



DEUTSCHES AKTIENINSTITUT



Mittelstand und Börse 2007

Ergebnisse einer Umfrage



Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 40
Herausgegeben von Prof. Dr. Rüdiger von Rosen
Frankfurt am Main, November 2007

| | | |
|--------------|--|--|
| Herausgeber: | Prof. Dr. Rüdiger von Rosen Deutsches Aktieninstitut e.V. Niederneu 13-19 60325 Frankfurt a. M. | Tel. 0 69/9 29 15-0 Fax 0 69/9 29 15-12 Internet http://www.dai.de |
| Autoren: | Dr. Gerrit Fey Dr. Norbert Kuhn | Tel. 0 69/9 29 15-41 E-Mail: fey@dai.de Tel. 0 69/9 29 15-20 E-Mail: kuhn@dai.de |

1. Auflage, November 2007

Alle Rechte vorbehalten

ISBN 978-3-934579-47

Mittelstand und Börse 2007

Vorwort

Der Mittelstand wird völlig zu Recht als das Rückgrat der deutschen Volkswirtschaft angesehen. In rund 3,5 Millionen mittelständischen Betrieben sind mehr als 70 Prozent der Arbeitnehmer in Deutschland beschäftigt. Fragen der Mittelstandsfinanzierung sind daher nicht nur aus einzel-, sondern auch aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive für Wachstum und Beschäftigung von hoher Bedeutung.

Bei der Finanzierung mittelständischer Unternehmen spielt die enge Beziehung zur Hausbank nach wie vor eine wesentliche Rolle. Allerdings haben die Eigenkapitalvorschriften „Basel II“ bei vielen Banken und Sparkassen zu einer Neuausrichtung des Kreditgeschäfts mit Firmenkunden geführt und damit die Unternehmen vor die Herausforderung gestellt, sich zum Bankdarlehen alternative Finanzierungsquellen zu erschließen. Parallel zu dieser Entwicklung ist das Angebot an Instrumenten der Mittelstandsfinanzierung jenseits des Bankkredits enorm gestiegen. Dazu gehört auch der Börsengang, der seit jeher für mittelständische Unternehmen eine attraktive Finanzierungsmöglichkeit darstellen kann. Zudem hat die Deutsche Börse mit der Errichtung des Entry Standard auch für kleinere Gesellschaften an Anziehungskraft gewonnen.

Die vorliegende Untersuchung zeigt, dass das Interesse an kapitalmarkt-orientierten Finanzierungsinstrumenten und speziell am Börsengang bei mittelständisch geprägten Gesellschaften durchaus beachtlich ist. Nun gilt es, dieses große Potential auch tatsächlich zu heben. Wir möchten mit dieser Studie, die gemeinsam mit der Deutsche Börse AG erstellt wurde, Mittelständlern die Vorzüge des Börsengangs näher bringen, aber auch mögliche Hemmschwellen identifizieren und thematisieren.

Frankfurt am Main, im November 2007



Prof. Dr. Rüdiger von Rosen

Inhaltsverzeichnis

| | | |
|-----|--|----|
| 1. | Zusammenfassung | 9 |
| 2. | Einleitung | 13 |
| 3. | Methodik der Untersuchung | 16 |
| 4. | Der Börsengang: Kapitalmarktorientierung der Unternehmen | 18 |
| 4.1 | Motivation zum Börsengang | 19 |
| 4.2 | Gründe gegen den Börsengang | 22 |
| 4.3 | Eigenschaften kapitalmarktorientierter Unternehmen | 25 |
| 4.4 | Informationen über verschiedene Aspekte des Börsengangs | 30 |
| 4.5 | Alternativen zur Eigenkapitalbeschaffung über die Börse | 31 |
| 5. | Allgemeines Finanzierungsverhalten | 33 |
| 5.1 | Relative Stabilität der Finanzierungsmuster | 33 |
| 5.2 | Unterschiedliche Erwartungen von kapitalmarktorientierten und nicht kapitalmarktorientierten Unternehmen | 36 |
| 5.3 | Vorbereitung der Unternehmen auf den Kapitalmarkt | 38 |
| 6. | Fazit | 43 |
| | Anhang 1: Fragebogen | 45 |
| | Anhang 2: Ergebnistabellen | 53 |

