Schuldschein- oder Anleihebereich oder bei einer Börsennotierung, kann unterschiedlich ausfallen. Für manche Familienunternehmen ist darin vor allem ein hoher Verwaltungs- und Organisationsaufwand zu sehen.

„Wir haben dann gemerkt, dass man zwar Pressekonferenzen macht, aber die Presse doch lieber über New-Economy-Firmen schreibt. Da kann man sich auch das Ganze sparen und macht lieber klassische Pressearbeit und klassisches Marketing. Insofern hat uns da die Öffentlichkeit nichts gebracht.“ (Familienunternehmen)

Investoren können aber auch als Sparringspartner gesehen werden und einen hilfreichen Dialog ermöglichen, der letztlich auch auf die Objektivierung des Unternehmens von außen abzielt. Dies beginnt bereits bei dem kapitalmarktnahen Schuldscheindarlehen und ist bei einer Anleiheemission oder eines Börsengangs noch stärker ausgeprägt. Obgleich es sich bei einem Schuldscheindarlehen nicht um ein Wertpapier, sondern um ein Darlehen handelt, ist die Rolle der investierenden Bank eine andere als die einer kreditgebenden Bank. Die Transaktion muss unter Renditeaspekten in das Portfolio der kapitalgebenden Bank passen, wodurch sich seitens der Bank andere Fragen an das Unternehmen ergeben als bei einem klassischen Kredit.

„Ok, die Transaktion und das Risiko unter Renditeaspekten muss für mein Portfolio passen. Da können auch unangenehme Fragen gestellt werden. Ich habe das erlebt, dass mir nachher Finanzvorstände gesagt haben oder auch Eigentümer: Diese Fragen haben wir so noch nie gestellt bekommen in den letzten dreißig Jahren. Aber es ist eigentlich mal positiv, das zu hören, und auch gerade diese Sparringspartnerschaft ist positiv.“ (Kapitalmarktexperte)

Bei einer Börsennotierung gibt es nicht nur – wie eben bei Schuldscheinen oder Anleihen – eine Informationspflicht gegenüber den Investoren, sondern darüber hinaus auch Mitspracherechte der Aktionäre. Diese können über die Hauptversammlung oder in gewissen Fällen über Positionen im Aufsichtsrat ausgeübt werden. Auch hier sind die Empfindungen der Familienunternehmen unterschiedlich.

„Mitspracherechte sind immer ein ganz schwieriges Thema. Wenn irgendeine Finanzierung den Einfluss eines externen Kapitalgebers auf die Firma nach sich ziehen würde oder das drohen würde, dann ist das ein absolutes Don't.“ (Familienunternehmen)

„Es wird ja auch als Gegenargument immer genannt, dass man sich nicht auf der Hauptversammlung mit irgendwelchen anonymen Investoren rumärgern möchte. Ob das immer so der Fall ist oder ob es nicht auch gesunde Diskussionen geben kann und Hinweise kommen können, wie man Dinge besser machen kann, diese Sachen werden dann einfach ausgeblendet. Aber wenn ich die Gegenposition einnehme, dann wird ganz oft gesagt, dass man unter sich bleiben möchte und nicht von fremden Dritten reingeredet bekommen möchte, die alle keine Ahnung haben. Dieser Gedanke steckt immer dahinter und da wird übersehen, dass sehr viele sogar eine sehr große Ahnung haben und Erfahrungen aus anderen Unternehmen mitbringen und dass so etwas das Unternehmen weiterbringt.“ (Kapitalmarktexperte)

Letztlich spielt bei erhöhter Transparenz und der ständigen Kommunikation mit dem Kapitalmarkt auch die wahrgenommene Angreifbarkeit eine große Rolle. Schlechte Nachrichten über ein kapitalmarktorientiertes Unternehmen finden sich schneller in der Presse wieder und fließen zusätzlich über den Kapitalmarkt in den Wertpapierkurs und somit die Bewertung des Unternehmens ein.

„Wenn man börsennotiert ist und sich einen strategischen Fehler leistet, dann ist die Börse sogar schädlich, weil sie Kommunikation und Öffentlichkeit noch stärker hervorbringt. Ich glaube, bei dem, was hier passiert ist, hätte sich die Wirkung über eine Menge an Marktteilnehmern, nämlich an Aktionären, verstärkt und hätte über den Börsenkurs das Unternehmen sogar noch mehr bestraft. In wirtschaftlich schwierigen Zeiten ist die Notierung an der Börse eher ein Nachteil.“ (Familienunternehmen)

Die Berichterstattung zu Beispielen von Familienunternehmen, bei denen die Kapitalmarktnutzung zu Problemen geführt hat, tragen nicht nur zu einem verzerrten Bild von Familienunternehmen und Kapitalmarkt bei, sondern wirken auch auf Familienunternehmen abschreckend. Umso wichtiger ist es, mit objektiver Berichterstattung gegenzusteuern und auch positive Beispiele nicht außen vor zu lassen. Letztlich hat der Kapitalmarkt einigen Familienunternehmen auch zur Sicherung des Unternehmenserfolgs, mitunter sogar zur Position als Weltmarktführer verholfen.

7.1.2 Unabhängigkeit und Flexibilität

Das Streben nach Unabhängigkeit stellt eines der besonderen Kennzeichen von Familienunternehmen dar (vgl. Kapitel 3.1). Neben den Publizitäts- und Transparenzanforderungen, die der Kapitalmarkt mit sich bringt, ist es für Familienunternehmen wichtig, zu durchdenken, wie die Kapitalmarktfinanzierung auf die Unabhängigkeit und Flexibilität des Unternehmens einwirkt. Einige der Faktoren, die aufgrund der Kapitalmarktnutzung zu einer Förderung oder Beeinträchtigung von Unabhängigkeit und Flexibilität beitragen, sind in Abbildung 27 dargestellt. Dabei gilt es, zwischen der Kapitalmarktnutzung auf der Eigen- und der Fremdkapitalseite zu differenzieren.

Abbildung 27: Unabhängigkeit und Flexibilität durch Kapitalmarktfinanzierung

Unabhängigkeit und Flexibilität	
<p>Positiver Einfluss auf Unabhängigkeit und Flexibilität</p> <ul style="list-style-type: none"> • Erschließung neuer Finanzierungsquellen • Stabilität und Langfristigkeit der Finanzierung • Verringerte Abhängigkeit von Banken • Bei Börsengang: <ul style="list-style-type: none"> • Dauerhafte Bereitstellung des Kapitals • Durch Kapitalerhöhung weitere finanzielle Mittel erschließbar • Bei Anleihen: <ul style="list-style-type: none"> • Im Vergleich zu syndiziertem Kredit meist weniger Covenants und Besicherung • Anonymität der Investoren verhindert während der Laufzeit in der Regel die Einflussnahme 	<p>Negativer Einfluss auf Unabhängigkeit und Flexibilität</p> <ul style="list-style-type: none"> • Abhängigkeit von Entwicklungen des Kapitalmarkts und des regulatorischen Umfelds • Langfristige Bindung an ein Finanzierungsinstrument • Transparenz- und Kommunikationspflichten binden Ressourcen im Unternehmen • Bei Börsengang: <ul style="list-style-type: none"> • Verwässerung der Eigentumsanteile • Mitspracherechte der Investoren • Bei Anleihe: <ul style="list-style-type: none"> • Informationsrechte der Investoren • Eingeschränkte Nachverhandlungs- und Anpassungsmöglichkeiten • Refinanzierungsrisiko am Laufzeitende

Quelle: Eigene Darstellung

Betrachtet man die Tatsache, dass der Kapitalmarkt die Erschließung neuer, langfristig zur Verfügung stehender Finanzierungsquellen mit sich bringt und dadurch auch die Abhängigkeit von Banken verringert, führt die Kapitalmarktnutzung zunächst zu einer Erhöhung der Unabhängigkeit und Flexibilität des Unternehmens. Darüber hinaus bietet die Kapitalmarktfinanzierung durch die breitere Investorenbasis eine gewisse Stabilität in der Finanzierung und ermöglicht großvolumige Investitionen. Ein Gesprächspartner schreibt der Anleihenutzung auch einen positiven Effekt auf das bankinterne Rating zu, da eine weitere Finanzierungsquelle zur Refinanzierung zur Verfügung steht.

„Für uns standen die Chancen, sprich den möglichen weiteren Finanzierungsbaustein zu generieren und eine Unabhängigkeit gegenüber unseren Kernbankenkreis zu haben, im Vordergrund, um damit dann auch den Finanzierungsmix zu erweitern. Flexibilität und Unabhängigkeit sind, glaube ich, die beiden entscheidenden Kriterien.“ (Familienunternehmen)

Stellt man dem die Tatsache entgegen, dass die Finanzierungsentscheidung in der Regel eine langfristige Wirkung und Bindung mit sich bringt und die Erfüllung von Transparenz- und Kommunikationspflichten in hohem Maße Ressourcen bindet, kann in der Kapitalmarktnutzung auch eine Minderung der Unabhängigkeit und Flexibilität empfunden werden. Die Gesprächspartner schilderten, dass gerade eine Börsennotierung auch eine gewisse Schwerfälligkeit bei strategischen Unternehmensentscheidungen, wie Akquisitionen oder Restrukturierungen, mit sich bringt.

Da die Ausgabe einer Anleihe nur mit Informationspflichten, jedoch nicht mit Mitspracherechten verbunden ist, erlaubt dieses Instrument einen hohen Grad an Unabhängigkeit. Hinzu kommt, dass während der Laufzeit und bei regelmäßiger Zahlung der Zinsen nicht mit einem Eingriff seitens der Investoren zu rechnen ist. Dies ergibt sich bereits aus der großen Anzahl und der meist bestehenden Anonymität der Investoren. Beim Schuldschein handelt es sich in der Regel um eine überschaubare Anzahl von Investoren, der Einfluss der Investoren dürfte aber auch hier deutlich geringer ausfallen als beispielsweise bei einem Bankkredit. Beim Kredit sind regelmäßige Gespräche mit den kapitalgebenden Banken zu führen, in denen die Bonität des Familienunternehmens geprüft wird. Darüber hinaus sind bei (syndizierten) Krediten die Covenants und die Besicherung meist restriktiver als bei Anleihe und Schuldschein.

„Weil Kapitalmarktprodukte tendenziell immer anonym sind, als wenn man einen Kredit wählt, ist es so, dass der Kredit sich von der Anleihe dahingehend unterscheidet, dass die Banken stärker die Hand darauf haben. Da sind Monitoring-Aspekte und Covenants-Themen, die stärker kontrolliert und besprochen werden wollen oder in gegebenen Fällen besprochen werden müssen. Auf der Kapitalmarktseite versucht man hingegen, die Produkte so auszugestalten, dass sie möglichst wenig Anlass zu Besprechungen bieten.“ (Kapitalmarktexperte)

„Wenn ein Unternehmen es nicht schafft, seine Zinsen zu zahlen und die Bonds zu tilgen, dann haben Sie natürlich ein Problem, das ist klar. Aber das gleiche Problem haben Sie mit den Bankkrediten erst recht. Da haben Sie es eben viel früher. Während der Laufzeit, wenn alles normal läuft, mischen sich die Banken bei bilateralen oder syndizierten Kredit viel stärker ein, als es der Kapitalmarkt tut.“ (Kapitalmarktexperte)

Um die Unabhängigkeit des Familienunternehmens sicherzustellen, sollte das Vertragswerk oder die Dokumentation unabhängig vom Instrument genau dahingehend geprüft werden, inwiefern das Familienunternehmen durch die Finanzierung potentiell in seiner Handlungsfreiheit eingeschränkt wird.

„Wenn Sie auf die Fremdkapitalseite schauen, muss man da sehr genau auf Dokumentationen achten und wie viele Freiheiten man aufgibt. Wir achten z.B. sehr genau darauf, dass wir keinerlei Covenants in unseren Instrumenten haben. Außerdem stellt sich die Frage: Wie frei bin ich beim Verkauf von Assets und welche Auswirkungen haben unternehmerische Entscheidungen, beispielsweise zum Thema M&A, auf solche Finanzierungsinstrumente? Das muss man alles in diesen Verträgen komplett durchdeklinieren und damit geben wir uns sehr viel Mühe.“ (Familienunternehmen)

Der geringere Eingriff von Investorensseite ist bei der Anleihe bereits der Anonymität der Investoren geschuldet. Allerdings ist zu bedenken, dass Anpassungen während der Laufzeiten bei Anleihen verglichen mit Schuldscheinen oder Krediten dadurch deutlich schwieriger werden. Dies kann für das Unternehmen nicht nur Vorteile, sondern eben auch Nachteile mit sich bringen.

„Wenn ich eine Situation habe, bei der ich im Bond irgendetwas nachverhandeln muss, ... dann habe ich natürlich ein Universum von sehr, sehr vielen Einzelinvestoren. Es ist alles machbar, aber es

ist halt manchmal ein bisschen schwerfälliger als im Rahmen des Bankenkonsortiums.“ (Kapitalmarktexperte)

„Wenn der Bond einmal begeben ist, dann haben Sie eine Vielzahl von Investoren. Sie haben natürlich den Vorteil, Sie haben keine Covenants in einer öffentlichen Anleihe. Aber wenn es Ihnen dann doch mal aus irgendeinem Grund nicht so besonders toll geht, dann haben Sie halt das Problem: Wie kriege ich jetzt meine Schar von Investoren wieder unter einen Hut gepackt?“ (Familienunternehmen)

Börsennotierung und Anleihe sind grundsätzlich Finanzierungsinstrumente für eine langfristige Kapitalaufnahme. Anders als bei einer Börsennotierung ist aber bei der Anleihe rechtzeitig an die Refinanzierung zu denken. Für die Freiheit, keine Refinanzierung leisten zu müssen und risikotragendes Kapital zu erhalten, gibt die Familie beim Börsengang letztlich Anteile am Unternehmen ab.

„Wenn Sie an der Börse sind, haben Sie den Mittelzufluss dauerhaft und Sie haben einen fungiblen Titel an der Börse. Sie können, wenn Sie als Unternehmen gut performen, dauerhaft die Börse als Markt nutzen und sich neue Mittel beschaffen. Das ist, glaube ich, ganz wesentlich.“ (Kapitalmarktexperte)

„Sie haben da viel mehr Anspruchsgruppen, aber im Wesentlichen haben Sie eine dauerhafte Finanzierung. Sie können die Finanzierung über die Börse über Kapitalerhöhungen wieder neu in Anspruch nehmen und sind da eben auch sehr flexibel. Das unterscheidet sich im Wesentlichen von Finanzierungsformen, die nicht über die Börse gehen.“ (Kapitalmarktexperte)

Bei einer Anleihe ist die Refinanzierung solange unproblematisch, solange die Rückzahlung bei Endfälligkeit aus den bestehenden liquiden Mitteln geleistet werden kann oder alternative Formen der Refinanzierung, etwa die Ausgabe einer neuen Anleihe, zur Verfügung stehen. Ist dies nicht der Fall, gerät das Unternehmen in eine Notsituation. Es ist daher ratsam, Liquidität vorzuhalten und rechtzeitig die Refinanzierung zu planen.

„Das ist immer das Problem, wenn wir darüber sprechen, dass das Bond-Fenster geschlossen ist. Das ist dann wirklich zu, da geht dann gar nichts. Das heißt, ich habe im Zweifel eine Fälligkeit, die ich über das gleiche Produkt nicht refinanzieren kann und ich habe keine Banken mehr, die das im Zweifel für mich auffangen. Das ist natürlich eine ... ganz unglückliche Situation.“ (Kapitalmarktexperte)

Obleich Fremdkapitalinstrumente anders als eine Börsennotierung nicht mit Mitspracherechten verbunden sind, gibt es eine gewisse Angst, externe Parteien könnten durch die „Hintertür“ Einfluss auf das Unternehmen erlangen. Diesbezüglich kann die Anonymität der Investoren als bedrohlich empfunden werden. Viele Familienunternehmen sichern sich daher etwa bei Krediten oder Schuldscheinen vertraglich ab, dass diese seitens der Bank ohne das Einverständnis des Unternehmens nicht weiter veräußert werden dürfen.

