

Positionspapier

des Bankenverbandes zur **Kapitalmarktfähigkeit von Unternehmen**

15. Dezember 2013

Zusammenfassung

Die Finanzierung eines Unternehmens über den Kapitalmarkt setzt erheblich mehr voraus als die Finanzierung über den klassischen Bankkredit. Das Unternehmen muss ein hohes Maß an (aktueller) öffentlicher Transparenz erfüllen; dies ist nur mit einer entsprechenden betrieblichen Organisation möglich; die wiederum setzt eine gewisse Mindestgröße des Unternehmens voraus. Das jüngste Wachstum des benchmark-Anleihemarktes ist sehr zu begrüßen. Das Potential des gesamten Kapitalmarktes ließe sich stärker ausschöpfen als heute. Allerdings wird dies nur den größten maximal 10.000 Unternehmen möglich sein. In dieser Gruppe gibt es Unternehmen, die den Kapitalmarkt nutzen könnten, aber bislang nicht möchten. Die Vorstellung aber, dass auch immer mehr kleine Unternehmen direkt vom Kapitalmarkt profitieren und sich dabei von den Banken unabhängig machen könnten, stößt in der Realität an Grenzen.

Einleitung

Mittelständische Unternehmen in Deutschland finanzieren sich traditionell stark über Bankkredite. Die Möglichkeiten des Kapitalmarktes werden dagegen nach wie vor überwiegend von Großunternehmen genutzt. Verschiedene Entwicklungen der letzten Jahre werfen erneut die Frage auf, inwiefern sich eine stärkere Orientierung des Mittelstandes hin zur Kapitalmarktfinanzierung entwickeln kann und sollte:

- 1) Vor dem Hintergrund aktuell niedriger Kapitalmarktzinsen nutzen vor allem Großunternehmen in den letzten Jahren verstärkt den **Anleihemarkt**. Das Gesamtvolumen umlaufender Schuldverschreibungen von Unternehmen in Deutschland ist seit Januar 2011 um 35 % auf 107 Mrd. Euro im August 2013 gewachsen (Quelle: Bundesbank). Viele dieser Emittenten sind als Aktiengesellschaften an der Börse notiert und nutzen ihren seit langem bestehenden Zugang zum Kapitalmarkt, um sich für vergleichsweise niedrige Zinsen Liquidität für die nächsten Jahre zu sichern.
- 2) Eine Besonderheit sind die seit dem Jahr 2010 von fünf Börsen in Deutschland angebotenen Freiverkehrssegmente für sogenannte M-Bonds. Das hier insgesamt emittierte Volumen ist auf mittlerweile etwa 3,2 Mrd. Euro angestiegen, im Jahr 2014 sind die ersten Tilgungen fällig. Allerdings unterscheiden sich M-Bonds von echten Börseninstrumenten wesentlich dadurch, dass ihnen das Market-Making und damit die gewohnte Liquidität fehlen. Sie sind nicht gleichzusetzen mit einer klassischen Anleihe.
- 3) Der Markt für Schuldscheindarlehen von Unternehmen ist in den vergangenen Jahren deutlich auf geschätzte 70 Mrd. Euro angewachsen (Quelle: Capmarcon).
- 4) Das Grünbuch der Europäischen Kommission von März 2013 zur „**Langfristfinanzierung** der Europäischen Wirtschaft“ thematisiert die Auswirkungen der Finanzmarktkrise und der seither erfolgten Regulierungsmaßnahmen auf die Fähigkeiten der Banken in Europa, langfristige Kredite zur Verfügung zu stellen. Aus Sicht der Kommission sollte die Europäische Wirtschaft in Zukunft stärker über den Kapitalmarkt finanziert werden.

Kapitalmarktfinanzierung des Mittelstandes

Die Unternehmenslandschaft in Deutschland ist geprägt von einer großen Anzahl mittelständischer Familienunternehmen und mehreren global aufgestellten Großunternehmen. Im Vergleich dazu gibt es beispielsweise in Frankreich deutlich mehr Großunternehmen, in Italien mehr Kleinstunternehmen. Die mittelständischen (und die kleinen) Unternehmen in Deutschland nutzen neben Eigenmitteln vor allem Bankkredite zur Finanzierung. Der Kapitalmarkt spielt nur bei wenigen eine Rolle.