Abbildungsverzeichnis

| | | |
|----------|--|----|
| Abb. 1: | Anzahl der Börsengänge deutscher Aktiengesellschaften..... | 14 |
| Abb. 2: | Rücklaufquoten in Abhängigkeit von der Mitarbeiterzahl | 16 |
| Abb. 3: | Rücklaufquoten in Abhängigkeit vom Umsatz in Millionen Euro | 17 |
| Abb. 4: | Einstellung der Unternehmen zum Börsengang | 18 |
| Abb. 5: | Motive des Börsengangs | 20 |
| Abb. 6: | Gründe gegen einen Börsengang..... | 22 |
| Abb. 7: | Kapitalmarktorientierung nach Mitarbeiterzahl | 25 |
| Abb. 8: | Kapitalmarktorientierung nach Umsatz in Millionen Euro..... | 26 |
| Abb. 9: | Kapitalmarktorientierung nach Eigenkapitalquote | 27 |
| Abb. 10: | Kapitalmarktorientierung nach Rechtsform..... | 28 |
| Abb. 11: | Kapitalmarktorientierung nach Region..... | 29 |
| Abb. 12: | Informationen zum Börsengang | 30 |
| Abb. 13: | Einstellung aller Unternehmen gegenüber Finanzierungsalternativen | 32 |
| Abb. 14: | Kriterien zur Wahl der Finanzierung | 33 |
| Abb. 15: | Aktuelle Bedeutung verschiedener Finanzierungsarten | 35 |
| Abb. 16: | Zukünftiges Finanzierungsverhalten aller Unternehmen..... | 36 |
| Abb. 17: | Zukünftige Nutzung von Eigenkapitalinstrumenten nach Kapitalmarktorientierung..... | 37 |
| Abb. 18: | Zukünftige Nutzung von Fremdkapitalinstrumenten nach Kapitalmarktorientierung..... | 38 |
| Abb. 19: | Überblick über finanzierungsrelevante organisatorische Strukturen | 39 |
| Abb. 20: | Überblick über die finanzierungsrelevante Informationsbereitschaft | 40 |
| Abb. 21: | Finanzierungsrelevante Informationsbereitschaft nach Kapitalmarktorientierung (in Prozent)..... | 41 |

1. Zusammenfassung

Fragestellung

Ziel dieser Umfrage ist es, die Einstellung nicht börsennotierter Unternehmen gegenüber dem Kapital- und speziell dem Aktienmarkt in Erfahrung zu bringen. Dabei steht die Antwort auf folgende Fragen im Mittelpunkt: Welche Gründe sprechen für einen Börsengang? Welche dagegen? Wie stehen die Unternehmen generell zum Thema Börsengang, und welche Bedeutung kommt ihm im Spektrum der anderen Finanzierungsinstrumente zu?

Methodik und Rücklaufquote

Von 6.738 im Mai 2007 bundesweit angeschriebenen Unternehmen mit einem Umsatz von mehr als 5 Millionen Euro und mit mehr als 20 Mitarbeitern haben 337 geantwortet. Dies entspricht einer Rücklaufquote von fünf Prozent. Bei den Unternehmen mit einem Umsatz von mehr als 25 Millionen Euro beträgt hingegen die Rücklaufquote im Durchschnitt knapp zehn Prozent. Gerade für diese Gesellschaften, für die der Börsengang tendenziell auch eher in Frage kommt, sind die Ergebnisse dieser Studie repräsentativ.

Fast jedes vierte Unternehmen kapitalmarktorientiert

24,1 Prozent der Unternehmen streben einen Börsengang an oder ziehen ihn grundsätzlich in Erwägung. Damit besteht unter den noch nicht börsennotierten Gesellschaften ein erfreulich großes Potenzial an Unternehmen, für die ein Gang an die Börse eine Option darstellt. Der im Vergleich zur Vorgängerstudie aus dem Jahr 2003 höhere Wert kann zugleich als ein Zeichen für eine Verfestigung der Kapitalmarktorientierung unter den vorwiegend mittelständisch geprägten Unternehmen gewertet werden. Hierfür spricht auch, dass sich ca. 80 Prozent der Gesellschaften die Nutzung von Finanzierungsinstrumenten vorstellen können, die als nahe liegende Substitute zum Börsengang angesehen werden

können (mezzanine Finanzierung, Finanzierung durch Private Equity/Venture Capital und kapitalmarktorientierte Fremdfinanzierungen).