„Dann sind die Dinger auch fungibel, d.h. der Karl Meier gibt es dem Gustav Müller und so weiter und so fort. Das wollen wir nicht.“ (Familienunternehmen)

„Von daher ist es schon ein Wert an sich, eine Privatanlegerschaft in seiner Anlegerstruktur zu haben, weil das eben für Stabilität sorgt. Ein Kurs von 50% hätte nämlich auch die Gefahr, dass sich irgendein Investor diese Anteile zu einem sehr günstigen Preis sichern und dann Druck auf das Unternehmen ausüben kann. Das ist ohnehin immer das Risiko, das man eingeht, wenn man den Kapitalmarkt nutzt, dass man nicht kontrollieren kann, wer die Anteile hält.“ (Familienunternehmen)

Ein Motiv für den Börsengang eines Familienunternehmens kann auch die Regelung der Nachfolge sein. Auch dies kann das Unternehmen in eine größere Unabhängigkeit führen, da die Unternehmensanteile fungibel werden. Dadurch können die Eigentümer bei Bedarf in kurzer Zeit über einen Anteilsverkauf liquide Mittel generieren oder Anteile an andere Familienmitglieder veräußern.

„Sie machen das Unternehmen auch in puncto Nachfolgeregelung wesentlich unabhängiger, denn manche Nachfolgeregelungen stellen auch plötzlich durch irgendwelche Ereignisse ein und sind dann auch nicht so planbar. Dann können Sie als börsennotiertes Unternehmen da natürlich ganz anders agieren, als wenn Sie jetzt ein privater Mittelständler sind. Stichwort Erbschaftsteuer, Umplatzierung und diese ganzen Themen.“ (Kapitalmarktexperte)

Ein Risiko bei fungiblen Anteilen an der Börse liegt natürlich darin, dass, besonders bei Unternehmen mit zahlreichen Anteilseignern aus der Familie, Familienmitglieder ihre Anteile veräußern und dadurch der Familieneinfluss sukzessive verloren geht. Einige der börsennotierten Familienunternehmen haben daher die Aktien der Familienmitglieder gepoolt und sprechen bei der Hauptversammlung mit einer Stimme. In manchen börsennotierten Familienunternehmen ist die Weiterveräußerung der Anteile außerhalb der Familie sogar untersagt.

„Die Fungibilität ist dann nur ein zweites Argument, wenn Sie ein Familienunternehmen sind mit mehreren Familienaktionären. Es ist ja nach langer Zeit und nach vielen Generationen bei sehr vielen Familienunternehmen der Fall, dass Sie eben nicht nur zwei oder drei, sondern eine Vielzahl von Eigentümern haben. Da spielt die Fungibilität, die Sie als börsennotiertes Unternehmen haben, schon eine Rolle. Das kann attraktiv sein, das kann aber natürlich auch ein gewisses Risiko darstellen, dass Ihre Familie auseinanderläuft.“ (Familienunternehmen)

Aktien können auch als Akquisitionswährung genutzt werden. Dazu bietet sich gerade bei Familienunternehmen die Nutzung der Eigenkapitalposition „eigene Anteile“ an.

„Als weiteres Finanzierungsinstrument haben wir eigene Aktien. ... Wir haben die Möglichkeit, diese als Finanzierungsinstrument einzusetzen für Akquisitionen und das ist ein interessantes Instrument, was wir durchaus nutzen können, ... ohne den Grundsatz, die Mehrheit der Anteile bleibt in der Hand der Familie, unnötig aufzuweichen.“ (Familienunternehmen)

7.2 Gesamtbewertung der Kapitalmarktfinanzierung

Bündelt man unabhängig von den Einzelaspekten, die kontrovers diskutiert werden können, die Meinung der Finanzverantwortlichen in Familienunternehmen, äußern sich diese durchweg positiv über die Nutzung des Kapitalmarkts. Dies gilt für die Finanzierung über Schuldscheine, Anleihen und den Börsengang gleichermaßen. Auf der Eigenkapitalseite wurden die mit der Börsennotierung verfolgten Ziele, Wachstum und Erhalt liquider Mittel, erreicht. Familienunternehmen, die Fremdkapital über die Börse aufgenommen haben, konnten dadurch großvolumige Investitionen finanzieren, zusätzliche Liquidität vorhalten und ihre Abhängigkeit von Banken reduzieren. Die Zufriedenheit mit dem Kapitalmarkt scheint dabei aber nicht zuletzt davon abhängig zu sein, wie gut das Unternehmen am Kapitalmarkt angenommen wurde und davon, wie bewusst die jeweilige Entscheidung getroffen wurde.

In Bezug auf Schuldscheine gibt ein Familienunternehmen an:

„Schuldscheindarlehen würden wir, auf Basis der positiven Erfahrungen, die wir gemacht haben, im Prinzip immer wieder gerne machen. Keine Frage, das war für uns eine echte Alternative zu einem ganz traditionellen bilateralen Kredit.“ (Familienunternehmen)

Andere äußern sich sehr positiv über die Nutzung von Anleihen.

„Durchaus positiv. Wir wussten im Vorfeld relativ gut, worauf wir uns einlassen. Es gibt natürlich Unwägbarkeiten wie Tageskurse und die Investorennachfrage. Das hat einen gewissen Impact und ist auch eine Argumentation, der man sich aussetzt. Aber wir sind da oft sehr, sehr positiv überrascht gewesen, ob des hohen Interesses an unserem Sektor und am Unternehmen. Ich würde sagen, es gibt dabei keinen Wehmutstropfen. ... Das heißt, dass wir diesen Schritt, auch wenn er noch sehr jung ist, morgen sofort wieder tun würden.“ (Familienunternehmen)

„Aus unserer Sicht können wir sagen, dass die Erfahrungen, die wir in den letzten ein bis zwei Jahren gemacht haben, durchweg nur positiv waren. Vielleicht liegt das auch daran, dass das Unternehmen positiv aufgenommen wurde. Wir haben eben auch davor, im Hinblick auf das Rating, unsere Hausaufgaben gemacht, das sorgfältig vorbereitet, versucht handwerkliche Fehler zu vermeiden und uns da sauber beraten lassen. Daher ist das bis jetzt sehr gut aufgegangen.“ (Familienunternehmen)

Ein anderes Familienunternehmen gibt an, dass es ohne den Börsengang nicht zum Weltmarktführer hätte aufsteigen können:

„Wir haben das damals gemacht, um eine Übernahme zu stemmen. ... Das ist auch heute noch eine der wichtigsten Aktivitäten von uns, insofern war das, auch wenn man sich das aus der langen Sicht anschaut, die richtige Entscheidung, sich Kapital zu beschaffen, um diese Übernahme durchzuführen. Erst dadurch wurden wir eigentlich zum Weltmarktführer.“ (Familienunternehmen)

Manche Familienunternehmen waren mit dem jeweiligen Finanzierungsinstrument zwar in einer bestimmten Phase der Unternehmensentwicklung zufrieden, würden dieses Instrument aber nicht erneut nutzen. Dies

verdeutlicht, dass die Eignung eines bestimmten Instruments letztlich auch eng mit der Lebensphase und der entsprechenden Zielsetzung des Unternehmens in Verbindung steht. Darüber hinaus kann es bei sehr großen Unternehmen vorkommen, dass das Mutterunternehmen bestimmte Finanzierungsinstrumente, wie Schuldscheine, dem Tochterunternehmen zur Nutzung überlässt und selbst auf größere Finanzierungslösungen, etwa eine Anleihe, zurückgreift.

"Wir werden eher Richtung Bonds gehen. Wir haben z.B. in 2008 noch einen Schuldschein über 100 Mio. € gemacht. Das werden wir eher nicht wieder machen, was aber nichts damit zu tun hat, dass wir mit dem Ding nicht zufrieden sind, sondern, dass wir das unseren Geschäftsbereichen überlassen. ... Ein Schuldschein ist ein typisches Produkt für den Mittelstand." (Familienunternehmen)

Beim Börsengang spielen regulatorische Veränderungen, ebenso wie Veränderungen im Marktumfeld, eine wichtige Rolle. Diese Rahmenbedingungen sind entscheidend dafür, inwiefern die Kapitalmarktnutzung für das Familienunternehmen auch über einen längeren Zeitraum erfolgreich erscheint. Dies trifft beispielsweise auf kleinere Unternehmen zu, die während der Zeit des Neuen Markts an die Börse gegangen sind. Für manche ist der geforderte Berichterstattungsaufwand nur schwer zu stemmen. Die Segmente des Freiverkehrs können für diese Unternehmen eine Alternative bieten.

„Als wir an die Börse gegangen sind, waren wir einer der ersten. Das war spannend für die Analysten. Dann kam die New Economy und wir ... wurden komplett nicht mehr beachtet und dann haben wir die Pressekonferenzen nach und nach eingestellt, weil es einfach für niemanden mehr interessant war. Wir waren nicht so ein auf Wachstum gepushtes Unternehmen, sondern sind einfach solide gewachsen. Da gab es eben keine großen Dinge zu berichten, die die Presse gerne aufnimmt. Insofern war das für uns alles eher eine Belastung. ... Wobei wir das nicht bereuen, wir waren gerne an der Börse, es war eine gute Zeit und es war die richtige Zeit.“ (Familienunternehmen)

„Seit Verschwinden des geregelten Markts vor einigen Jahren gibt es halt die Überregulierung. Wenn sie [ein kleineres Unternehmen] nehmen, mit einer Marktkapitalisierung von 10 Mio. €, gilt für die von Gesetzes wegen das Gleiche wie für Siemens und das kann nicht richtig sein. Das ist offensichtlich. Das löst Kosten aus, bürokratische Überforderung und führt auch dazu, dass permanent Dinge falsch gemacht werden.“ (Kapitalmarktexperte)

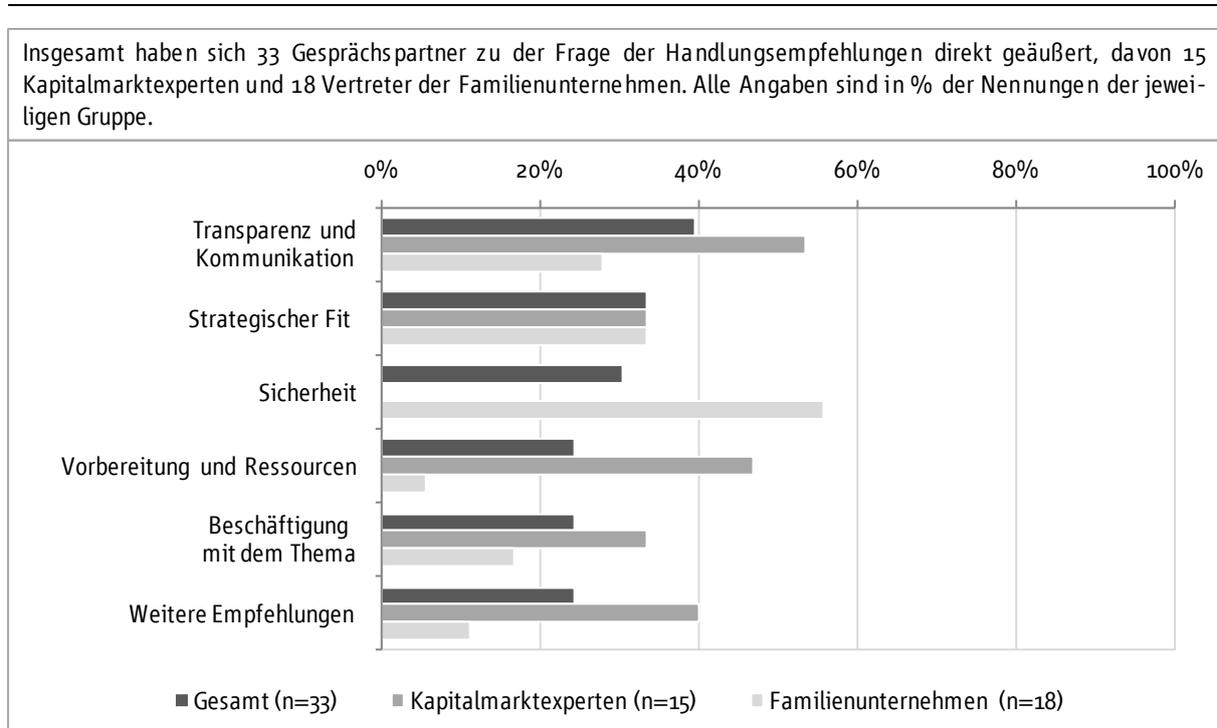
„Diese ganzen Bilanzfolgekosten waren damals noch deutlich überschaubarer und sind in den Folgejahren exorbitant durch diese erhöhten Reporting- und Compliance-Anforderungen gestiegen. Die waren so nicht absehbar, als wir an die Börse gegangen sind.“ (Familienunternehmen)

7.3 Schritte auf dem Weg zur Kapitalmarktfinanzierung

In den Gesprächen wurden Kapitalmarktexperten und Vertreter der Familienunternehmen nach den wichtigen Aspekten und Handlungsempfehlungen für die Kapitalmarktnutzung von Familienunternehmen befragt. Es wurden Handlungsempfehlungen für Unternehmen gegeben, die den Kapitalmarkt bereits nutzen und für

solche, die zwar generell kapitalmarktfähig sind, sich aber noch nicht zu einer Finanzierung über den Kapitalmarkt entschieden haben. Die Antworten werden in Abbildung 28 dargestellt.

Abbildung 28: Handlungsempfehlungen zur Kapitalmarktfinanzierung



Quelle: Eigene Darstellung

Transparenz und Kommunikation werden als wichtige Aspekte bei der Kapitalmarktnutzung eingestuft. Der *strategische Fit* einer Finanzierungslösung ist sowohl vor als auch während der Kapitalmarktnutzung von Bedeutung. Die Wahrung der *Sicherheit* durch verständliche Strukturen, eine einfache Dokumentation und angemessene Finanzierungsformen ist besonders für Familienunternehmen ein wichtiger Punkt. Die *Vorbereitung und Bereitstellung von Ressourcen* hingegen wird den Familienunternehmen vor allem von Kapitalmarktexperten nahe gelegt. Eine Empfehlung, die an Unternehmen gerichtet ist, die den Kapitalmarkt oder ein bestimmtes Finanzierungsinstrument noch nicht nutzen, ist die *Beschäftigung mit dem Thema*, da nur so eine bewusste Entscheidung für oder gegen die Nutzung getroffen werden kann. *Weitere Empfehlungen* beziehen sich auf die Diversifikation der Finanzierungsquellen, die Auswahl der Kapitalmarktpartner und die im Rahmen einer Kapitalmarkttransaktion anfallenden Kosten. Im Folgenden werden die einzelnen Aspekte genauer erläutert.

An erster Stelle der Handlungsempfehlungen werden *Transparenz und Kommunikation* genannt. Vor allem Kapitalmarktexperten halten es für besonders wichtig, diese Aspekte im Entscheidungsprozess und während der Kapitalmarktfinanzierung zu berücksichtigen. Die Handlungsempfehlungen beziehen sich auf verschiedene Teilaspekte dieses Themenbereichs. So wird Familienunternehmen empfohlen, ihr Unternehmen und die Geschäftszahlen in einer klar verständlichen Weise darzustellen.

„Was Sie machen sollten, ist Ihr Unternehmen ehrlich und fair darzustellen, so dass der Investor auch weiß, was er hat.“ (Kapitalmarktexperte)

Die Informationen müssen nicht nur verfügbar, sondern den Kapitalgebern auch zugänglich gemacht werden. Neben der reinen Informationsbereitstellung gehört auch die Kommunikation des Familienunternehmens mit Investoren zu den Kapitalmarktpflichten.

„Eines der wichtigsten Dinge ist Transparenz und Offenheit, insbesondere auch die Bereitschaft, sich auf offene Diskussionen einzulassen.“ (Kapitalmarktexperte)

Die zusätzlichen Anspruchsgruppen und deren Anforderungen, die sich aus der Nutzung des Kapitalmarkts ergeben, müssen anerkannt werden. Die Ansprüche der Investoren variieren je nach Finanzierungsinstrument. Während Fremdkapital- und teilweise auch Mezzanineinstrumente den Investoren nur Informationsrechte einräumen, erwirbt der Aktionär durch den Kauf von Unternehmensanteilen in der Regel ein Mitspracherecht.

„Es ist halt immer irgendein Dritter, der mit reinschaut oder der eine gewisse Mitsprache hat. Natürlich, beim Genussschein ist es nur ein Informationsrecht, kein echtes Mitspracherecht. Bei der Anleihe ist es auch nur ein Informationsrecht. Beim Börsengang ist es dann doch ein Mitspracherecht.“ (Kapitalmarktexperte)

Auch Vertreter der Familienunternehmen messen der Transparenz und der Kommunikation eine hohe Bedeutung bei. Sie sehen beide Aspekte als notwendige Voraussetzung für die Kapitalmarktnutzung und kennen die Ansprüche der Investoren. Familienunternehmen, die sich für eine Kapitalmarktfinanzierung entscheiden, sind daher auch bereit, ihre Informationspflichten zu erfüllen.