Vor diesem Hintergrund bleibt die Forderung, dem Kapitalmarkt solle zukünftig mehr Gewicht bei der Mittelstandsfinanzierung zukommen, grundsätzlich sinnvoll. Mit der Einführung von Basel II und nun Basel III steigen grundsätzlich die Anforderungen an die Kreditnehmer, das Interesse der Kunden an alternativen Finanzierungsquellen nimmt zu. Über den Kapitalmarkt kann den Unternehmen zusätzliches Kapital bereitgestellt werden, mit Hilfe von Kapitalmarktinstrumenten lassen sich – über die Banken hinaus – weitere Investoren für die mittelständische Wirtschaft erschließen. Im Rahmen globalisierter Finanzmärkte können so insbesondere auch Investoren aus dem Ausland als weitere Finanzierungsquelle gewonnen werden. Heute schon wird beispielsweise ein großer Teil der Aktien von DAX-Unternehmen von ausländischen Investoren gehalten. Von dieser Kapitalquelle könnte auch der Mittelstand stärker profitieren. Eine grundsätzliche Hürde besteht allerdings darin, dass Institutionelle Investoren nur in Wertpapiere größerer Volumina investieren, die hinreichend liquide sind. Transaktionen mit einem Emissionsvolumen von 10 Mio. Euro zählen nicht zu dieser Kategorie.

Zu unterscheiden ist zwischen Kapitalmarktinstrumenten wie dem **Schuldscheindarlehen** oder dem **Private Placement**, die mit Hilfe der Bank an ausgewählte Investoren weitergereicht und nicht öffentlich gehandelt werden, und solchen Instrumenten, die direkt am **öffentlich zugänglichen Kapitalmarkt** gehandelt werden. Dieser Zugang zum Kapitalmarkt erfolgt klassischerweise über die Emission einer **Anleihe** oder einer **Aktie**. Während Aktien die Eigenkapitalbasis des Unternehmens stärken, ermöglichen Anleihen – festverzinsliche Wertpapiere mit fester Laufzeit – eine langfristige, stabile Fremdkapitalfinanzierung über den Markt. Mit diesen Kapitalmarktinstrumenten lässt sich die Finanzierungsstruktur diversifizieren. Anders als ein Schuldscheindarlehen setzt dieser Kapitalmarktzugang aber eine spezifische Fähigkeit des einzelnen Unternehmens voraus, man spricht von der **Kapitalmarktfähigkeit**.

Was bedeutet Kapitalmarktfähigkeit?

Ein Unternehmen ist – allgemein gesprochen – dann kapitalmarktfähig, wenn es im Stande ist, sich direkt und dauerhaft über den Öffentlichen Kapitalmarkt zu finanzieren. Unter welchen materiellen Voraussetzungen dies der Fall ist, kann unterschiedlich beurteilt werden. Im Folgenden gibt der Bankenverband dazu eine Einschätzung aus seiner Perspektive ab.

Hinsichtlich Kapitalmarktfähigkeit kann unterschieden werden zwischen **Können** und **Wollen**. Einerseits gibt es Unternehmen, die über den Kapitalmarkt Fremd- oder Eigenmittel beziehen könnten, dies aber nicht möchten. Dies gilt vor allem für eine Reihe von Familienunternehmen des gehobenen Mittelstandes, die die Transparenz gegenüber der Öffentlichkeit (einschließlich den eigenen Wettbewerbern, Lieferanten und Kunden) und – im Fall von Aktien – die Mitsprache familienfremder Eigentümer vermeiden möchten.¹ Andererseits gibt es Unternehmen, die gerne

¹ Stiftung Familienunternehmen/PricewaterhouseCoopers: Die Kapitalmarktfähigkeit von Familienunternehmen, 2011.

den Kapitalmarkt nutzen möchten, denen aber materielle Voraussetzungen fehlen, um dies sinnvoll und zu angemessenen Kosten zu tun.