Motive des Börsengangs

Am häufigsten genanntes Motiv des Börsengangs ist aus Sicht der kapitalmarktorientierten Unternehmen die Bereitstellung von Eigenkapital für das interne und externe Wachstum. Wichtig ist auch das Streben nach größerer Unabhängigkeit bei Fragen der Finanzierung und der damit verbundenen Diversifizierung der gesamten Finanzierungsbasis. Die Regelung der Unternehmensnachfolge, bei der Altersstruktur der Eigentümer für viele mittelständische Betriebe ein aktuelles Thema, wird hingegen seltener als ein Grund angeführt, das Unternehmen an die Börse zu führen.

Die Größe des Unternehmens: Ein Hinderungsgrund?

Nicht über die notwendige Größe zu verfügen, wird von vielen nicht kapitalmarktorientierten Unternehmen als Einwand gegen den Börsengang genannt. Für die befragten kapitalmarktorientierten Unternehmen spielt dieses Kriterium allerdings keine große Rolle. In der Studie kann dementsprechend kein eindeutiger Zusammenhang zwischen der Kapitalmarkt-orientierung und der Höhe der Mitarbeiterzahl oder des Umsatzes der Gesellschaften ermittelt werden.

Intensität der Regulierung spricht gegen den Börsengang

Als wichtiger Grund gegen den Börsengang wird von einer großen Anzahl der Umfrageteilnehmer – unabhängig von der Größe – das bestehende Regulierungsniveau angeführt. Damit bestätigt die vorliegende Studie die Ergebnisse einer anderen Untersuchung des Deutschen Aktieninstituts unter den börsennotierten Gesellschaften. Die zunehmende Re-

gulierungsaktivität bewirkt demnach häufig deutliche Belastungen, denen kein entsprechender Nutzen gegenübersteht.¹

„Neue“ Offenheit gegenüber den Kapitalgebern

Die These, dass gerade mittelständische Unternehmen befürchten, durch die Transparenzanforderungen im Zusammenhang mit einer Börsennotiz an unternehmerischer Entscheidungsfreiheit einzubüßen, konnte in der vorliegenden Studie nicht bestätigt werden. Die antwortenden Unternehmen sind durchaus bereit, den Kapitalgebern Informationen zur Verfügung zu stellen. So sind Transparenzanforderungen für lediglich etwas mehr als 13 Prozent der nicht kapitalmarktorientierten Unternehmen ein Argument gegen den Börsengang. Auch spielt die Transparenz gegenüber den Kapitalgebern als Kriterium für die Wahl des geeigneten Finanzierungsinstruments lediglich für rund acht Prozent der Befragten eine Rolle. Zudem verfügt ein Großteil der Gesellschaften bereits über entsprechende Instrumente, etwa ein aussagekräftiges Berichtswesen oder Kennzahlensystem, um kapitalmarktrelevante Informationen zu generieren und zu publizieren.

Kenntnisse über den Börsengang

Auch mangelnde Kenntnisse über die Besonderheiten des Börsengangs sind kein entscheidender Grund für die Umfrageteilnehmer, die Börse als Finanzierungsinstrument auszuschließen. Zugleich haben sich insbesondere die kapitalmarktorientierten Unternehmen bereits intensiv mit dem Börsengang auseinandergesetzt. Dementsprechend scheinen Anforderungen, Kosten und Prozesse des Börsengangs sowie die Auswahl an Segmenten der Mehrheit der Gesellschaften entweder im Detail oder zumindest teilweise bekannt zu sein.

1 Siehe Deutsches Aktieninstitut (Hrsg.): Kosten und Nutzen der Regulierung börsennotierter Unternehmen. Ergebnisse einer Umfrage, Studie Nr. 35, Frankfurt a.M. März 2007.

Finanzierungsverhalten weitgehend konstant

Die große Mehrheit der Unternehmen erwartet keine substantiellen Veränderungen in der Bedeutung einzelner Finanzierungsinstrumente. Lediglich in Bezug auf die Innenfinanzierung, bereits heute die bedeutendste Finanzierungsquelle, wird von einer steigenden Bedeutung ausgegangen. Allerdings unterscheiden sich kapitalmarktorientierte und nicht kapitalmarktorientierte Unternehmen wesentlich in ihrer diesbezüglichen Einschätzung. Im Gegensatz zu den Gesellschaften, die einen Börsengang ausschließen, wollen kapitalmarktorientierte Unternehmen eine Reihe modernerer Finanzierungsinstrumente zukünftig verstärkt nutzen.