„Grundsätzlich gilt das Thema Offenheit und Transparenz. Auch in guten Zeiten sollte man Vertrauensverhältnisse aufbauen und offen sein. Das hilft einem dann in schlechten Zeiten.“ (Familienunternehmen)

„Was ich auf jeden Fall als Empfehlung sehen würde, ist Transparenz: Reden Sie mit den Investoren. Die haben berechtigte Wünsche.“ (Familienunternehmen)

Zur Kapitalmarktkommunikation gehören aus Sicht der Verantwortlichen im Familienunternehmen auch die Auseinandersetzung mit den Schwächen des Unternehmens und die Beantwortung der für Investoren relevanten, zum Teil auch kritischen, Fragen.

„Was Familienunternehmen brauchen, ist eine Corporate Culture, die den objektiven, den externen Bewertungsmaßstab zulässt. ... Die Corporate Culture soll so beschaffen sein, dass es nicht verboten ist, sich sachlich und kritisch mit seinen Schwächen gegenüber Dritten auseinanderzusetzen.“ (Familienunternehmen)

Die Passgenauigkeit des Instruments, die hier als *strategischer Fit* bezeichnet wird, ist allen Gesprächspartnern wichtig und wird daher von beiden Gruppen als Handlungsempfehlung genannt. Kapitalmarktexperten

sehen die Notwendigkeit, dass eine Finanzierungslösung zum Unternehmen passen muss, da ansonsten die Gefahr besteht, dass die Kapitalmarktanforderungen vom Familienunternehmen nicht erfüllt werden können oder zur Last werden.

„Zunächst muss das Finanzierungsinstrument zum Unternehmen passen. Es macht keinen Sinn, hier Dinge zu tätigen, die das Unternehmen nachher überfordern.“ (Kapitalmarktexperte)

„Man muss sich halt einfach sehr genau überlegen, welche Form der Finanzierung brauche ich, für welche Situation brauche ich sie und was ist da eigentlich angepasst und situationsgerecht.“ (Kapitalmarktexperte)

Vertreter der Familienunternehmen sind darauf bedacht, dass die Finanzierungslösung zur aktuellen Situation und Strategie des Unternehmens passt. Gleichzeitig sollen die besonderen Werte und Charakteristika von Familienunternehmen berücksichtigt werden. Die Erreichung der Ziele des Familienunternehmens mit Hilfe des gewählten Finanzierungsinstruments ist ein weiterer entscheidender Aspekt zur Beurteilung des strategischen Fits und sollte bei der Entscheidung für oder gegen eine Kapitalmarktlösung berücksichtigt werden.

„Das muss man alles einmal gemacht haben, auch mit kleineren Volumina. Dann weiß man, wie das geht und dann kann man abschätzen, welche Strategie die optimale für die Situation ist.“ (Familienunternehmen)

„Man muss sich einfach genau überlegen, was man akzeptiert, um langfristig wirklich unabhängig zu bleiben. Da muss man einfach bei bestimmten Sachen sagen: Das mache ich nicht.“ (Familienunternehmen)

Der Aspekt der *Sicherheit* wird von Kapitalmarktexperten nicht genannt, da sie diesen entweder als Voraussetzung ansehen oder er aus ihrer Perspektive von geringer Bedeutung ist. Die Gesprächspartner aus Familienunternehmen hingegen nannten die Beachtung verschiedener Sicherheitsaspekte jedoch häufig als Handlungsempfehlung. Dabei kann sich das Sicherheitsstreben der Familienunternehmen in der Wahl des Finanzierungsinstruments ausdrücken, sich aber auch auf andere Aspekte der Kapitalmarkttransaktion beziehen. Für Vertreter der Familienunternehmen ist es bei der Wahl einer Kapitalmarktlösung vor allem bedeutend, dass die Einflussnahme Dritter vermieden oder gering gehalten wird.

„Sobald Sie ein Risiko laufen, werden Sie angreifbar in Ihrer Unabhängigkeit. Das hat man jetzt in den letzten Jahren gesehen. Da gibt es irgendwelche Hedge-Fonds, die dann doch Anleihen aufkaufen und versuchen, über die mitzureden. Denn gerade wenn Covenants gebrochen werden, wird alles neu verhandelt und dann steht man wieder mit dem Rücken zur Wand. Also man muss da sehr vorsichtig sein.“ (Familienunternehmen)

Die Risikoaversion von Familienunternehmen und das Streben nach Unabhängigkeit drücken sich auch in der Formulierung grundsätzlicher Handlungsempfehlungen zur Kapitalstruktur aus.

„Für mich steht über allem wieder die Unabhängigkeit. Die bestimmt eigentlich die Dos und Don'ts. ... Man muss anständiges Eigenkapital vorhalten. Das ist ein absolutes Do.“ (Familienunternehmen)

Die Beschäftigung mit den rechtlichen Aspekten einer Kapitalmarkttransaktion kann für Sicherheit sorgen. Die juristische Seite kann aber auch zum Problem werden, wenn die getroffenen Regelungen nicht sorgfältig begutachtet werden. Die genaue Prüfung der Dokumentationsanforderungen durch das Unternehmen und gegebenenfalls externe Experten ist daher ein wichtiger Aspekt, der von Vertretern der Familienunternehmen häufig empfohlen wird.

„Dabei ist eine schlanke Dokumentation immer zu bevorzugen, weil umso länger diese ist, umso mehr Fallstricke finden sich dort auch wieder, die man nicht unbedingt eingehen möchte.“ (Familienunternehmen)

„Kritisch bleiben, niemandem mehr vertrauen, sondern sich sauber vorbereiten. Wenn man solche Schritte macht, dann mit eigenem Anwalt an der Seite. Das ist Aufwand, das ist Neuland, da kann man in sehr viel Risiko fallen oder tappen, gerade wenn es um die Dokumentationen und die Vertragsunterlagen geht. Da sollte man nicht naiv sein.“ (Familienunternehmen)

Sicherheit kann für Familienunternehmen aber auch bedeuten, dass sie eine Finanzierungsquelle als Vorsorgemaßnahme nutzen, ohne dass ein akuter Finanzierungsbedarf besteht. Diese Handlungsempfehlung basiert häufig auf Erfahrungen der Familienunternehmen in der Finanzkrise, während der sie sich mit einer restriktiven Kreditvergabe von Banken und einem schwierigen Kapitalmarktumfeld konfrontiert sahen. Die über den Kapitalmarkt aufgenommenen Finanzmittel können für zukünftigen Kapitalbedarf, vor allem in wirtschaftlich schwierigen Zeiten, verwendet werden.

„Das sind ja so alte Sprüche: Spare in der Zeit, dann hast du in der Not oder so ungefähr. Das sind die allgemein bekannten Binsenweisheiten, aber irgendwas ist da auch dran.“ (Familienunternehmen)

„Sicherheit ist, dass man auch Kapital ins Haus nimmt zu einer Zeit, wo man es vielleicht gerade nicht braucht.“ (Familienunternehmen)

Eine intensive *Vorbereitung und* der Aufbau von *Ressourcen*, die für eine Kapitalmarkttransaktion eingeplant werden müssen, werden von Kapitalmarktexperten dringend empfohlen. Da das Marktumfeld sich ständig verändert, ist auch die Schaffung einer soliden Ausgangsposition zu empfehlen, die es dem Familienunternehmen ermöglicht, in kurzer Zeit die sich bietenden Möglichkeiten zu nutzen.

„Insgesamt ist es aber wichtig, sich rechtzeitig mit dem Gedanken der Emission zu befassen. ... Also, eher früher damit befassen, dass man rechtzeitig ist und damit man dann abwarten kann bis das richtige Fenster da ist und nicht hinterherhinkt.“ (Kapitalmarktexperte)

„Alles, was man sehr frühzeitig macht, wo man noch nicht den konkreten Kapitalbedarf hat, entlastet einen hinterher in diesem Prozess enorm und der Prozess ist bei einem IPO sehr intensiv.“ (Kapitalmarktexperte)

Familienunternehmen sehen die Vorbereitung eher in der Beschäftigung mit dem Thema, dem Aufbau von Wissen, der Schaffung interner Strukturen und personeller Ressource. So wird in den Gesprächen die Bedeu-

tung des Finanzvorstands und der Erfahrung, die leitende Finanzverantwortliche bereits mit der Kapitalmarktfinanzierung gemacht haben, unterstrichen.

„Einen erfahrenen Finanzvorstand reinholen, der so etwas schon mal gemacht hat, das ist das Wichtigste. Ein guter Finanzvorstand mit Erfahrung hilft. Denn der sucht die richtige Bank aus, der sucht die richtigen Berater raus, macht vor allen Dingen vorher das Unternehmensmanagement für den Börsengang fit.“ (Familienunternehmen)

Die grundsätzliche *Beschäftigung mit dem Thema* Kapitalmarktfinanzierung wird von Kapitalmarktexperten und Vertretern der Familienunternehmen empfohlen. Diese Handlungsempfehlung gilt sowohl für Familienunternehmen, welche eine Kapitalmarktfinanzierung bereits nutzen, als auch für solche, die damit bisher nicht in Berührung kamen. Durch die Beschäftigung mit den verschiedenen Finanzierungsmöglichkeiten können die Charakteristika der einzelnen Finanzierungsinstrumente, aber auch die Bedeutung des Einsatzes solcher Instrumente für das Familienunternehmen besser eingeschätzt werden. Der Austausch mit Experten und die Informationssuche können zur Überwindung von Vorurteilen beitragen und eine objektive Analyse ermöglichen.

„Das sind auch so Schwellenängste, die verbunden sind mit dem Thema. Und die muss man, glaube ich, im Interesse der Unternehmen überwinden. Das bedeutet ja nicht, dass jetzt jeder in eine alternative Finanzierung reingehen muss, aber es sollte kein Tabuthema sein. Man sollte sich damit auseinandersetzen.“ (Kapitalmarktexperte)

„Das größte Don't ist, sich nicht vernünftig Gedanken über die Alternativen, über die man verfügt, zu machen. Nur wenn ich mir Transparenz verschafft habe über meine Möglichkeiten, kann ich auch eine vernünftige Entscheidung treffen.“ (Kapitalmarktexperte)

Die Vertreter der Familienunternehmen sehen Erfahrungen mit kapitalmarktnahen Finanzierungsinstrumenten, wie Schuldscheine, oder mit Finanzierungen über den privaten Kapitalmarkt als ein erstes Herantasten an die Kapitalmarktfinanzierung. Aber auch ohne konkrete Erfahrungen ist eine Beschäftigung mit den Möglichkeiten und Herausforderungen der Kapitalmarktfinanzierung sinnvoll.

„In Ergänzung dazu muss man ein Stück weit an diese kapitalmarktnahen Dinge herangehen. Das halte ich für unabdingbar. Man muss in jedem Fall Erfahrungen damit gesammelt haben. Wenn mal eine Situation eintritt, in der die Banken entweder nicht leistungsfähig oder leistungswillig sind, hat man dann eine Alternative.“ (Familienunternehmen)

„Sie müssten auf jeden Fall bereit sein, ein Stückweit Kulturwandel einzugehen. ... Sie müssten sich bewusst mit dem Thema auseinandersetzen: Was heißt das?“ (Familienunternehmen)

Weitere Empfehlungen werden vor allem von Kapitalmarktexperten ausgesprochen. Dazu gehört, dass sie den Familienunternehmen eine Verbreiterung der Finanzierungsbasis anraten. Sie weisen in diesem Zusammenhang auf die variierende Verfügbarkeit der Finanzierungslösungen in verschiedenen Marktphasen hin.

Als Maßnahme der Verringerung des Finanzierungsrisikos sollte eine Diversifikation der Finanzierungsquellen auch im Interesse der Familienunternehmen sein.

„Für die, die kapitalmarktfähig sind, ist es ideal, einen Mix anzustrengen. Letztlich eine Drei- oder Vier-Säulen-Strategie, wo man sagt: Wenn die eine Finanzierung schwierig ist, dann hat man eben noch die anderen Möglichkeiten.“ (Kapitalmarktexperte)

„Was Sie hier von mir hören, ist ein Plädoyer für einen intelligenten, ausgewogenen Produktmix. ... Ich glaube, es ist keinem Unternehmen geraten, sich wirklich isoliert auf einzelne Produkte zu verlassen an der Stelle.“ (Kapitalmarktexperte)

Ein Gesprächspartner aus einem Familienunternehmen gibt jedoch auch die Diversifikation der Fristigkeiten zu bedenken. So sollten die Refinanzierungszeitpunkte verschiedener Instrumente gestreut sein.

„Fristenstrukturen sind auch sehr wichtig. Man muss sich bei Fälligkeiten überlegen, wie das hinterher in die Fristenstrukturen passt. Es macht keinen Sinn, fünf verschiedene Instrumente zu nutzen, um da zu diversifizieren, wenn die hinterher alle innerhalb von zwölf Monaten fällig sind. Dann habe ich mir da einen Klumpen Risiko eingebaut.“ (Familienunternehmen)

Zu den weiteren Empfehlungen gehört auch die überlegte Auswahl der Kapitalmarktpartner. Die Familienunternehmen sollten sich in Fragen der Kapitalmarktfinanzierung auf das Wissen der Kapitalmarktpartner verlassen können. Entsprechend ist es wichtig, sich bewusst zu werden, welche Beratung notwendig ist und zu welchem Partner eine Vertrauensbasis besteht.

„Man sollte sich als Unternehmen auf jeden Fall auch Zeit nehmen, wenn man seinen Kapitalmarktpartner auswählt – dass das auch passt und funktioniert.“ (Kapitalmarktexperte)

„Wichtig ist das Eingestehen: Ich weiß nicht alles. Ich muss mich beraten lassen. Und insofern besteht auch dann Beratungsbedarf.“ (Kapitalmarktexperte)

Ebenso erachten es die Vertreter der Familienunternehmen als wichtig, die richtigen Kapitalmarktpartner an ihrer Seite zu wissen. Sie empfehlen anderen Familienunternehmen daher, sich für eine Kapitalmarkttransaktion verlässliche Partner zu suchen und nicht die Beratungskosten als alleiniges Auswahlkriterium anzulegen. Wichtiger ist, dass die Kapitalmarktpartner ein Verständnis für das Familienunternehmen entwickeln und eine Vertrauensbasis entstehen kann.

„Auch wenn es etwas mehr kostet, nach dem Motto: Qualität hat ihren Preis. Man sollte mit verlässlichen Partnern zusammenarbeiten. So verlässlich ist ein wenig subjektiv, richtet sich aber auch nach dem Nasenfaktor der handelnden Personen.“ (Familienunternehmen)

Auch Kapitalmarktexperten empfehlen, bei einer Finanzierungslösung über den Kapitalmarkt nicht zu sehr auf die Kosten zu achten. Die Kapitalmarktfinanzierung ist als strategische Entscheidung zu verstehen, die jedoch vor, während und nach der Kapitalmarkttransaktion Kosten für das Unternehmen verursacht.

*„Man sollte letztlich dieses Optimieren um des letzten Basispunkts Willens nicht betreiben, sondern man sollte grundsätzlich den Blick haben, wie man sich und sein Unternehmen entwickeln will.“
(Kapitalmarktexperte)*

Es besteht aus Sicht der Kapitalmarktexperten die Gefahr, dass eine zu große Berücksichtigung des Kostenfaktors die erfolgreiche Umsetzung der Kapitalmarkttransaktion negativ beeinflussen kann. Daher sollten Familienunternehmen ihre Bereitschaft, die Kosten einer Kapitalmarktlösung zu tragen, schon im Entscheidungsprozess hinterfragen.