Häufig sind Schuldscheindarlehen oder die Emission einer Aktie im Freiverkehr (z.B. „Entry Standard“ bei der Deutsche Börse) der erste Schritt einer Kapitalmarktfinanzierung. Erst in einem (optionalen) zweiten Schritt erfolgt dann die Ausgabe von Anleihen oder Aktien in einem Börsensegment mit höheren Anforderungen. Hier muss sich das Unternehmen den Standards des Kapitalmarktes anpassen. In dieser Reihenfolge nehmen die Voraussetzungen, die das Unternehmen erfüllen muss, zu, insbesondere im Hinblick auf das geforderte Maß an **Transparenz**. Ein Unternehmen, das sich perspektivisch dem Kapitalmarkt öffnen will, sollte daher seine Kapitalmarktfähigkeit immer weiter entwickeln und professionalisieren.

Die Kapitalmarktfähigkeit eines Unternehmens ist mit der erfolgreichen Platzierung einer Aktie oder Anleihe am Markt noch nicht belegt. Hierfür reichen mitunter die Erfüllung der vorgegebenen Mindestanforderungen oder gegebenenfalls ein bekannter Markenname aus. Hinzu kommt aber noch das Kriterium der **Dauerhaftigkeit**, d. h., das Unternehmen muss im weiteren Verlauf bzw. während der gesamten Laufzeit die Anforderungen (v. a. Transparenz, Stabilität, Wachstum, Zinszahlung) erfüllen, um den Erwartungen der Investoren zu entsprechen. Im Fall einer Aktie ist ein deutliches Wachstum notwendig, im Fall der Anleihe zumindest Stabilität und die fristgerechte Zinszahlung und vollständige Tilgung am Ende der Laufzeit. Nur dann kann sinnvoll von Kapitalmarktfähigkeit gesprochen werden.

Bei den Anforderungen an ein Unternehmen muss unterschieden werden zwischen 1) den gesetzlichen Vorgaben, 2) den Vorgaben der einzelnen Börsen und 3) den faktischen Anforderungen:

- 1) Die **gesetzlichen Vorgaben** schreiben insbesondere vor, dass Unternehmen – vor der Emission – einen von der Bankaufsicht gebilligten Wertpapierprospekt vorlegen, der mindestens Auskunft gibt über die wesentlichen Finanzkennziffern des Unternehmens und Angaben enthält über seine Pläne zur Verwendung der am Markt aufzunehmenden Mittel. Für die Emission von Aktien ist die Rechtsform der Aktiengesellschaft vorgeschrieben, eine Anleiheemission kann auch als GmbH oder als KG erfolgen. Hinsichtlich der Bilanzierung ist zu unterscheiden zwischen den Anforderungen im Freiverkehr und im reguliertem Markt: Für den regulierten Markt ist eine Rechnungslegung nach IFRS erforderlich, für den Freiverkehr genügen die Regelungen des HGB.
- 2) Die **Börsen** können verschiedene Segmente gestalten, die je spezifische Anforderungen an den Emittenten stellen, beispielsweise bezüglich der Ratingmindestnote, der Mindesthöhe des Emissionsvolumens oder des Kapitalmarktbegleiters. Das Angebot der Börsen in Deutschland, sogenannte M-Bonds zu handeln, findet im Rahmen entsprechend gestalteter Segmente im Freiverkehr statt.
- 3) Nicht zuletzt gibt es **faktische Voraussetzungen**, die beeinflussen, ob ein Unternehmen **dauerhaft** am Kapitalmarkt Erfolg hat. Neben der Frage, ob und mit welcher Ausgestaltung

das jeweilige Finanzierungsinstrument (insbesondere Anleihe oder Aktie) überhaupt für das einzelne Unternehmen geeignet ist, steht die Herausforderung, den Erwartungen der Investoren gerecht zu werden. Neben einem stabilen Cashflow sind ein professionelles Management, die interne Organisation, Corporate-Governance-Strukturen und eine hinreichende Transparenz maßgeblich.