Schlussfolgerungen

Die große Zahl kapitalmarktorientierter Gesellschaften ist ein sehr erfreuliches Ergebnis dieser Studie, zeigt sie doch, dass unter den mittelständischen Unternehmen ein hohes Potenzial für den Börsengang besteht.

Wenn alle Akteure, die für die Attraktivität des Börsengangs Verantwortung tragen, gut zusammenwirken, sollte es möglich sein, einen größeren Teil dieses Potentials auch tatsächlich zu erschließen. Börsen, Banken und andere Dienstleister sind gefordert, die Unternehmen stärker zu unterstützen, für die der Börsengang ein richtiger strategischer Schritt wäre. Die politischen Entscheidungsträger sollten durch einen Abbau übermäßiger Regulierungen den Gang an die Börse attraktiver machen. Nicht zuletzt kommt es aber auch auf eine transparente und objektive Aufklärung über die Vor- und Nachteile des Börsenganges an. Diese Studie soll dazu einen Beitrag leisten.

2. Einleitung

Effiziente Kapitalmärkte sind ein zentrales Kennzeichen entwickelter Volkswirtschaften. Zahlreiche Studien belegen die Bedeutung einer reibungslosen Versorgung der Unternehmen mit Finanzierungsmitteln für Wachstum und Entwicklung. Obwohl sich die heute in vielfältigen Formen und Zwischenformen verfügbaren Fremd- und Eigenkapitalinstrumente in der Unternehmensfinanzierung wirkungsvoll ergänzen, kommt dem Börsengang und der damit verbundenen Emission von Aktien eine besondere Rolle im Spektrum der Finanzierungsalternativen zu.

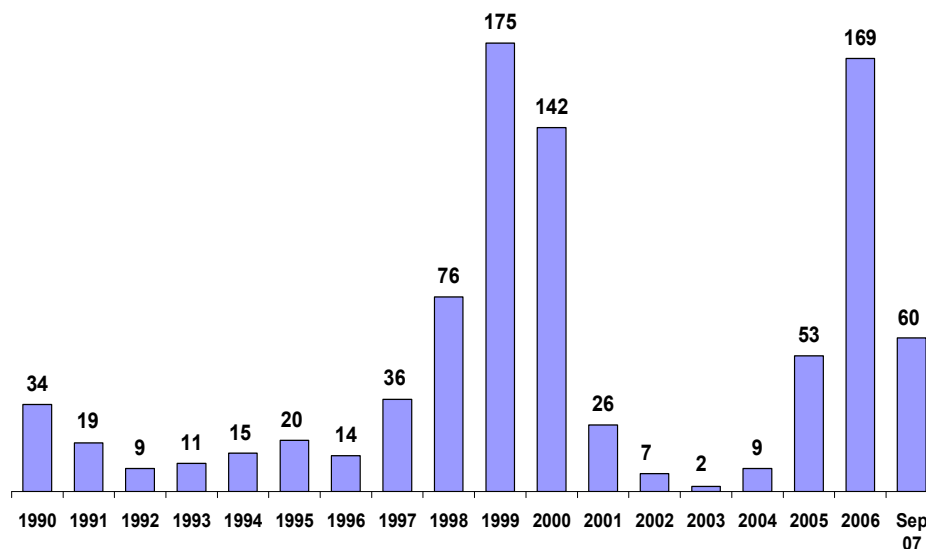
Als „Königsdisziplin“ der Eigenkapitalaufnahme ist der Börsengang nicht nur mit hohen Anforderungen an die Unternehmen verbunden, sondern bietet auch besondere Chancen. Er ermöglicht einen extern finanzierten Wachstumsschub und verbessert dauerhaft die finanzielle Unabhängigkeit der Unternehmen. Auch erhöht der Börsengang den Bekanntheitsgrad, der gewinnbringend gegenüber den Vertragspartnern eingesetzt werden kann. Daneben bietet der Börsengang eine flexible Möglichkeit des Eigentümerwechsels zur Lösung von Nachfolgeproblemen, für den Exit einer Venture-Capital- oder Private-Equity-Gesellschaft oder dem Spin Off von Konzernteilen.²