„Wenn man an so ein Thema herangeht und sagt: Ok, die Flexibilität ist endlich, wir wollen mindestens diesen Preis erreichen, und der ist eben zu den Sternen gegriffen, und dann noch verbunden auf der anderen Seite mit einem extrem engen Zeitplan, dann gehen Sachen manchmal schief.“ (Kapitalmarktexperte)

8 Implikationen und Ausblick

8.1 Zukünftige Finanzierungsinstrumente

Die vorherigen Kapitel widmen sich der Fragestellung, welche Faktoren in Zusammenhang mit der Kapitalmarktfinanzierung von Familienunternehmen zu berücksichtigen sind. Dieses Kapitel greift die Einschätzungen von Kapitalmarktexperten und Vertretern der Familienunternehmen dahingehend auf, welche Finanzierungsinstrumente aus ihrer Sicht an Bedeutung gewinnen werden. Dabei geht es nicht nur darum, eine Einschätzung zu erlangen, welche Rolle die Kapitalmarktfinanzierung künftig für deutsche Unternehmen spielen könnte, sondern auch zu erfassen, welche alternativen Finanzierungsinstrumente für Familienunternehmen in Zukunft wichtig sein könnten.

Nicht zuletzt bedingt durch die Finanzmarktkrise, gibt es in der aktuellen Marktphase Bestrebungen, die Komplexität in den Instrumenten zu reduzieren und sich auf klassische Finanzierungsmöglichkeiten zu konzentrieren. Bei den Familienunternehmen ist die Tendenz erkennbar, möglichst nachvollziehbare, klare Finanzierungsstrukturen zu wählen – eine Einstellung, die somit grundsätzlich gut zur aktuellen Marktstimmung passt. Es gilt dabei zu diskutieren, inwiefern Anpassungsbedarf bei klassischen Finanzierungsinstrumenten besteht, um den Finanzierungsbedarf deutscher Unternehmen in Zukunft zu decken.

„Ich sehe im Augenblick keinen Trend, der die Innovation nach vorne treibt. Ich glaube, wir sind im Augenblick in einer Marktphase, in der wir grundsätzlich eine Reduktion in der Komplexität haben. Dies ist bedingt durch die Finanzmarktkrise, weil eben die Komplexität zu breit gestreut verkauft wurde.“ (Kapitalmarktexperte)

„In den letzten 10-15 Jahren gab es ja vor allem im Finanzbereich große Innovationen, die aber nicht immer positiv waren. Das beste Beispiel sind die Verbriefungen, die ja fast zu einem Zusammenbruch des internationalen Finanzsystems geführt haben. ... Man muss auch mal sehen: Wo geht die Entwicklung hin? Wer durchschaut so was noch? Beim klassischen Bankkredit ist es eben so: Die Bank ist ein Spezialist für solche Dinge und prüft Unternehmen anhand der Bilanzen und hat einen ganz nahen Draht dazu. Wenn es dann aber so ist, dass Verbindlichkeiten in Töpfe kommen - dort sind es ja dann Forderungen - und die Töpfe und alle Forderungen werden da mal groß rumgerührt und Ratingagenturen erstellen ein Gesamtrating, aber keiner kennt mehr die Details, da hat man gesehen, was da passieren kann. Ich glaube, dass diese Entwicklung viele ein bisschen zur Vernunft gebracht hat. Deswegen glaube ich, dass klassische Finanzierungsinstrumente ein Revival erleben.“ (Familienunternehmen)

Bankkredite werden in der Unternehmensfinanzierung nach wie vor wichtig bleiben. Allerdings werden diese, nicht zuletzt aufgrund regulatorischer Neuerungen bei den Banken, vermutlich nicht mehr wie bisher verfügbar sein. Aus Sicht der Gesprächspartner ist es jedoch nicht unbedingt eine negative Entwicklung, wenn sich Banken in Zukunft nicht mehr allzu große Volumina zumuten. Zwar ist der Begriff Kreditklemme

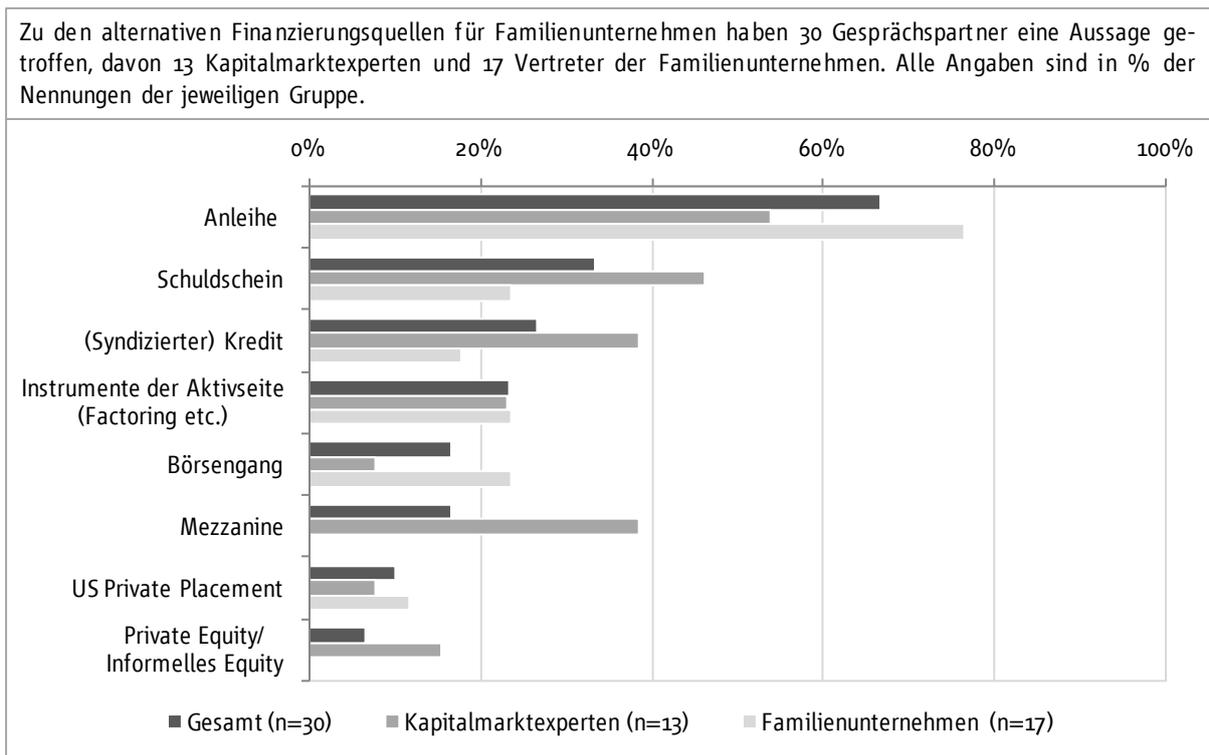
nicht zutreffend, da Kredite nach wie vor verfügbar sein werden, allerdings ist mit einer Verteuerung der Konditionen zu rechnen. Dies führt dazu, dass sich Familienunternehmen künftig auch nach alternativen Finanzierungsmöglichkeiten umsehen müssen.

„Ich glaube, dass es einen Wandel geben wird. Hier wird man über neue und alternative Finanzierungsarten als Unternehmen mehr nachdenken, weil einfach schon die Finanzkrise bei dem einen oder anderen Unternehmen Engpässe hervorgerufen hat.“ (Kapitalmarktexperte)

„Das ist in meinen Augen das Ergebnis der Finanzkrise und der regulatorischen Eingriffe in den klassischen Fremdkapitalsektor, sprich den Bankensektor. Insofern ist es klar, dass Bankkapital teurer wird und damit Bankfinanzierung und jede Art von Kapital, die vielleicht nicht die gleiche regulatorische Belastung hat, ist langfristig attraktiver, sprich der Kapitalmarkt.“ (Familienunternehmen)

Welche Finanzierungsquellen für Familienunternehmen in Zukunft aus Sicht von Kapitalmarktexperten und aus Sicht von Vertretern der Familienunternehmen relevant sein könnten, ist in Abbildung 29 dargestellt.

Abbildung 29: Alternative Finanzierungsquellen für Familienunternehmen



Quelle: Eigene Darstellung

Obleich tendenziell eher mit einer Verteuerung der Kreditkonditionen gerechnet werden kann, werden aus Sicht der Gesprächspartner Bankkredite nach wie vor eine essentielle Finanzierungsquelle für Familienunternehmen darstellen. Auch der Hausbankbeziehung wird nach wie vor eine hohe Bedeutung beigemessen. Allerdings könnte sich die Struktur oder der Charakter der Hausbankbeziehung verändern und

eine strategischere Ausrichtung erlangen als bisher. Eine Finanzierungsmöglichkeit, die Kapitalmarktexperten als relevant einstufen, ist der syndizierte Kredit oder Konsortialkredit mit einem einheitlichen Vertragswerks zwischen dem Familienunternehmen und seinen Hausbanken. Einige vermuten auch, dass sich Familienunternehmen künftig auf einige wenige Kernbanken beschränken werden.

„Ich bin nach wie vor der Meinung, dass der klassische Bankkredit, wenn die Banken ihn nicht selber aus ihrem Portfolio streichen, weiterhin eine entscheidende Rolle spielen wird.“ (Familienunternehmen)

„Ich glaube schon, dass der Bankkredit trotz allem immer noch eine hohe Bedeutung haben wird in den nächsten zehn Jahren. Davon bin ich überzeugt. Schon allein, weil es so viele kapitalmarktfähige Familienunternehmen gar nicht gibt.“ (Kapitalmarktexperte)

„Ein viel strategischerer Umgang mit Banken und Hausbanken ist wichtig. ... Die Hausbanken muss man sich nach Value-Added-Aspekten aussuchen.“ (Kapitalmarktexperte)

„Das Thema Konsortialkredit wird zunehmend wichtiger im Sinne, dass man hier ein einheitliches Vertragswerk hat und seine Hausbanken drunter versammelt.“ (Kapitalmarktexperte)

Die Bereitstellung von Bankkrediten ist insbesondere für kleine und mittelgroße Unternehmen weiterhin von großer Bedeutung. Anders als kleinen und mittelgroßen Unternehmen steht den größeren Unternehmen bei hohen Finanzierungsvolumina der Kapitalmarkt zur Verfügung. Obgleich manche Gesprächspartner davon ausgehen, dass der syndizierte Kredit als Finanzierungslösung für mittelgroße Unternehmen eine höhere Bedeutung erlangen könnte, sind andere eher skeptisch.

„Ich weiß nicht, wie die Syndizierungsmärkte in den nächsten Jahren laufen werden, aber auch da: Banksyndizierungen wäre ich eher vorsichtig. Die werden wahrscheinlich eher aus dem Investment Banking kommen mit dem Gedanken an Großtransaktionen, die eher der Unterstützung der M&A-Aktivitäten dienen als der Finanzierung des Mittelstands.“ (Familienunternehmen)

Kapitalmarktexperten und Vertreter der Familienunternehmen geben an, dass sich das Interesse für das Thema Kapitalmarktfinanzierung auch daran festmachen lässt, wie gut Informationsveranstaltungen zu diesem Thema besucht werden. Der Kapitalmarkt scheint aktuell, insbesondere zur Fremdkapitalaufnahme, an Attraktivität zu gewinnen. Allerdings dürfte für kleinere Volumina oder zur kurzfristigen Kapitalaufnahme auch seitens der großen Unternehmen nach wie vor Bedarf an Bankkrediten bestehen.

„Der Bankkredit wird bleiben, aber die kapitalmarktfähigen Unternehmen, die werden sich aus meiner Sicht noch stärker an zusätzlichen Alternativen orientieren.“ (Kapitalmarktexperte)

„Tendenziell kann man sagen, dass sich durch die Finanzkrise mehr Familienunternehmen, die dem Kapitalmarkt eher verschlossen gegenüberstanden, zunehmend mit dem Thema befassen. Das wird mehr in Richtung Kapitalmarkt gehen.“ (Kapitalmarktexperte)

„Meine Vermutung ist, dass wir den Fremdkapitalmarkt viel stärker noch brauchen werden, weil unsere lieben Banken sich so allmählich aus ihrem althergebrachten Geschäft, der Unternehmensfinanzierung, verabschieden. ... Das geht sehr stark in die Richtung des puren Investment Bankings: viel Business und bitte keine Eigenkapitalbelastung.“ (Familienunternehmen)

Da einige der großen Familienunternehmen sehr profitabel sind, bekommen diese unter Umständen jedoch sehr günstige Konditionen von den Banken. Für diese Unternehmen ist es oftmals nicht lohnend, auf den Kapitalmarkt auszuweichen. Andere profitable Familienunternehmen kommen sogar nach wie vor ohne die Nutzung von Krediten oder alternativer externer Finanzierungsquellen aus. Obgleich von vielen Kapitalmarktexperten und auch von Vertretern der Familienunternehmen eine steigende Tendenz in der Aufnahme von Fremdkapital über die Börse gesehen wird, bleibt abzuwarten, wieviele deutsche Unternehmen in Zukunft den Kapitalmarkt tatsächlich zu Finanzierungszwecken nutzen werden. Hier gilt es, auch innerhalb der Instrumente zu differenzieren.

Der Schuldschein war gerade in den vergangenen Jahren ein beliebtes Finanzierungsinstrument bei deutschen Unternehmen. Dadurch, dass es sich hierbei um eine kapitalmarktnahe Finanzierungsform handelt, bei der hauptsächlich Banken als Investoren auftreten, könnte es beim Schuldschein, ebenso wie bei Krediten, zu einer Verschlechterung der Konditionen kommen.

„In der Vergangenheit gab es Schuldscheindarlehen als kleine Mischfinanzierung zwischen einem syndizierten Kredit, über den sich die meisten Familienunternehmen finanzieren, und dem Kapitalmarkt. ... Der Schuldscheinmarkt ist eigentlich auch ein Bankenmarkt, denn die Investoren sind eher Banken und weniger institutionelle Investoren. Die Banken haben relativ viel Druck auf ihre Eigenkapitalseite gehabt und können deswegen weniger in ihr Kreditbuch aufnehmen, wo auch diese Darlehen stehen. Anleihen jedoch stehen im Handelsbuch und werden daher auch mark-to-market bewertet.“ (Familienunternehmen)

Manche Unternehmen könnten sich als Alternative den Segmenten für Mittelstandsanleihen nähern, zumal diese die Fremdkapitalaufnahme in einer Größenordnung ermöglichen, die eine gewisse Überlappung mit den üblicherweise über Schuldscheine aufgenommenen Volumina bietet. Einige der Gesprächspartner gehen jedoch davon aus, dass der Schuldschein für den gehobenen Mittelstand nach wie vor eine signifikante Bedeutung haben dürfte. So weist dieser einige Charakteristika auf, die vielen Familienunternehmen entgegenkommen. Dazu zählen ein weitgehend bekannter Investorenkreis, eine relativ geringe Vorbereitungszeit, eine schlanke Dokumentation und relativ geringe Anforderungen an die Rechnungslegung und die Publizität.

„Schuldscheindarlehen ist eine Finanzierungsform, die sich für ein Familienunternehmen relativ gut eignet. Bei der Anleihe wird es ja schon wieder schwieriger, weil man einfach ein bisschen offener sein muss gegenüber einem erweiterten Investorenkreis.“ (Familienunternehmen)

Bei den sehr großen Familienunternehmen ist dagegen eine intensivere Nutzung von Anleihen wahrscheinlich, obgleich die Anforderungen an die interne Organisation und der Verwaltungsaufwand bei Anleihen nicht zu unterschätzen sind.

„In unserem Fall ist die Alternative mit Sicherheit der Kapitalmarkt. Das hängt aber auch von der Funktionsweise des Banken- und Interbankenmarkts und der Stabilität des deutschen Bankensektors ab. Wenn das ein Szenario wie zwischen 2004 und 2007 ist, dann ist es gut, aber wenn wir über die Zeit zwischen 2007 und 2010 reden, führt eigentlich fast kein Weg mehr am Kapitalmarkt vorbei. ... Ich glaube, dass die Kapitalmarktfinanzierung auf der Fremdkapitalseite künftig durchaus eine größere Rolle spielen wird.“ (Familienunternehmen)

Eine Entwicklung, die von den Familienunternehmen positiv gesehen wird, ist, dass es in jüngster Zeit einige Emissionen von ungerateten Anleihen gab.

„Wir setzten grundsätzlich auf ungeratete Instrumente und haben hohes Interesse, dass der Markt für ungeratete Anleihen sich weiter entwickeln kann.“ (Familienunternehmen)

Inwiefern es sich bei der steigenden Anzahl an Anleiheemissionen um einen kurzweiligen Markttrend handelt oder eine langfristige Entwicklung, bleibt abzuwarten. Auch wenn das Anwachsen des Markts für Anleihen möglicherweise in den kommenden Jahren etwas gebremst werden könnte, etwa durch steigende Zinsen, vermuten einige der Gesprächspartner, dass der Trend hin zu mehr Kapitalmarktnutzung auf der Fremdkapitalseite bestehen bleibt. Wenn der Markt für börsennotiertes Fremdkapital enger wird, könnte es jedoch sein, dass höhere Anforderungen an die Anleihen und Emittenten gestellt werden.