Voraussetzungen der Kapitalmarktfähigkeit

Aus der Perspektive des einzelnen Unternehmens folgen einige Bedingungen, die schon ein sogenannter Debütant am Kapitalmarkt erfüllen sollte, um Chancen auf einen langfristigen Erfolg zu haben:

1. Die Finanzierung über den Finanzmarkt sollte **keine einseitige Abhängigkeit** von dem neuen Instrument schaffen. Das Volumen des Wertpapieres sollte in einem angemessenen Verhältnis zur übrigen Finanzierungsstruktur und zum Umsatz stehen. Dies ist vor allem deshalb wichtig, weil die Leistungsfähigkeit des Kapitalmarktes auch von kurzfristigen Marktentwicklungen abhängt – und das Unternehmen bei schwierigen Rahmenbedingungen gegebenenfalls einige Monate ausharren können muss, bis es sich wieder zu angemessenen Konditionen über den Markt finanzieren kann.
2. Dies gilt insbesondere mit Blick auf die Anschlussfinanzierung bei Anleihen. Die Tilgung erfolgt in der Regel en bloc. Hierfür sollten frühzeitig realistische Pläne vorliegen, die nicht alternativlos von einer artgleichen **Anschlussfinanzierung** am Stichtag abhängig sind. Daher sollte während der Laufzeit auch ein spürbares **Umsatz- und Ertragswachstum** stattfinden.
3. Die Ausgabe festverzinslicher Wertpapiere bedeutet für das emittierende Unternehmen eine jährliche Zinszahlung, die es in jedem Fall zahlen und möglichst aus dem operativen **Cashflow** finanzieren können muss. Die Emission von Aktien wiederum erfordert eine hinreichende **Gesamtkapitalrendite** zur Ausbezahlung attraktiver Dividenden.

Hinzu kommen Bedingungen, die sich durch die Perspektive der Investoren und damit die faktischen Anforderungen des Marktes ergeben:

4. Aus Sicht der Investoren muss beim Unternehmen ein nachhaltiges Geschäftsmodell vorliegen, das heißt, das Unternehmen muss überzeugend darstellen, dass es über die nächsten Jahre oder gar Jahrzehnte auf Basis eines vielversprechenden und zukunftsfähigen Geschäftsmodells (vor allem: Management, Produkt, Marktstellung, Finanzierung) mit einem stabilen Cashflow und ggf. einem stabilen Wachstum rechnen kann.
5. Institutionelle Investoren, die auch eine eigene Risikobewertung von Anleihen vornehmen können, werden nur in solche Wertpapiere investieren, die auch in größerem Umfang hinreichend **liquide** sind. (Bei einem M-Bond mit einer Stückelung von 1000 Euro kann eine einzelne Anleihe durchaus liquide sein. Ein Paket im Umfang von 100.000 Euro der gleichen

Anleihen ist es aber womöglich nicht mehr.) Daher investieren sie in der Regel nur in Bonds, deren Gesamtvolumen in dreistelliger Millionenhöhe liegt.

6. Investoren erwarten **Transparenz**, die über die Mindestanforderungen eines Wertpapierprospektes hinausgeht. Neben einem zeitnah publizierten Jahresabschluss gehören hierzu insbesondere auch ad-hoc-Informationen über relevante Entwicklungen. Ein Unternehmen muss also, um Wertpapiere zu emittieren, nicht nur zu Beginn Transparenz dokumentieren können, sondern auch anschließend regelmäßig durch seine Kommunikation mit den Investoren für Transparenz sorgen. Materielle Voraussetzung hierfür ist ein **Mindestmaß an personeller Organisation**: Ein professionelles Rechnungswesen setzt in der Regel voraus, dass ein Mitglied der Geschäftsleitung für die Finanzen des Unternehmens zuständig ist. Auch ein modernes Marketing verlangt eine entsprechende personelle Aufstellung im Unternehmen.
7. Um das Vertrauen der Investoren zu gewinnen, ist – zumindest auf längere Sicht – auch ein moderner „**Corporate Governance**“- Rahmen Voraussetzung. Die Corporate Governance beschreibt das System von Leitung und Kontrolle eines Unternehmens und formuliert eindeutige Verantwortlichkeiten sowie effektive und nachvollziehbare Kontrollmechanismen von Entscheidungen im Unternehmen.
8. Ein **aussagekräftiges Rating**, mit dem nicht nur das Unternehmen vor der Emission, sondern auch die Anleihe selbst in regelmäßigen Abständen bewertet wird, ist hilfreich (aber nicht unabdingbar). Ein Rating sollte möglichst auch auf die Kredithistorie des Unternehmens eingehen können. Vom Rating können Erfolg und Kosten der Emission wesentlich abhängen. Das Unternehmen sollte daher mit der Zeit auch im Stande sein, sein Rating bewusst zu gestalten, beispielsweise durch eine Eigenkapitalerhöhung.