Die Zahl der Börsengänge und die Höhe der Emissionsvolumina gelten als wichtige Gradmesser für die Kapitalmarktorientierung eines Landes. Deutschland hatte diesbezüglich lange Nachholbedarf. Allerdings hat der Aktienmarkt auch hierzulande deutlich an Bedeutung gewonnen. Dies zeigt sich nicht zuletzt an der steigenden Zahl von Börsengängen deutscher Aktiengesellschaften. Mitte der 1990er Jahre war ein deutlicher Anstieg der Emissionstätigkeit zu verzeichnen. Das Platzen der „New-Economy“-Blase sorgte allerdings rasch für Ernüchterung und eine spür-

2 Siehe Deutsches Aktieninstitut (Hrsg.): Erfahrungen von Neuemittenten am deutschen Aktienmarkt 2005 und 2006. Ergebnisse einer Umfrage, Studie Nr. 36, Frankfurt a.M. Juli 2007, (künftig zitiert als „Erfahrungen“).

bare Abkühlung des Börsenklimas, so dass im Zeitraum zwischen 2001 und 2004 die Emissionstätigkeit fast zum Erliegen kam. Seit dem Jahr 2005 scheint sich der Trend am Primärmarkt wieder umzukehren.

Abb. 1: Anzahl der Börsengänge deutscher Aktiengesellschaften³



Mit der Verschiebung der Koordinaten des deutschen Finanzsystems hin zu einer stärkeren Kapitalmarktorientierung hat sich auch das Finanzierungsumfeld des deutschen Mittelstands verändert. Zwar greift dieser immer noch weitgehend auf die altbewährten Instrumente der Außenfinanzierung, insbesondere den Bankkredit, zurück. Allerdings war gerade in der jüngsten Vergangenheit der Bankkredit hinsichtlich seiner Verfügbarkeit mit zunehmenden Unwägbarkeiten verbunden. Mittlerweile hat sich die angespannte Lage am Kreditmarkt für mittelständische Unternehmen jedoch gebessert.⁴

3 Quelle: DAI Factbook und Deutsche Börse AG.

4 Siehe dazu KfW Bankengruppe (Hrsg.): Unternehmensbefragung 2007. Unternehmensfinanzierung im Aufwind – erstmals profitieren auch kleine Unternehmen, Frankfurt a.M. 2007.

Vor diesem Hintergrund ist mittelständischen Unternehmen anzuraten, ihre Finanzierungsbasis auf eine breitere Basis zu stellen, um Abhängigkeiten von einzelnen Finanzierungsinstrumenten zu verringern und mögliche erneute Engpässe auf dem Kreditmarkt besser verkraften zu können. Zu den Alternativen des Bankkredits zählt u.a. der Börsengang als Instrument der Eigenkapitalbeschaffung.

Trotz der vielfältigen Vorteile scheint das Thema Börsengang allerdings immer noch auf deutliche Skepsis bis Ablehnung zu stoßen. Doch wie hoch ist das Interesse (oder Desinteresse) im deutschen Mittelstand am Börsengang tatsächlich? Welche Gründe sprechen für den Börsengang, welche dagegen? Wie kann der Börsengang in das Spektrum anderer „typisch“ mittelständischer Finanzierungsinstrumente eingeordnet werden?

Ziel der vorliegenden Studie ist es, Antworten auf diese Fragen zu finden. Kapitel 3 erläutert dazu zunächst die Methodik der Befragung. Die Kapitalmarkt- bzw. Börsenorientierung der Umfrageteilnehmer ist Gegenstand des Kapitels 4. Neben den Gründen, die aus Sicht der befragten Unternehmen für oder gegen einen Börsengang sprechen, werden darin die Eigenschaften der Gesellschaften, die einem „Going Public“ grundsätzlich aufgeschlossen gegenüberstehen, identifiziert. Kapitel 5 ordnet den Börsengang in das Spektrum weiterer Finanzierungsmöglichkeiten ein.