„Sobald die Rendite für Staatsanleihen wieder nach oben geht, wird der Markt zumindest trockener werden. Ob er irgendwann ganz austrocknet, das glaube ich nicht. ... Investoren werden aber eher auf Bewährtes und Bekanntes setzen, solange die Kupons stimmen und für neue Emittenten wird es dann vielleicht etwas schwieriger werden.“ (Familienunternehmen)

Eine Alternative zu Schuldschein oder Anleihe ist das US Private Placement. Familienunternehmen, die bereits Erfahrungen mit US Private Placements gemacht haben, erachten dieses, abhängig von den Entwicklungen am US-Kapitalmarkt, als bedenkenswerte Alternative.

„Stellen Sie sich vor, Sie haben einen Großteil Ihres Umsatzes in Amerika. Dann ist es nicht schlecht, mal den amerikanischen Kapitalmarkt anzugehen. Das ist häufig der erste Schritt.“ (Kapitalmarkt-experte)

Stärker als bei Schuldscheinen oder US Private Placements sind auf der Fremdkapitalseite die Anforderungen an die Emissionsvolumina ein kritischer Aspekt bei Anleihen. Viele Familienunternehmen, die zwar ein entsprechendes Finanzierungsvolumen aufweisen, scheuen dennoch eine Anleiheemission als einziges Finanzierungsinstrument aufgrund der dann hinsichtlich des Produkts und der Laufzeit konzentrierten Fremdkapitalbelastung. Andere Unternehmen weisen – unabhängig von Risikoüberlegungen – nicht die erforderliche Größe auf.

Der Markt für Mittelstandsanleihen hat sich gerade in der Bearbeitungszeit der Studie etabliert. Bereits zu Beginn der Gespräche im Frühjahr 2010 wurde der Bedarf nach einer „Anleihe light“ erkennbar. Diese sollte durch eine feste Laufzeit und einen günstigen Zins gekennzeichnet sein und nicht von der Eigenkapitalthematik der Banken berührt werden. Die Freiverkehrssegmente der Börsen Stuttgart, Frankfurt, München, Düsseldorf und Hamburg/Hannover schließen daher gewissermaßen eine bisherige Marktlücke und ermöglichen es dem gehobenen Mittelstand, auch kleinere Volumina bei überschaubaren Konditionen zu begeben. Allerdings besteht nach wie vor für solche Unternehmen eine Finanzierungslücke, die für die Emission einer Anleihe über die genannten Segmente zu klein sind oder nicht die entsprechenden Finanzierungsvolumina benötigen. Einige Gesprächspartner vermuten, dass die Schere zwischen den Unternehmensgruppen, also kleinen, mittelgroßen und großen Unternehmen, weiter auseinandergehen wird. Schwierigkeiten in der Finanzierung werden gerade bei den mittelgroßen Unternehmen erwartet.

„Ich habe das Gefühl, es wird eine Zweiteilung geben: Es wird den kleinen Familienunternehmen vor allem möglich sein, sich über ihre lokalen Banken zu finanzieren. ... Dann kommt eine Lücke. Und dann kommen die Großen, die an den Kapitalmarkt gehen. Aber wie soll jemand von den Kleinen den Sprung schaffen zu einem Großen? Weil die traditionelle Bankfinanzierung, die diese Lücke in der Vergangenheit geschlossen hat, die sehe ich mit einem großen Fragezeichen.“ (Familienunternehmen)

„Wir haben jetzt ein Segment der kleineren Unternehmen und da zähle ich auch schon Unternehmen mit 1 Mrd. € bis 2 Mrd. € an Umsatz dazu, die sich mit einer Anleihe natürlich sehr schwer tun. Die Investorenbasis ist nicht da. Da fehlen meines Erachtens die Instrumente, mit denen man dann vielleicht den Finanzierungsbedarf auch mal über mehrere Unternehmen bündeln könnte.“ (Familienunternehmen)

Es wird somit in Zukunft wichtig werden, Marktaktivitäten anzustoßen, durch die der Finanzierungsbedarf mittelgroßer Unternehmen gedeckt werden kann. Obgleich das Vertrauen in den Verbriefungsmarkt nach der Finanzkrise stark beeinträchtigt ist, sehen einige der Gesprächspartner darin eine potentielle Lösung. So äußern einige der Gesprächspartner Überlegungen, wie Schuldscheine oder Anleihen von mittelgroßen Unternehmen gebündelt werden könnten. Das mangelnde Marktvertrauen sowie die Schwierigkeiten in der Haftungsfrage bei Unternehmensinsolvenzen werden dabei jedoch als große Hürde eingeräumt. Obgleich bislang nicht mit der Stärkung des Verbriefungsmarkts gerechnet wurde, könnte dieser zumindest mittelfristig Finanzierungslösungen für mittelgroße Unternehmen schaffen. Anfang Februar 2011 konnte beispielsweise die Commerzbank mit „CoSMO Finance II“ den Markt für Kreditverbriefungen nutzen und ein Portfolio, welches Forderungen gegenüber deutschen Mittelständlern in Höhe von 1 Mrd. € enthält, bei Investoren platzieren.

„Dann sind wir wieder bei der Verbriefung: Können drei Unternehmen je à 50 Mio. € eine Anleihe begeben? Da sehe ich natürlich auch Grenzen, denn wenn eines der Unternehmen, das die Anleihe

als Begünstigter aufnimmt, ausfallen würde, wie würde das dann wieder durchschlagen? Das ist ein schwieriges Feld. Ich weiß nicht, ob da die Politik mehr tun kann.“ (Familienunternehmen)

„Es gab auch Schuldscheinprogramme. Bei Schuldscheinen benötigen manche nur 10 Mio. € oder 20 Mio. €. Wir haben uns nun die Frage gestellt, ob es nicht möglich ist, mehrere dieser Unternehmen zu poolen, so dass zehn Unternehmen einen Schuldschein für insgesamt 100 Mio. € ausgeben können. Eigentlich müsste es teilweise in diese Richtung gehen. ... Trotzdem ist es nicht einfach, so etwas darzustellen. Dann habe ich einen Pool und es gibt Problem mit der Haftung oder bei Insolvenzen.“ (Kapitalmarktexperte)

Für die schnelle Wiederbelebung des Verbriefungsmarkts wäre aus Sicht der Gesprächspartner eine standardisierte Dokumentation ebenso wie ein höheres Maß an Transparenz nötig. So würden Investoren in der aktuellen Marktphase vermutlich genauere Angaben zu den kapitalaufnehmenden Unternehmen im Pool einfordern. Dies würde zu einer erhöhten Komplexität führen und dadurch aus Sicht von Experten den Verbriefungsmarkt überfordern.

„Das Instrument Verbriefung ist etwas unter die Räder gekommen im Zuge der Probleme, die damit verursacht wurden. Der Markt wird auch mehr Transparenz fordern. ... Die Verbriefung lebt aber auch ein kleines bisschen von der Effizienz einer Portfoliodynamik. Wenn der Investor aber jeden Einzelnen darin prüfen will, dann kann er eine Bank aufmachen. Ich glaube, da ist der neue Standard noch nicht gefunden.“ (Kapitalmarktexperte)

Nicht nur auf der Fremdkapitalseite, sondern auch auf der Eigenkapitalseite, erwarten manche Gesprächspartner in den kommenden Jahren einen erhöhten Kapitalbedarf der Unternehmen. Allerdings ist es fraglich, wie dieser Bedarf bestmöglich gedeckt werden könnte. Das Thema Eigenkapital wird von den meisten Familienunternehmen nicht forciert, weil es letztlich immer einen gewissen Eigentumsverlust am Unternehmen bedeutet. Entsprechend zurückhaltend wird seitens der Gesprächspartner auch die Bereitschaft der Unternehmen eingeschätzt, sich Instrumenten der Eigenkapitalfinanzierung stärker als bisher zu öffnen.

„Die Eigenfinanzierung wird eine große Rolle spielen. ... Die Rolle wird aus meiner Sicht wachsen, weil die Unternehmen, jetzt auch spätestens durch die Finanzmarktkrise, gemerkt haben, wie wichtig es eben ist, ein bisschen Speck am Knochen zu haben. Denn alle Unternehmen, die eben ein gutes Eigenkapital hatten, die sind jetzt auch gut durch die Krise gekommen.“ (Kapitalmarktexperte)

„Eigenkapital und Stärkung eigenkapitalnaher Mittel für Familienunternehmen ist ein ganz wesentliches Thema. Das reicht dann natürlich auch bis in die Themen Beteiligungen, stille Beteiligungen, Beteiligungsgesellschaften. Private Equity kann das Thema sein oder Börsengänge. Wobei ich aber per se da eher skeptisch bin. ... Es gibt auch viele Familienunternehmen, die sind aus gutem Grund und aus Überzeugung Familienunternehmen und nicht börsennotierte Familienunternehmen.“ (Kapitalmarktexperte)

Eine Möglichkeit, eigenkapitalähnliche Mittel aufzunehmen, ohne Mitspracherechte abzugeben, ist nach wie vor das Mezzaninekapital. Ähnlich wie auf der Fremdkapitalseite geben einige Gesprächspartner an, dass der Verbriefungsmarkt im Grunde auch hier eine gute Lösung bieten könnte. Die Standard-Mezzanine-Programme, wie sie besonders in den Jahren zwischen 2004 und 2007 genutzt wurden, werden jedoch stark kritisiert. Aus diesen Programmen ist in den kommenden Jahren ein hoher Refinanzierungsbedarf zu erwarten. Wie dieser Refinanzierungsbedarf gedeckt werden wird, ist fraglich. Ein Teil der größeren Unternehmen mit guter Bonität könnte sich durch die Ausgabe von Schuldscheinen oder Anleihen, die in einem der Segmente für Mittelstandsanleihen notiert sind, refinanzieren. Schwierig dürfte es erneut für die mittelgroßen Unternehmen werden, umso mehr, wenn diese keine ausreichende Bonität aufweisen.

Eine Wiederbelebung des Markts für Mezzaninekapital würde voraussetzen, dass Investoren wieder größeres Vertrauen gewinnen und Anbieter der Programme eine andere Ausgestaltungsform finden. Manche Gesprächspartner betonen, dass individualisiertes Mezzaninekapital mittelfristig Verbreitung finden könnte.

„Ich glaube, dass das Thema Mezzanine auch ein klarer Wachstumsmarkt ist und da schwerpunktmäßig auch Individualmezzanine. Die Mezzanine-Programme sind alle in extremen Schwierigkeiten, da bin ich skeptisch. Es wird auch in der Richtung Folgeprodukte geben, aber das wird noch ein bisschen dauern. Aber ich glaube, dass Individual-Mezzanine ein großes Thema ist.“ (Kapitalmarktexperte)

„Deswegen schaut man dann und sagt: Finden wir eine Individual-Mezzanine-Lösung, weil viele Unternehmen nach wie vor sagen: Der Charme des Mezzaninekapitals ist, dass ich keinen Gesellschafter an Bord habe. Und die wollen diesen Status quo eigentlich prolongieren.“ (Kapitalmarktexperte)

„Das Hybridkapital hat durchaus, was am Anfang bezweifelt wurde, Eingang in den Unternehmenssektor gefunden und ich persönlich bin auch überzeugt, dass es diese Instrumente geben wird. Nicht in Form dieser Mogelpackungen, die jetzt nicht refinanziert werden können, also die endfälligen Instrumente, aber sicherlich in Form von Perpetuals.“ (Familienunternehmen)

Es gibt aber auch kritische Stimmen, die eine Wiederbelebung des Mezzanine-Markts für sehr unwahrscheinlich halten.

„Mezzanine hat, glaube ich, deutlich an Attraktivität verloren. Ich glaube, dass es klassische Formen des Börsengangs sind, IPO und klassische Formen auf der Fremdkapitalseite, wie Anleihe und Schuldscheine, die das treiben werden. Mezzanine wird es auf Dauer nicht geben.“ (Familienunternehmen)

Auf Basis der Beobachtung, dass sich Familienunternehmen verstärkt für den Kapitalmarkt öffnen, könnte man vermuten, dass diese Unternehmen basierend auf den Erfahrungen mit börsennotiertem Fremdkapital auch einem Börsengang auf der Aktienseite offener gegenüberstehen. Dies wird durch die Gesprächspartner jedoch verneint. Ausschlaggebender Faktor dürfte hierfür die grundsätzliche Meidung von Kontrollverlusten

durch die Eigentümerfamilie sein. Auch das Marktumfeld für Börsengänge hinkt in Deutschland im internationalen Vergleich noch hinterher.

„Es ist einfach so, dass die Fremdkapitalfinanzierung immer dominierend in Deutschland gewesen ist. Und das von heute auf morgen abzustellen, wird schwierig sein. Aber wir würden uns natürlich wünschen, wenn einfach der Mix ein bisschen breiter wird.“ (Kapitalmarktexperte)

Auch alternativen Möglichkeiten der Eigenkapitalfinanzierung wird künftig wenig Bedeutung beigemessen. Aus Sicht eines Kapitalmarktexperten wird in Minderheitsbeteiligungen von Private Equity zwar ein Wachstumsmarkt gesehen, die Bereitschaft einen angelsächsisch geprägten Investor ins Unternehmen zu nehmen ist bei den meisten Familienunternehmen jedoch nach wie vor gering.⁶⁵ Alternativ zeichnet sich in jüngster Zeit die Nutzung von so genanntem inoffiziellen Equity ab. Dabei stellen große Family Offices Eigenkapital für andere Familienunternehmen bereit.

„Was wir übrigens sehr regelmäßig einsetzen, ist informelles Equity, d.h. wir holen Family Offices an Bord. Das ist eine relativ elegante Lösung, weil wir damit nicht den klassischen Finanzinvestor mit dem 200-Seiten-Vertrag und den entsprechenden Durchgriffsrechten haben, sondern manche Family Offices agieren an der Stelle eher von Unternehmer zu Unternehmer und das ist manchen Familienunternehmen einfach lieber als so ein angelsächsisch geprägter Finanzinvestor.“ (Kapitalmarktexperte)

Als alternative Lösung zur Aufnahme von externem Eigen- oder Fremdkapital sehen einige Gesprächspartner die Aufnahme von Kapital über die Aktivseite der Bilanz an. Dazu zählen Instrumente wie Asset Backed Securities (ABS), Factoring oder Leasing.