Diese qualitativen Kriterien entscheiden über die Kapitalmarktfähigkeit, sie lassen sich aber nicht unmittelbar in quantitative Voraussetzungen und klare Abgrenzungen (etwa anhand der Umsatzgröße des Unternehmens) übersetzen. Bei vielen offenbar kapitalmarktreifen Unternehmen stellt sich die Frage: Was spricht (noch) dagegen, sich auch über den Markt zu finanzieren? Bei vielen Unternehmen lautet die Frage dagegen umgekehrt: Was spricht trotz der eingeschränkten Voraussetzungen für eine Kapitalmarktfinanzierung? Ausnahmen sind hier möglich: Diese Unternehmen können einen ersten Schritt an den Kapitalmarkt wagen, im weiteren Verlauf weiter wachsen, ihre Kapitalmarktfähigkeit weiterentwickeln und Erfolg haben.

Rolle der Bank

Unternehmen, die kapitalmarktfähig sind oder sich in diese Richtung entwickeln wollen, werden von der eigenen Bank bei der Kapitalmarktfinanzierung professionell unterstützt und begleitet. Dazu gehört eine gründliche Prüfung der Aussichten auf nachhaltigen Erfolg des Firmenkunden.

Die **Begleitung an den Kapitalmarkt** umfasst zentrale Aufgaben wie die Unterstützung bei der Erstellung des Wertpapierprospektes, Vermarktung, Strukturierung sowie eine der Platzierung

vorausgehende Marktanalyse und Preisfindung. Die richtige Preisstellung ist beispielsweise entscheidend für den Platzierungserfolg einer Anleihe oder Aktie. Neben der Bank können auch andere Spezialisten, beispielsweise für Marketing oder für rechtliche Aspekte, ein Unternehmen beim Kapitalmarktzugang beraten und begleiten.

Aus **Sicht der Bank** liegen die Anforderungen für eine Begleitung der eigenen Firmenkunden an den Markt gegebenenfalls höher als bei Kapitalmarktberatern. Hier geht es im Kern um ein Gesamtkonzept für den Kunden (ganzheitliche Kundensicht). Auch im Rahmen einer umfassenden und dauerhaften Kundenfinanzierung wird eine Bank prüfen, ob sich der bankbetriebliche Aufwand für die Begleitung des Kunden an den Kapitalmarkt lohnt. Gegebenenfalls könnte die Bank dem Kunden stattdessen einen Unternehmenskredit anbieten. In den Fällen, in denen die Bank aus Risikoerwägungen keinen weiteren oder neuen Kredit in dieser Höhe geben möchte oder darf, wäre eine Begleitung an den Kapitalmarkt mit Blick auf die Reputation der Bank ebenfalls nicht sinnvoll.

FAZIT

Das Potenzial der Finanzierung deutscher Unternehmen über den Kapitalmarkt ist nicht ausgeschöpft. Sowohl der indirekte als auch der direkte Kapitalmarktzugang könnten und sollten weiterentwickelt werden. Allerdings setzt vor allem die Finanzierung über Anleihen und Aktien eine entsprechende Kapitalmarktfähigkeit der Unternehmen voraus. Hier stößt die Ergänzung des Bankkredits durch Kapitalmarktinstrumente – oder gar eine strukturelle Umstellung auf eine marktbasierende Finanzierung, wie sie aktuell im Grünbuch der EU-Kommission skizziert wird – allerdings an ihre Grenzen, da die mittelständisch geprägte Unternehmenslandschaft in Deutschland eben nur begrenzt kapitalmarktfähig ist. Zu den Aufgaben der Banken gehört, neben der Kreditvergabe, die Beratung und Begleitung der kapitalmarktfähigen Unternehmen.