Die Untersuchung knüpft methodisch und inhaltlich an eine Studie des Deutschen Aktieninstituts aus dem Jahr 2003 an, in der die Kapitalmarkt- und Börsenorientierung deutscher nicht börsennotierter Gesellschaften erstmals systematisch erfasst wurde.⁵

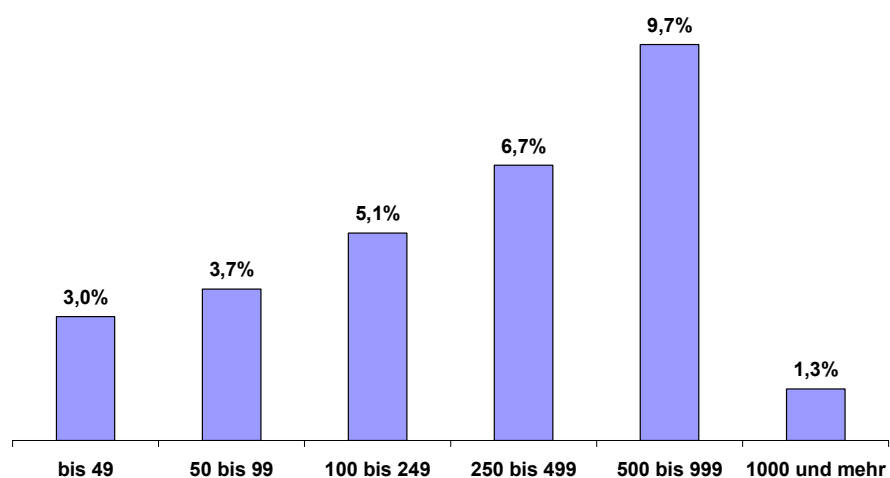
5 Siehe Deutsches Aktieninstitut (Hrsg.): Kapitalmarkt und Mittelstand. Ergebnisse einer Umfrage bei nicht-börsennotierten Unternehmen in Deutschland, Studie Nr. 24, Frankfurt a.M. Oktober 2003, (künftig zitiert als „Mittelstand“).

3. Methodik der Untersuchung

Im Mai 2007 wurden bundesweit 6.738 Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe⁶ mit einem Umsatz von mehr als fünf Millionen Euro und mit mehr als 20 Mitarbeitern angeschrieben. Dabei wurden lediglich wirtschaftlich unabhängige Unternehmen in der Stichprobe berücksichtigt und dementsprechend Konzerntöchter ausgeschlossen.

Von den befragten Unternehmen haben 337 geantwortet, was einer Rücklaufquote von fünf Prozent entspricht. Differenziert man die Unternehmen hinsichtlich ihrer Mitarbeiterzahl und ihrem Umsatz, so ergeben sich z.T. höhere Rücklaufquoten.

Abb. 2: Rücklaufquoten in Abhängigkeit von der Mitarbeiterzahl

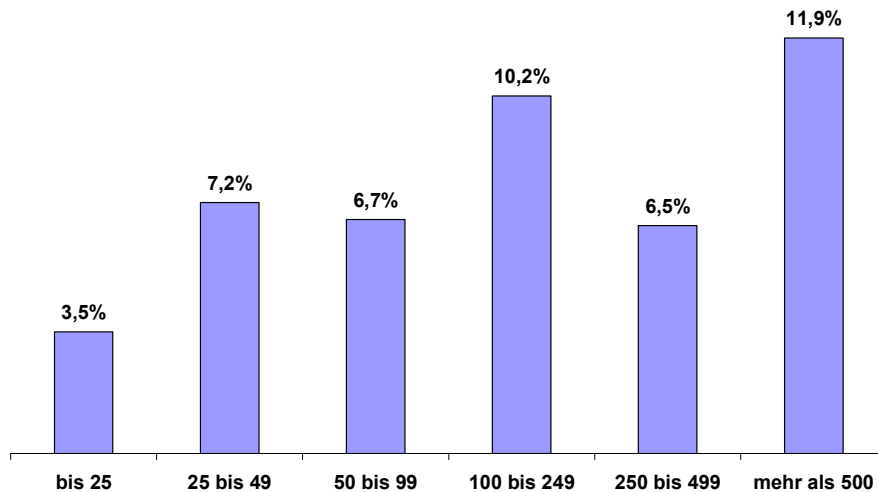


Die Rücklaufquote steigt kontinuierlich mit der Größe der Gesellschaften an und erreicht bei Unternehmen mit 500 bis 999 Mitarbeitern mit fast

6 Die Selektion der Unternehmen erfolgte auf Basis der Hoppenstedt-Firmendatenbank. Die darin enthaltene Zuordnung der Unternehmen zum verarbeitenden Gewerbe folgt der internationalen Klassifikation der Wirtschaftszweige des Statistischen Bundesamtes (sog. NACE-Branchencode).