„Ich glaube, dass die Leasingfinanzierung größerer Objekte ein Thema sein könnte. ... Ich kann mir auch vorstellen, dass einfache ABS-Konstruktionen an Bedeutung gewinnen.“ (Familienunternehmen)

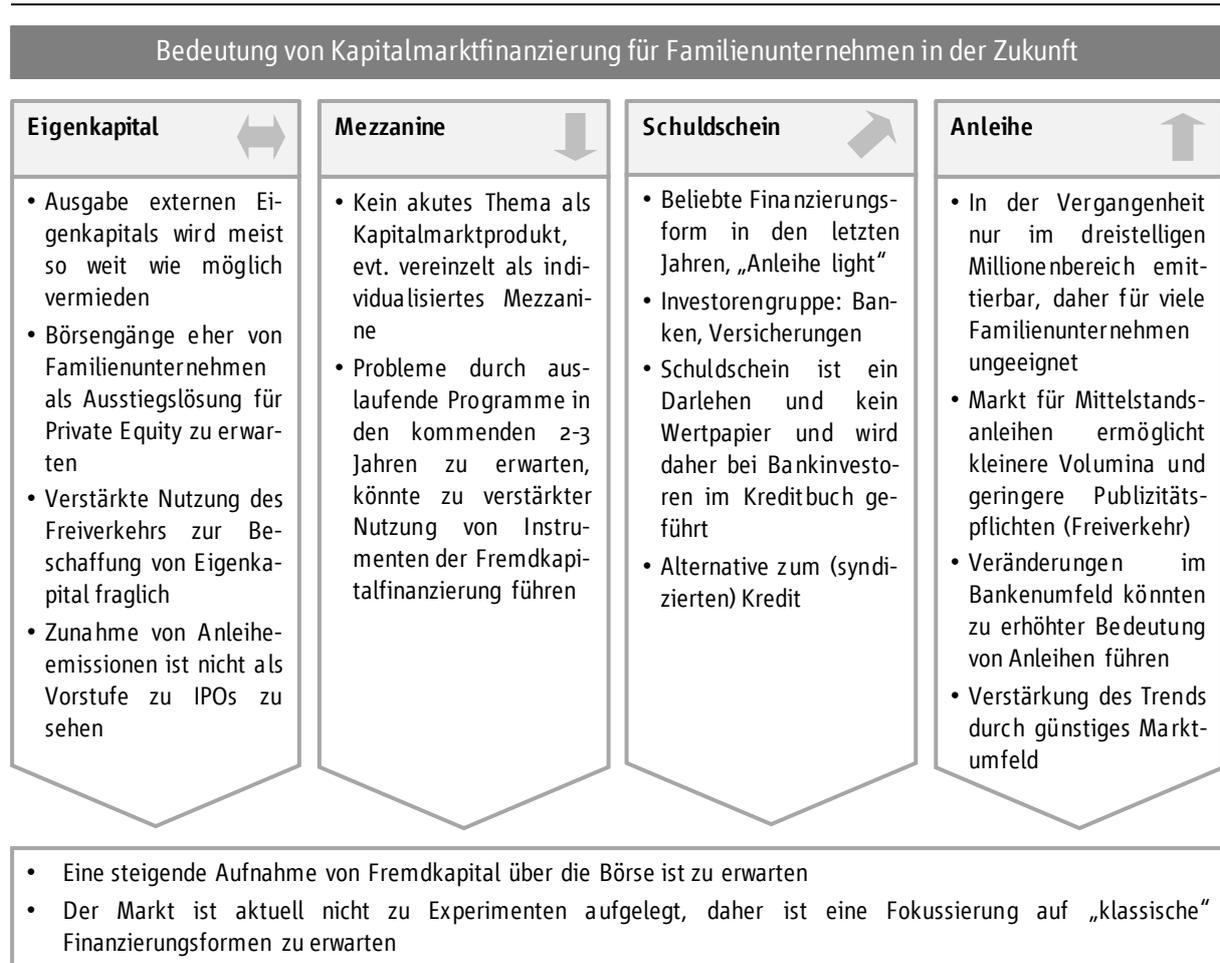
„Womit sich Familienunternehmen auch auf jeden Fall beschäftigen sollten, wenn sie seitens des Unternehmens die Voraussetzungen haben, ist z.B. das Thema Forderungsverbriefung. Das ist so ein indirekter Schritt in den Kapitalmarkt. Das wird sicher ein Thema, was in Zukunft definitiv an Wertigkeit gewinnen wird.“ (Kapitalmarktexperte)

„Ich glaube nicht, dass Leasing und ABS stärker werden. Diese ganzen strukturierten Dinge haben relativ stark an Attraktivität verloren.“ (Familienunternehmen)

Es kann also festgehalten werden, dass sich in Zukunft spannende Entwicklungen in der Unternehmensfinanzierung ergeben werden. Die zu erwartenden Tendenzen im Bereich der Kapitalmarktfinanzierung sind in Abbildung 30 zusammengefasst.

⁶⁵ Vgl. Achleitner/Schraml/Tappeiner (2008).

Abbildung 30: Zukünftige Finanzierungsinstrumente der Kapitalmarktfinanzierung



Quelle: Eigene Darstellung

Der Kapitalmarkt wird gerade für große Familienunternehmen in Zukunft vermutlich als Fremdkapitalgeber, nicht jedoch als Eigenkapitalgeber an Bedeutung gewinnen. Zu lösen bleibt das Problem, wie angesichts der erschwerten Kreditkonditionen der Finanzierungsbedarf mittelgroßer Unternehmen sichergestellt werden kann. Interessant wird es sein, zu beobachten, inwiefern hierbei mittelfristig der Verbriefungsmarkt an Bedeutung gewinnen wird. Dies passt zu folgendem Zitat eines Vertreters aus einem Familienunternehmen:

„Wir haben eigentlich alles an Instrumenten vorhanden, es muss nichts neu erfunden werden. Es geht eher darum, was vielleicht wieder neu entwickelt werden muss. Der Verbriefungsmarkt ist hochgradig dysfunktional und da hat sich seit 2007 nichts mehr daran geändert in Europa.“ (Familienunternehmen)

Abschließend ist festzuhalten, dass es bereits einige Familienunternehmen gibt, die den Kapitalmarkt erfolgreich für Finanzierungszwecke nutzen. In Zukunft wird es vor allem interessant werden, welche Finanzierungsalternativen sich für mittelgroße Unternehmen auftun.

„Die Fragestellung Familienunternehmen und Kapitalmarktfinanzierung ist natürlich sehr breit. Wir haben ganz große Familienunternehmen, die sich schon seit Jahren am Kapitalmarkt finanzieren. Bei denen sehe ich keine großen Besonderheiten. Wo man sicherlich mehr Besonderheiten hat, sind die Mittelständler. Da sehe ich in den nächsten 18 Monaten schon noch großes Veränderungspotential. Der Bedarf dieser Unternehmen, sich außerhalb der klassischen Finanzierungswege über den Kapitalmarkt zu finanzieren, wird zunehmen. Das ist ein spannendes Thema, das sich auch wirklich in der Entwicklung befindet.“ (Kapitalmarktexperte)

8.2 Veränderungsbedarf in Deutschland

Insgesamt sind sowohl die Kapitalmarktexperten als auch die Vertreter der Familienunternehmen zufrieden mit den Entwicklungen am Kapitalmarkt und den in Deutschland gegebenen Rahmenbedingungen. Geforderte Maßnahmen sind daher solche, die zu einer Verbesserung einzelner Teilaspekte im Rahmen der Unternehmensfinanzierung beitragen. Dazu gehören z.B. die Stabilität im Bankensektor, die Erschließung neuer Finanzierungsformen, die Wiederbelebung des Verbriefungsmarkts und der Investorenschutz. Einige weniger auf die Unternehmensfinanzierung bezogene Wünsche werden ebenfalls geäußert. Einen Überblick über die geforderten Maßnahmen und Änderungswünsche gibt Abbildung 31. Sie werden im Folgenden näher erläutert.

Abbildung 31: Veränderungsbedarf zur Finanzierung von Familienunternehmen

Veränderungsbedarf	
<p>Finanzierungsumfeld</p> <p><u>Stabilität der Banken</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Eigenkapitalanforderungen • Fokussierung der Kreditbanken auf ihr Geschäftsmodell <p><u>Standardisierung/Verbriefung</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Standarddokumentation in angemessenem Umfang • Qualitätsstandard an der Börse garantieren • Bündelung und Verbriefung von kleinvolumigen Anleihen oder Schuldscheinen <p><u>Finanzierungslösungen</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Wiederbelebung des Nachrangfinanzierungsmarkts • Finanzierungslücke schließen für mittelgroße Unternehmen • Fortsetzung der Entwicklung von Segmenten für sog. Mittelstandsanleihen • Eigenkapitalfinanzierung stärken <p><u>Rating</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Investition in ungeratete Anleihen für Kapitalsammelstellen ermöglichen • Europäische Ratingagenturen und Verständnis für Familienunternehmen fördern 	<p>Weitere Aspekte</p> <p><u>Absicherung</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • OTC-Derivate für Unternehmen nicht überregulieren <p><u>Öffentliche Meinung</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Börse und Kapitalmarkt als Plattform der Unternehmensfinanzierung sehen • Kapitalmarkt nicht verteuern und mit Spekulation gleichsetzen

Quelle: Eigene Darstellung

Die Verantwortlichen in den Familienunternehmen zeigen zum Großteil Interesse und Offenheit für den Kapitalmarkt. Dennoch kann davon ausgegangen werden, dass Kreditinstitute weiterhin eine wesentliche

Rolle in der Unternehmensfinanzierung spielen werden. Die Familienunternehmen sind sich der Bedeutung der Banken als strategische Partner bewusst, haben jedoch in der Finanzkrise die Erfahrung gemacht, dass die Verfügbarkeit und die Konditionen von Krediten beeinträchtigt werden, wenn es den Banken schlecht geht. So plädieren einige Gesprächspartner für ein stabileres Geschäftsmodell der Banken und entsprechende regulatorische Maßnahmen.

„Regulatorisch glaube ich nicht, dass der Staat immer eingreifen sollte. Eigentlich ist es so, dass wir uns ganz gut aufgestellt fühlen. Das hängt aber natürlich auch immer daran, wie die Zeit gerade ist, wie aufnahmefähig der Kapitalmarkt ist, wie die Risiken hochkochen und wie gesund die Banken sind. Letztendlich wäre allen damit gedient, wenn strengere Kapitalregeln bei Banken kommen, auch wenn das kurzfristig die Kreditvergabe drückt. Aber langfristig würde das bedeuten, dass die Banken gesünder aufgestellt sind und ein nachhaltigerer Geschäftspartner für Mittelständler sein können.“ (Familienunternehmen)

Die Gesprächspartner fordern zwar einzelne regulierende Maßnahmen, sind jedoch insgesamt sehr zufrieden mit dem regulatorischen Umfeld. Es zeigt sich auch, dass die Vertreter der Familienunternehmen eine gute Einschätzung des Finanzierungsumfelds in Deutschland und eine klare Meinung zu den notwendigen Änderungen haben. Grundsätzlich ist eine hohe Akzeptanz der Regeln und Mechanismen des Kapitalmarkts zu erkennen.

„Es gibt in irgendeiner Form immer eine Zinsmarge, die das Risiko repräsentiert. Daran wird man nicht vorbeikommen. Die Frage ist halt irgendwo, ob der Staat sich da einschalten soll. Ich glaube, das sollte er nicht tun. ... Ich glaube, dass Finanzsystem muss eigentlich so bleiben, wie es ist. Nur diese Exzesse, die wir erlebt haben, in den letzten zehn Jahren, die müssen reguliert werden. Man hat ja z.B. die Kreditvergabe reguliert, über Eigenkapitalregelungen oder Höchstkreditgrenzen, die da eingezogen worden sind. Das hat man ja eigentlich alles relativ perfekt reguliert.“ (Familienunternehmen)

Familienunternehmen appellieren im Hinblick auf eine stabile Kreditversorgung sowohl an die Politik, einen entsprechenden Rahmen zu schaffen, fordern aber auch die Banken auf, ihr Handeln zu hinterfragen und sich auf ihr Kerngeschäftsmodell zu fokussieren.

„Mir wäre es lieber, wenn die Banken als Kreditinstitute dem Bild des Kreditinstituts wieder etwas näher kommen und nicht selber in einen Eigenhandel eintreten. Und wenn die vor allem aufhören würden, immer neue komplizierte Instrumente zu kreieren, die sie am Ende selber nicht verstehen. Das Problem ist ja nicht, dass es ihre Kunden nicht verstehen. Die Berater, die sie uns zu verkaufen versuchen, verstehen es nicht und die Kerle, die sie zusammengezimmert haben, verstehen es noch viel weniger.“ (Familienunternehmen)

Ein weiterer Wunsch, der an die Banken gerichtet wird, ist es, dass sie in ihrer Funktion als Kapitalmarkt- und Finanzierungspartner die Besonderheiten des Familienunternehmens berücksichtigen und eine passende Beratung anbieten (vgl. hierzu auch Kapitel 5.3.3).

„Viele Banken denken zu sehr von ihrem Produktportfolio aus. Es wird innerhalb der Bank gesagt: So, wir müssen jetzt ein bestimmtes Produktportfolio einfach pushen. Und dann wird versucht, das dem Kunden zu verkaufen.“ (Familienunternehmen)

Als Alternativen zur Kreditfinanzierung werden die Möglichkeiten der Standardisierung und Verbriefung genannt. Diese sollen gefördert werden, um auch kleineren und mittelgroßen Unternehmen die Möglichkeit zu eröffnen, alternative Finanzierungsformen zu nutzen. Eine standardisierte Dokumentation und Darstellung würde die Verringerung des zeitlichen Aufwands einer Prüfung bewirken und rechtliche Risiken für den Investor reduzieren. Dies könnte zu einer steigenden Nachfrage und somit zu stabileren Finanzierungsbedingungen für kleinere und mittelgroße Unternehmen führen. Die Forderung nach einer solchen Standardisierung wurde als allgemeine Aussage, aber auch im Hinblick auf die im vergangenen Jahr entstandenen Mittelstandsegmente für Anleihen genannt.

„Es muss einen Standard geben, wo der Investor einfach sieht: Ach, das ist wieder Standard XY, den kenne ich, den habe ich einmal geprüft, da steckt dann dies oder das Unternehmen drin und das hat jetzt noch diese Besonderheiten. Das kann ich jetzt auf einer DIN A4 Seite zusammenschreiben: Ok, sehe ich, verstehe ich, kaufe ich. ... Sie müssen dem ermöglichen, in wenigen Stunden komplett zu verstehen, was Sie machen und Vertrauen zu kriegen. Und diesen Qualitätsstandard, den müssen Sie irgendwie schaffen. Wenn Sie den nicht mitliefern, ist Ihr Marktplatz tot.“ (Familienunternehmen)

Allerdings erkennen vor allem Kapitalmarktexperten auch die Schwierigkeit, dass eine strikte Vereinheitlichung der Dokumentation und Ausgestaltung eines Finanzierungsinstruments aufgrund der Heterogenität von Unternehmen kaum möglich ist. Die Finanzierungsinstrumente müssen in der Ausgestaltung zum Familienunternehmen und zu den Ansprüchen der Investoren passen und entsprechend muss auch die Dokumentation auf die Besonderheiten einer einzelnen Transaktion hinweisen.

„Eine andere Idee wäre die Standarddokumentation bei Schuldscheinen, jedoch ist dies schwierig, weil jedes Unternehmen anders ist.“ (Kapitalmarktexperte)

Neben der Standardisierung wünschen sich manche Vertreter der Familienunternehmen geringere Dokumentationsanforderungen. Die umfangreichen Wertpapierprospekte binden nicht nur in der Vorbereitung enorme Ressourcen innerhalb des Unternehmens, sondern vor allem in Situationen, in denen Änderungen im Unternehmen vorgenommen werden.

„Aus der Erfahrung und den Diskussionen hier im Hause wäre natürlich wichtig, dass die Dokumentation so schlank wie möglich ist. Also angelsächsische Pakete von der Stärke, die stoßen auf Ablehnung. Das wäre sicherlich hilfreich, wenn die Dokumentation sehr verschlankt werden könnte.“ (Familienunternehmen)

Die Unterstützung des Verbriefungsmarkts erachten einige Gesprächspartner als sinnvolle Maßnahme. Dadurch soll die Möglichkeit geschaffen werden, dass dieser wieder eine Finanzierungsplattform bieten kann und kleinere Emissionsvolumina in einer größeren Verbriefungstransaktion platziert werden können.

„Wenn man einen vernünftig geordneten Markt der Verbriefung zulässt, kann man auch bei kleineren Emissionen Liquidität schaffen. Heute kaum vorstellbar, nach allem was wir in den letzten zwei, drei Jahren gesehen haben, aber es wäre sicherlich, wenn man wieder unaufgeregt über Kapitalmärkte sprechen könnte, eine ganz wesentliche Aufgabe, den Verbriefungsmarkt in Euroland wieder flott zu kriegen.“ (Familienunternehmen)

Die Verbriefung kann von staatlicher Seite gefördert werden, ist aber letztendlich abhängig von der Bereitschaft der Investoren, sich diesem Markt wieder zuzuwenden. Als Förderbank des Bundes und der Länder, unternimmt die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) Maßnahmen, um den Verbriefungsmarkt zu beleben. So bietet sie die Verbriefungsplattformen PROMISE und PROVIDE an, hat an der Entwicklung des „Deutschen Verbriefungsstandards“ mitgewirkt und tritt bei Verbriefungstransaktionen als Ankerinvestor auf.⁶⁶

„Die Marktgängigkeit herzustellen und eventuell zu bündeln, wäre ein Ziel. Bei dem ABS-Konstrukt, das wir haben, waren wir hier in Deutschland eines der ersten mittelständischen Unternehmen, das dieses Finanzierungsinstrument nutzen konnte. ... Das ist ein gutes Mittel, um auch kleinere Tranchen der Anleihen an den Markt zu bringen.“ (Familienunternehmen)

Weitere Finanzierungsformen werden genannt, die im aktuellen Marktumfeld nach der Finanzkrise nicht mehr oder nur sehr eingeschränkt zur Verfügung stehen. Die auslaufenden Standard-Mezzanine-Programme eröffneten vor allem privat gehaltenen Familienunternehmen die Möglichkeit, kostengünstig wirtschaftliches Eigenkapital aufzunehmen, welches steuerlich als Fremdkapital behandelt wurde. Aufgrund des momentan kaum funktionierenden Verbriefungsmarkts und der Zurückhaltung der Investoren, werden diese Programme seit 2007 nicht mehr angeboten. Die staatliche Hilfe bei der Wiederbelebung dieses Markts würden einige Gesprächspartner unterstützen.