10 Prozent den höchsten Wert. Bei Gesellschaften zwischen 250 und 499 Mitarbeitern ergibt sich eine Rücklaufquote von 6,7 Prozent.

Abb. 3: Rücklaufquoten in Abhängigkeit vom Umsatz in Millionen Euro



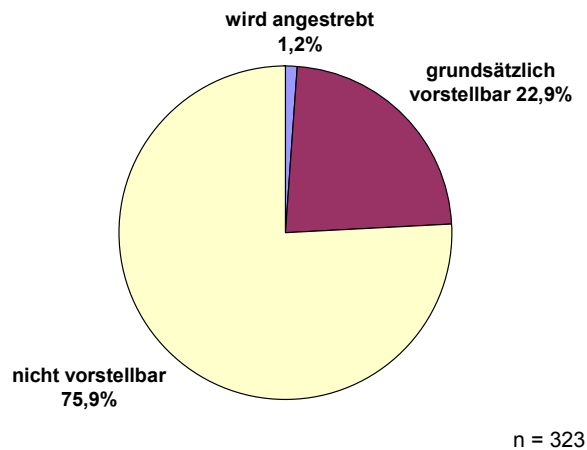
Ein ähnliches Bild liefert die Differenzierung nach Umsatzklassen. Rücklaufquoten von 7,2 bzw. 6,7 Prozent werden bei Unternehmen erzielt, die über einen Umsatz zwischen 25 und 99 Millionen Euro verfügen. Über zehn Prozent Rücklaufquote lässt sich bei Unternehmen mit einem Umsatz von 100 bis 249 konstatieren. Da insgesamt die Rücklaufquote bei kleineren Gesellschaften etwas geringer ist, ist zumindest bei diesen etwas Vorsicht im Hinblick auf die Repräsentativität der Studienergebnisse angebracht.

Zudem sollte beachtet werden, dass nicht alle Umfrageteilnehmer zu jeder Frage Angaben machten. Die nachfolgend dargestellten Ergebnisse beziehen sich daher immer nur auf die Unternehmen, die die jeweilige Frage beantwortet haben. Im Anhang finden sich die Dokumentation des Fragebogens sowie die ausgewählten Ergebnisse in tabellarischer Darstellung.

4. Der Börsengang: Kapitalmarktorientierung der Unternehmen

Ziel der vorliegenden Studie ist die Analyse der Kapitalmarktorientierung der befragten Unternehmen. Der Begriff „Kapitalmarkt“ wird hier enger gefasst und auf den „Aktienmarkt“ beschränkt. Dementsprechend gelten für die Zwecke dieser Untersuchung Gesellschaften als kapitalmarktorientiert, wenn sie einen Börsengang anstreben oder wenn sie sich einen Börsengang grundsätzlich vorstellen können (Frage II.2.).

Abb. 4: Einstellung der Unternehmen zum Börsengang



Rund ein Viertel der antwortenden Unternehmen können demnach als kapitalmarktorientiert bezeichnet werden (78 Unternehmen). Im Einzelnen streben davon 1,2 Prozent (4 Unternehmen) einen Börsengang an, während 22,9 Prozent (74 Unternehmen) sich einen Börsengang grundsätzlich vorstellen können. Rechnet man dies auf die Gesamtzahl der 6.738 befragten Unternehmen hoch, so kommt man auf eine Zahl von schätzungsweise rund 1.600 kapitalmarktorientierten Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe. Für 75,9 Prozent (245 Unternehmen) war der Börsengang hingegen nicht vorstellbar.

Im Vergleich zur Vorgängerstudie aus dem Jahr 2003 hat sich damit der Anteil kapitalmarktorientierter Unternehmen erhöht. Damals konnten 18,5 Prozent der antwortenden Unternehmen als kapitalmarktorientiert eingestuft werden.⁷ Der um gut sechs Prozentpunkte gestiegene Anteil kapitalmarktorientierter Unternehmen dürfte daher nicht zuletzt auf die seit dem Jahr 2003 anhaltende positive Kursentwicklung an den Aktienmärkten und die damit im Zusammenhang stehende große Zahl erfolgreich verlaufener Emissionen zurückzuführen sein.