„Ein anderer spannender Aspekt, und das halte ich für das entscheidende Momentum bei Familienunternehmen, ist die Wachstumsbegrenzung für nicht börsennotierte Unternehmen durch das limitierte Eigenkapital. Da gab es in der Vergangenheit ja des Öfteren diese Mezzanine-Programme, die, sei es nun Genussrechte oder was auch immer, die mit auskömmlichen Margen noch eine gewisse Finanzierung bereitgestellt haben. Die laufen mittlerweile aber aus und sind sehr teuer in der Refinanzierung. ... Wenn es einen Wunsch an die Politik gibt, ist es die Wiederbelebung des Nachrangfinanzierungsmarkts.“ (Familienunternehmen)

⁶⁶ Für weitere Informationen zu den Aktivitäten der KfW im Hinblick auf den Verbriefungsmarkt, vgl. www.kfw.de/kfw/de/KfW-Konzern/Kreditverbriefung/Verbriefungsplattformen_der_KfW/index.jsp.

Eine Initiative, die mit staatlicher Unterstützung begleitet wurde, ist der Mittelstandsfonds der KfW und der Commerzbank, der für Unternehmen mit einem Jahresumsatz bis zu 500 Mio. € Eigenkapital in Form von Minderheitsbeteiligungen in Höhe von 10 Mio. € bis 30 Mio. € anbietet.⁶⁷ Auch die Sparkassen-Finanzgruppe hatte im Frühjahr 2010 angekündigt, 550 Mio. € echtes Eigenkapital über ihre Beteiligungsgesellschaften zur Verfügung zu stellen.⁶⁸ Zudem bietet die Deutsche Bank ohne staatliche Unterstützung einen Mittelstandsfonds an, der Unternehmen mit bis zu 100 Mio. € Jahresumsatz die Aufnahme nachrangigen Kapitals in Form von Genussrechten in Höhe von 2 Mio. € bis 10 Mio. € ermöglicht.⁶⁹ Inwiefern der Vertriebsmarkt in Zukunft wieder zur Nachrangfinanzierung von Unternehmen beitragen kann, ist noch offen.

Kapitalmarktexperten fordern, dass verschiedene Finanzierungsinstrumente für Unternehmen zur Verfügung stehen und entsprechende Rahmenbedingungen geschaffen werden. Von einigen Gesprächspartnern wird insbesondere das Thema Eigenkapital als wichtig erachtet. Rechtliche Rahmenbedingungen, welche die Aufnahme von Eigenkapital einschränken, werden daher kritisch gesehen. So werden etwa die Unternehmenssteuerreform und die Beratungshaftung als Beispiele genannt.

„Das Thema der Unternehmensteuerreform 2008 hat ja das Thema der Eigenkapitalfinanzierung eher wieder diskriminiert, was schade ist, und dadurch weniger in Anspruch genommen wird, obwohl es eine Menge an Vorteilen bringt. Man müsste daran arbeiten, damit sich das verbessert und damit der Finanzplatz insgesamt offener wird, um da einfach auch bessere Bedingungen zu liefern.“
(Kapitalmarktexperte)

„Das ganze Thema Beratungshaftung und Anlegerschutz, was ja sehr wichtig ist, führt aber so ein bisschen dazu, dass man sich von der Aktie wegbewegt. Ich glaube, das sollte man nicht ganz so vergessen, weil Privatanleger einfach wichtig für die Unternehmen sind, weil sie aus der Sicht des Emittenten häufig auch langfristig orientierte und treue Anleger sind.“ (Kapitalmarktexperte)

Auf der Fremdkapitalseite entwickeln sich Marktsegmente für kleinvolumige Anleihen, über die Unternehmen substituierende oder komplementäre Finanzierungslösungen zum klassischen Kredit nutzen können. Dies ist den Familienunternehmen vor dem Hintergrund der Erfahrungen während der Finanzkrise wichtig.

„Wenn das Volumen [an Bankkrediten] schrumpft, dann muss man halt direkt an den Kapitalmarkt ran. ... Aber dann muss es eben Instrumente geben wie Anleihen über Bondm oder Schuldscheine, die eben nicht in diese großen Volumina hineingehen und die von den Anforderungen her halt niedriger sind.“ (Familienunternehmen)

⁶⁷ Für weitere Informationen zum Mittelstandsfonds der KfW und der Commerzbank, vgl. die Pressemitteilung unter www.kfw.de/kfw/de/KfW-Konzern/Medien/Pressearchiv/PDF/2010/056_D_PM_Mittelstandsfonds.pdf.

⁶⁸ Für weitere Informationen zur Eigenkapitalbereitstellung der deutschen Sparkassen und Landesbanken, vgl. die Pressemitteilung unter www.dsgv.de/de/presse/pressemitteilungen/neues-eigenkapital-fuer-unternehmen.pdf.

⁶⁹ Für weitere Informationen zum „Mittelstandsfonds für Deutschland“ der Deutschen Bank, vgl. die Pressemitteilung unter www.deutsche-bank.de/presse/de/content/presse_informationen_2010_4845.htm.

Diese Entwicklung neuer Anleihe-segmente wird von den Gesprächspartnern als positiv wahrgenommen. Der Kreis der Unternehmen, die diese alternative Finanzierungsform nutzen können, weitet sich aus. Mit der Bildung der Segmente für Mittelstandsanleihen ist auch die Hoffnung verbunden, dass durch diese Preisdruck ausgeübt wird und insgesamt die Kosten einer Anleiheemission sinken.

„Marktsegmente für kleinere Emissionen sind ein großer Schritt nach vorne. Das übt hoffentlich auch Druck auf die Margen aus, wenn man eine größere Emission begibt.“ (Familienunternehmen)

Einige Gesprächspartner betonen in Zusammenhang mit diesen Segmenten, dass Qualität eine Grundvoraussetzung zur erfolgreichen Entwicklung dieser Segmente ist. Die Forderung nach bestimmten Zulassungskriterien und einer entsprechend Kontrolle wird daher an die Aufsichtsbehörde, die Börsen und die Berater gestellt.

„Ein Wunsch ist, dass den Verantwortlichen bei den Börsen, zum einen der BaFin, aber auch bei den Beratern, die sich mit der Emission von neuen Anleihen beschäftigen, dass dort ein hohes Maß an Qualitätsbewusstsein vorherrscht.“ (Familienunternehmen)

Die Börsen stellen jedoch nur eine Plattform für den Sekundärhandel, d.h. einen Marktplatz dar, auf dem Angebot und Nachfrage nach der Emission zusammenfinden. Es muss daher vor allem an die Berater und die begleitenden Banken appelliert werden, im Rahmen der Due Diligence die Qualität zu prüfen und entsprechende Informationen für Investoren zugänglich zu machen.

„Natürlich gibt es unterschiedliche Interessenlagen, es wollen auch Leute Geschäft machen, aber wenn man es allzu kurzfristig sieht und jetzt 20 Unternehmen an die Börse bringt und davon sind dann zwei oder drei schwarze Schafe, dann ist dieses zarte Pflänzchen natürlich schnell auch wieder tot. Insofern ist mir schon ein Anliegen, dass da Qualität an den Markt kommt.“ (Familienunternehmen)

Die Bewertung durch eine Ratingagentur stellt für viele Familienunternehmen eine Herausforderung dar. Es wird daher der Wunsch geäußert, einen Markt für ungeratete Anleihen zu etablieren. Aufgrund regulatorischer Richtlinien dürfen einige institutionelle Anleger nur bis zu bestimmten Anteilen in ungeratete Wertpapiere investieren. Von einer Lockerung dieser Regelung für die großen Kapitalsammelstellen, wie Versicherungen, versprechen sich einzelne Gesprächspartner die stärkere Entwicklung eines solchen Markts.

„Die Versicherungsindustrie ist in Deutschland sehr kapitalstark und die hätte theoretisch die Expertise, um ungeratete Bonds bewerten zu können. Allerdings ist das bislang versicherungsaufsichtsrechtlich nicht möglich gewesen, solche Themen stärker zu forcieren.“ (Familienunternehmen)

Das Rating eines Unternehmens oder eines Wertpapiers zeigt die Bonität und das mit einer Investition verbundene Risiko. Damit kann ein Rating als Qualitätsmerkmal angesehen werden und bei der Etablierung eines neuen Marktsegments, wie das der Mittelstandsanleihen, von Vorteil sein. Bei einer Änderung der Richtlinie für Versicherungen und andere institutionelle Investoren müsste der Schutz der privaten Anleger berücksichtigt werden, der gerade bei politisch geförderten und langfristigen Anlagen eine große Rolle spie-

len muss. Die zunehmende Akzeptanz europäischer Ratingagenturen, denen im Vergleich zu den angelsächsisch geprägten Ratingagenturen ein größeres Verständnis für die Besonderheiten der Familienunternehmen zugetraut wird, wird positiv bewertet. Die Zulassung der Euler Hermes Rating GmbH als europäische Ratingagentur wird von Familienunternehmen als Schritt in die richtige Richtung angesehen.

„Zum Thema Rating, nicht nur Bankenrating, sondern auch externes Rating: Ich glaube das ist jetzt auch ein wichtiger Schritt, dass wir jetzt mal mit Euler Hermes diese erste deutsche zertifizierte Ratingagentur haben. Die hilft vielleicht auch den mittelgroßen Unternehmen, den Gang an den Kapitalmarkt zu erleichtern.“ (Familienunternehmen)

Im Hinblick auf Regulierung im Allgemeinen und die Anforderungen an kapitalmarktorientierte Familienunternehmen im Besonderen gibt es unterschiedliche Sichtweisen. Manche Gesprächspartner stehen den Publizitäts- und Dokumentationspflichten kritisch gegenüber.

„Es gibt natürlich auch Unternehmen, die vor Jahren schon Anleihen begeben haben. Dies ist aber heute mit den neuen Wertpapiergesetzen und Veröffentlichungen schwieriger. Da gab es auch Zeiten, in denen das einfacher war.“ (Kapitalmarktexperte)

„Also, was die Regularien angeht, immer wieder der Abbau von Bürokratie. Das ist eine Hemmschwelle, die oftmals kontraproduktiv wirkt, und ich könnte mir vorstellen, auch einige Unternehmen davon abhält, den Schritt zu gehen.“ (Familienunternehmen)

Andere betonen die Besonderheiten von Familienunternehmen, die in den Anforderungen nicht ausreichend berücksichtigt werden. Hier wird etwa der beschränkte Adressatenkreis des Jahresabschlusses genannt.

Da geht es eben um Themen, wer ist der Adressat des Jahresabschlusses. Das ist natürlich für das Familienunternehmen eine ganz andere Frage als für das Börsenunternehmen, wo der Investor, der eben kurzfristig Anteile hält und mal wieder verkauft, im Mittelpunkt steht.“ (Familienunternehmen)

Der Großteil der Gesprächspartner bewertet das regulatorische Umfeld als angemessen. Sie akzeptieren die Pflichten, die eine Kapitalmarktnutzung mit sich bringt, und wägen deren Kosten gegenüber dem Nutzen einer solchen Finanzierung ab.

„Der Kapitalmarkt ist ja kein Selbstzweck und unterliegt nur bedingt gewissen Regularien, denn er funktioniert nur über Investoren und die haben Interessen, Wünsche und Bedürfnisse und die müssen befriedigt werden. Das heißt, an der Transparenz und möglicherweise der Kurzlebigkeit lässt sich nichts drehen.“ (Familienunternehmen)

Die Regulierung des Handels von Derivaten ist ein Aspekt, der nicht direkt mit der Unternehmensfinanzierung zusammenhängt, aber auch in den Aufgabenbereich der Finanzverantwortlichen in den Familienunternehmen fällt und daher von einigen Gesprächspartnern genannt wird. Aufgrund der eher risikoaversen Einstellung der Familienunternehmen kommt der Absicherung der Geschäftsrisiken, etwa durch Währungs- und Zinsänderungen oder schwankende Rohstoffpreise, eine besondere Bedeutung zu. Die Vorschläge der Euro-

päischen Kommission zur Regulierung von Over-the-Counter (OTC)-Derivaten über zentrale Clearingstellen werden von den Familienunternehmen kritisiert.

„Liebe EU-Kommission, macht mit den OTCs keinen Quatsch. ... Was haben denn die Corporates damit zu tun, dass OTC irgendwelche Derivate in den USA die Finanzkrise verursacht haben? Gar nichts.“ (Familienunternehmen)

„Da machen wir uns als Mittelstand schon Sorgen, dass wir da in eine Regulierung reinkommen, alle Marktsicherheiten und auch die Derivate, die wir insbesondere zur Absicherung von Fremdrisiken haben, dass wir die standardisieren müssen über geregelte Märkte und dann auch bestimmte Margin Calls hinterlegen müssen, was uns dann insgesamt Liquidität und eben dann auch Kreditlinien entzieht.“ (Familienunternehmen)

„Man darf die Industrie nicht gleich behandeln wie Banken und im Endeffekt sind das ja keine risikohöhernden Positionen, sondern ganz klar risikominimierende Positionen. ... Das sind Sachen regulatorischer Art, die uns Sorgen machen.“ (Familienunternehmen)

Es ist festzuhalten, dass kleinere Handlungsempfehlungen aus den Gesprächen mit Kapitalmarktexperten und Vertretern der Familienunternehmen abzuleiten sind. Eine grundlegende Unzufriedenheit ist jedoch nicht zu erkennen. So sind es einige spezifische Aspekte, die noch das Verhältnis zwischen Kapitalmarkt und Familienunternehmen verbessern könnten. Wichtig ist dabei auch die öffentliche Wahrnehmung beider Seiten, des Kapitalmarkts und der Familienunternehmen. Hier können Politik und Medien helfen, indem sie sich nicht auf Vorurteile einlassen, sondern ein differenziertes Bild des Kapitalmarkts und der Unternehmenslandschaft in Deutschland zeichnen.

„Man sollte in der Politik die Börse und den Kapitalmarkt nicht so als Spekulantenhöhle betrachten, sondern als Plattform für Unternehmensfinanzierung. ... Die Börse hat doch grundsätzlich zwei Seiten. Zum einen soll der Investor Geld verdienen, aber vor allem sollen sich die Unternehmen finanzieren können und damit sie das können, muss der Investor Geld verdienen und ich darf den Kapitalmarkt nicht immer so verteufeln. Und wenn man alles so reguliert, dass Investoren kein Geld mehr geben, dann landet eben dieses Geld auch nicht mehr dort, wo es hin soll.“ (Kapitalmarktexperte)

9 Fazit

Familienunternehmen sind ein besonderer Unternehmenstypus, für den sich einige besondere Charakteristika erkennen lassen. Dennoch ist die Gruppe der Familienunternehmen im Hinblick auf die Größe, das Alter, den Einfluss der Familie und die Unternehmensstruktur sehr heterogen – dies gilt auch im Hinblick auf ihre Finanzierung. Unter den großen Familienunternehmen in Deutschland finden sich zwar einige, die den Weg an die Börse gegangen sind und davon profitieren konnten. Andere haben bereits auf der Fremdkapitalseite Erfahrungen mit der Nutzung des Kapitalmarkts gemacht. Der Großteil der Familienunternehmen hat den Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle jedoch noch nicht in Betracht gezogen.

Die Veränderungen im Kreditumfeld, die mit der Finanzkrise begonnen haben und mit neuen Regulierungsvorschriften, wie beispielsweise Basel III, fortgesetzt werden, dürften allerdings zu einem Wandel in der Unternehmensfinanzierung führen. Der Kapitalmarkt kann großen Familienunternehmen in Deutschland unter bestimmten Voraussetzungen eine Finanzierungsalternative zu den bisher genutzten Finanzierungsformen bieten.

Eine verstärkte Kapitalmarktnutzung der Familienunternehmen ist künftig in erster Linie auf der Fremdkapitalseite zu erwarten – sei es über Schuldscheine oder Anleihen. Börsengänge von Familienunternehmen werden vermutlich nach wie vor die Ausnahme bilden, obgleich auch das Thema Eigenkapitalfinanzierung nach Ansicht der Gesprächspartner in dieser Studie an Bedeutung gewinnen wird.

Auch wenn die Kapitalmarktfinanzierung für viele Unternehmen von Vorteil sein kann, ist sie jedoch keine Pauschallösung. Die Entscheidung für eine Nutzung des Kapitalmarkts sollte eine sehr bewusste Entscheidung sein. Dafür ist eine intensive und differenzierte Auseinandersetzung mit den relevanten Parametern und der Bedeutung eines solchen Schritts für das Familienunternehmen wichtig. Die Studie zeigt wesentliche Faktoren auf, die bei der Entscheidung für eine Kapitalmarktfinanzierung, sei es auf der Eigen- oder der Fremdkapitalseite, zu bedenken sind.

Grundlegende Überlegungen zu den Finanzierungslösungen über den Kapitalmarkt können auf Familien- und Nicht-Familienunternehmen zutreffen. Dennoch sind es die Besonderheiten von Familienunternehmen, die eine wesentliche Rolle bei der Entscheidung für oder gegen eine Kapitalmarktfinanzierung spielen können. Zu den Charakteristika, die für die Finanzierungsentscheidung von Familienunternehmen bedeutend sind, gehören insbesondere die Langfristorientierung, die Risikoaversion und das Streben nach Unabhängigkeit.

Während der Börsengang von vielen Familienunternehmen als Einschränkung der Unabhängigkeit wahrgenommen wird und die Mitspracherechte externer Parteien vermieden werden sollen, entspricht die Kapitalaufnahme über den Fremdkapitalmarkt der Langfristorientierung und dem Ziel des Kontrollerhalts. Familienunternehmen würden auch diese Finanzierungsform nicht aus opportunistischem Verhalten wählen, sondern sehen die Nutzung von Anleihen als strategischen Schritt. Anlässe für die Nutzung des Kapital-

markts sind in der Regel der Kapitalbedarf aufgrund von organischem oder anorganischem Wachstum und die Verbreiterung der Kapitalbasis aus Risikominimierungs- oder Sicherheitsbestrebungen.

Für Familienunternehmen ist es dabei wichtig, dass das Finanzierungsinstrument zum Unternehmen und der jeweiligen Situation passt. Um die Passgenauigkeit zu analysieren, müssen auch die Herausforderungen der Kapitalmarktfinanzierung berücksichtigt werden. Dazu gehören nicht nur die Kosten und die Ressourcenbereitstellung, die in der Vorbereitungsphase und der Umsetzung der Transaktion beachtet werden müssen. Auch die Kosten des Being Public, wie umfassende Dokumentations-, Publizitäts- und Kommunikationspflichten, müssen bei der Entscheidung berücksichtigt werden.

Literaturverzeichnis

- Achleitner, A.-K., Bock, C., Braun, R., Schraml, S., Welter, J. (2010a): Zielstrukturen in Familienunternehmen: Empirische Hinweise auf die Beziehung zwischen Unternehmens- und Familienzielen, in: ZfKE – Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship, 58 (3), S. 227-258.
- Achleitner, A.-K., Kaserer, C., Kauf, T., Volk, S. (2010b): DAXplus Family – Primer on a Family Firm Stock Index in Germany (DAXplus Family – Ein Aktienindex zur Darstellung der Performance von Familienunternehmen), verfügbar unter SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1651446>.
- Achleitner, A.-K., Kaserer, C., Kauf, T., Günther, N., Ampenberger, M. (2009): Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland, Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.), München, verfügbar über SSRN: <http://ssrn.com/paper=1490698>.
- Achleitner, A.-K., Schraml, S., Tappeiner, F. (2008): Private Equity in Familienunternehmen (Erfahrungen mit Minderheitsbeteiligungen), Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.), München, verfügbar über SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1117903>.
- Achleitner, A.-K., Kaserer, C. (2007): Mezzaninkapital auf dem Weg zum Standardprodukt - Entwicklung und Produktkonzepte in Deutschland, in: Der Schweizer Treuhänder, (11), S. 823-828.
- Achleitner, A.-K., von Einem, C., von Schröder, B. (2004): Private Debt - Alternative Finanzierung für den Mittelstand, Stuttgart.
- Achleitner, A.-K. (2002): Handbuch Investment Banking, Wiesbaden.
- Ampenberger, M. (2010): Unternehmenspolitik in börsennotierten Familienunternehmen: Eine Analyse von Investitions-, Diversifikations- und Kapitalstrukturentscheidungen, Dissertation Technische Universität München.
- Anderson, R.C., Reeb, D.M. (2003): Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, in: The Journal of Finance, 58 (3), S. 1301-1328.
- Anderson, R.C., Mansi, S.A., Reeb, D.M. (2003): Founding family ownership and the agency cost of debt, in: Journal of Financial Economics, 68 (2), S. 263-285.
- Andres, C. (2008): Large shareholders and firm performance – An empirical examination of founding-family ownership, in: Journal of Corporate Finance, 14 (4), S. 431-445.
- Astrachan, J.H., Klein, S.B., Smyrnios, K.X. (2002): The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem, in: Family Business Review, 15 (1), S. 45-58.
- BaFin (2010): Der Wertpapierprospekt – Türöffner zum deutschen und europäischen Kapitalmarkt, verfügbar über die BaFin: www.bafin.de/nn_1314142/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Broschueren/b_wertpapierprospekt,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/b_wertpapierprospekt.pdf
- Barnett, T., Kellermanns, F.W. (2006): Are We Family and Are We Treated as Family? Nonfamily Employees' Perceptions of Justice in the Family Firm, in: Entrepreneurship: Theory & Practice, 30 (6), S. 837-854.
- Beier, M. (2009): Ratings gewinnen auch im Mittelstand an Bedeutung, in: Handelsblatt, 6.4.2009.
- Bertrand, M., Schoar, A. (2006): The Role of Family in Family Firms, in: Journal of Economic Perspectives, 20 (2), S. 73-96.
- Block, J. (2009): Long-term Orientation of Family Firms, Dissertation Technische Universität München.
- Chrisman, J.J., Chua, J.H., Sharma, P. (2005): Trends and Directions in the Development of a Strategic Management Theory of the Family Firm, in: Entrepreneurship: Theory & Practice, 29 (5), S. 555-575.
- Chua, J.H., Chrisman, J.J., Sharma, P. (1999): Defining the family business by behavior, in: Entrepreneurship Theory and Practice, 23 (4), S. 19-39.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H., Lang, L.H.P. (2002): Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, in: The Journal of Finance, 57 (6), S. 2741-2771.

- Claessens, S., Djankov, S., Lang, L.H.P. (2000): The separation of ownership and control in East Asian Corporations, in: *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), S. 81-112.
- DeAngelo, H., Masulis, R.W. (1980): Optimal Capital Structure and Corporate Personal Taxation, in: *Journal of Financial Economics*, 8 (1), S. 3-29.
- Deutsche Börse (2010a): DAXplus Family Indices, verfügbar über die Deutsche Börse: www.dax-indices.com/DE/Media Library/Document/2010-01-11_Presentation_DAXplus_Family_de.pdf.
- Deutsche Börse (2010b): Ihr Weg an die Börse – Ein Leitfaden (Emittentenleitfaden), verfügbar über die Deutsche Börse: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/lc/200_Listing_at_db/025_listing_process.
- Donaldson, G. (1961): *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Boston.
- Drudi, F., Ferrando, A., Altunbas, Y., Koehler-Ulbrich, P., Cour-Thimann, P., Stoess, E., et al. (2007): *Corporate Finance in the Euro Area: Including Background Material*, verfügbar über die EZB: www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp63.pdf.
- Faccio, M., Lang, L.H.P. (2002): The ultimate ownership of Western European corporations, in: *Journal of Financial Economics*, 65 (3), S. 365-395.
- Franks, J.R., Mayer, C., Volpin, P.F., Wagner, H.F. (2009): *The life cycle of family ownership: A comparative study of France, Germany, Italy and the U.K.*, Working Paper, London Business School, Saïd Business School, University of Oxford, Bocconi University, verfügbar über SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1102475>.
- Fülbier, K.-U., Windthorst, K.: *Die internationalen Bilanzierungsrichtlinien (IFRS for SME): Implikationen für Familienunternehmen und den Gesetzgeber*, Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.), München, verfügbar über die Stiftung Familienunternehmen: www.familienunternehmen.de/media/public/pdf/studien/sfu_studie_gutachten_ifrs-sme.pdf
- Gallo, M.Á., Tàpies, J., Cappuyns, K. (2004): Comparison of Family and Nonfamily Business: Financial Logic and Personal Preferences, in: *Family Business Review*, 17 (4), S. 303-318.
- Gallo, M.A., Vilaseca, A. (1996): Finance in Family Business, in: *Family Business Review*, 9 (4), S. 387-401.
- Gersick, K.E., Davis, J.A., McCollom Hampton, M., Lansberg, I. (1997): *Generation to generation: life cycles of the family business*, Harvard.
- Gomez-Mejia, L.R., Nunez-Nickel, M., Gutierrez, I. (2001): The Role of Family Ties in Agency Contracts, in: *Academy of Management Journal*, 44 (1), S. 81-95.
- Habbershon, T.G., Williams, M.L., MacMillan, I.C. (2003): A unified systems perspective of family firm performance, in: *Journal of Business Venturing*, 18 (4), S. 451-465.
- Hall, G., Hutchinson, P., Michaelas, N. (2000): Industry Effects on the Determinants of Unquoted SME's Capital Structure, in: *International Journal of the Economics of Business*, 7 (3), S. 297-312.
- Hartmann-Wendels, T., Pfingsten, A., Weber, M. (2010): *Bankbetriebslehre*, Berlin.
- Hommel, U., Schneider, H., Nohtse, K. (2010): *Programm-Mezzanine – Quo Vadis? Eine empirische Untersuchung der Refinanzierungsproblematik aus Unternehmenssicht*, verfügbar über die IKB: www.ikb.de/content/de/branchen_und_maerkte/Aktuelle_Publikationen/Mezzaninestudie.pdf.
- James, H.S. (1999): Owner as manager, extended horizons and the family firm, in: *International Journal of the Economics of Business*, 6 (1), S. 41-55.
- Kaserer, C. (2010): Basel III – Eine Herausforderung für die Unternehmensfinanzierung, in: *Der Betrieb*, 41, S. 1.
- Kaserer, C./Obernberger, S. (2010): Der zusammenwachsende europäische Markt für Neuemissionen im Vergleich: Emissionsvolumina und Emissionskosten an den drei größten Börsenplätzen, in: *Corporate Finance* (5), S. 312-319.

- Kaserer, C., Schiereck, D. (2008): Primary Market Activity and the Cost of Going and Being Public, verfügbar über die Deutsche Börse: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/30_studies/Cost_of_Capital_2008.pdf.
- Klein, S. (2000): Family Businesses in Germany: Significance and Structure, in: *Family Business Review*, 13 (3), S. 157-181.
- Klein, S. (2004): *Familienunternehmen: Theoretische und empirische Grundlagen*, Wiesbaden.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1999): Corporate Ownership Around the World, in: *The Journal of Finance*, 54 (2), S. 471-517.
- Le Breton-Miller, I., Miller, D. (2006): Why do some family businesses out-compete? Governance, long-term orientation, and sustainable capability, in: *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28 (4), S. 305-328.
- Lehmann-Tolkmitt, A., Knöll, A., Elmers, N. (2010): *Mezzanine-Kapital - Bilanz und Lehren der Standardprogramme*, Hauck & Aufhäuser Finance Consulting GmbH (Hrsg.), München.
- López-Gracia, J., Sánchez-Andújar, S. (2007): Financial Structure of the Family Business: Evidence From a Group of Small Spanish Firms, in: *Family Business Review*, 20 (4), S. 269-287.
- Lyagoubi, M. (2006): Family Firms and Financial Behavior: How Family Shareholder's Preferences Influence Firm Financing, in: Poutziouris, P.Z., Smyrniotis, K.X., Klein, S.B. (Hrsg.): *Handbook of Research on Family Business*.
- Mahérault, L. (2000): The Influence of Going Public on Investment Policy: An Empirical Study of French Family-Owned Businesses, in: *Family Business Review*, 13 (1), S. 71-79.
- Mishra, C.S., McConaughy, D.L. (1999): Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt, in: *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23 (4), S. 53-64.
- Moores, K. (2009): Paradigms and Theory Building in the Domain of Business Families, in: *Family Business Review*, 22 (2), S. 167-180.
- Myers, S.C. (1984): The Capital Structure Puzzle, in: *The Journal of Finance*, 39 (3), S. 575-592.
- Pätsch, J., Schikorra, U., Ludwig, E. (2008): *Finanzmanagement*, Stuttgart.
- Poutziouris, P.Z. (2001): The Views of Family Companies on Venture Capital: Empirical Evidence from the UK Small to Medium-Size Enterprising Economy, in: *Family Business Review*, 14 (3), S. 277-291.
- PricewaterhouseCoopers AG (2011): *Fälligkeit Standard-Mezzanin - Herausforderung für den Mittelstand?*, verfügbar über das Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie: www.bmwi.de/BMWi/Redaktion/PDF/Publikationen/Studien/studie-faelligkeit-mezzanin,property=pdf,bereich=bmwi,sprache=de,rwb=true.pdf.
- Rudolph, B. (2006): *Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, Tübingen.
- Rübmann, P., Vögtle, M. (2010): Hybride Industrieanleihen, in: *Corporate Finance*, 2010 (4), S. 205-216.
- Salvato, C., Moores, K. (2010): Research on Accounting in Family Firms: Past Accomplishments and Future Challenges, in: *Family Business Review*, 23 (3), S. 193-215.
- Schmid, T., Ampenberger, M., Kaserer, C., Achleitner, A.-K. (2008): Family Firms, Agency Costs and Risk Aversion – Empirical Evidence from Diversification and Hedging Decisions, CEFS Working Paper No. 2008-13, verfügbar unter: <http://ssrn.com/abstract=1314823>.
- Schraml, S. (2010): *Finanzierung von Familienunternehmen*, Dissertation Technische Universität München.
- Schürmann, W., Körfgen, K. (1997): *Familienunternehmen auf dem Weg zur Börse – Ein Leitfaden für potentielle Börsenkandidaten*, München.
- Seibel, K. (2010): Mittelständler drängen auf den Anleihenmarkt, in: *Die Welt*, 12.11.2010.
- Shanker, M.C., Astrachan, J.H. (1996): Myths and realities: family businesses' contributions to the US economy in: *Family Business Review*, 9 (2), S. 107-123.

- Sharma, P. (2004): An Overview of the Field of Family Business Studies: Current Status and Directions for the Future, in: *Family Business Review*, 17 (1), S. 1-36.
- Sharma, P., Chrisman, J.J., Chua, J.H. (1997): Strategic Management of the Family Business: Past Research and Future Challenges, in: *Family Business Review*, 10 (1), S. 1-35.
- Sraer, D., Thesmar, D. (2007): Performance and Behavior of Family Firms: Evidence from the French Stock Market, in: *Journal of the European Economic Association*, 5 (4), S. 709-751.
- Tagiuri, R., Davis, J. (1996): Bivalent Attributes of the Family Firm, in: *Family Business Review*, 9 (2), S. 199-208.
- Tänzler, J.K., Keese, D., Hauer, A. (2010): Die Wahrnehmung gesellschaftlicher Verantwortung in Familien- und Nichtfamilienunternehmen, in: *ZfKE – Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship*, 58 (3), S. 197-225.
- Thommen, J.-P./Achleitner, A.-K. (2009): *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*, Wiesbaden.
- Villalonga, B., Amit, R. (2006): How do family ownership, control and management affect firm value?, in: *Journal of Financial Economics*, 80 (2), S. 385-417.
- Villalonga, B., Amit, R. (2009): How are U.S. family firms controlled?, in: *Review of Financial Studies*, 22 (8), S. 3047-3091.
- Zellweger, T. (2006): *Risk, Return and Value in the Family Firms*, Dissertation Universität St. Gallen.

Stiftung Familienunternehmen

Prinzregentenstraße 50

D-80538 München

Telefon + 49 (0) 89 / 12 76 400 02

Telefax + 49 (0) 89 / 12 76 400 09

E-Mail info@familienunternehmen.de

www.familienunternehmen.de

ISBN: 978-3-942467-12-4