4.1 Motivation zum Börsengang

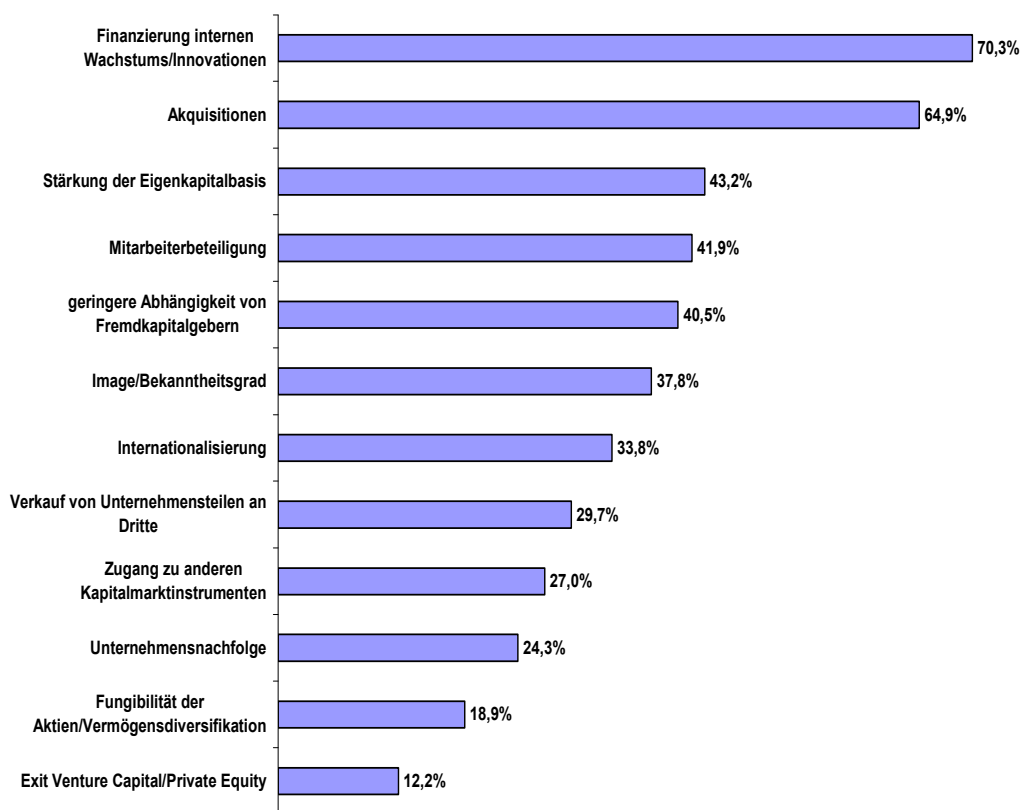
Die Motive der kapitalmarktorientierten Unternehmen, die einen Börsengang anstreben oder ihn grundsätzlich als vorstellbar bezeichnen, sind facettenreich (Frage II.3. – Mehrfachnennungen möglich).

Mit 70,3 Prozent steht die Wachstums- und Innovationsfinanzierung an erster Stelle, gefolgt von der Absicht, Akquisitionen zu finanzieren (64,9 Prozent). Letzteres zeigt, dass das externe Unternehmenswachstum auch für mittelständisch geprägte Gesellschaften eine wichtige Rolle spielt. Beide Gründe dominierten auch in den früheren Umfragen die Antworten der Gesellschaften.⁸

7 Siehe Deutsches Aktieninstitut (Hrsg.): Mittelstand, a.a.O., S. 18. Allerdings lassen sich die Ergebnisse wegen der abweichenden Definition von „Kapitalmarktorientierung“ und aufgrund unterschiedlicher Auswahlkriterien der Stichprobe nur bedingt vergleichen. Gleichwohl sind in die vorliegende Umfrage deutlich mehr kleinere Unternehmen eingeschlossen worden, so dass man eher einen Rückgang der Kapitalmarktorientierung hätte erwarten können.

8 Siehe Deutsches Aktieninstitut (Hrsg.): Erfahrungen, a.a.O., S. 18 und Deutsches Aktieninstitut (Hrsg.): Mittelstand, a.a.O., S. 33.

Abb. 5: Motive des Börsengangs



An dritter Stelle folgt mit 43,2 Prozent das Motiv der Stärkung der Eigenkapitalquote.⁹ Die Verbesserung der Eigenkapitalquote hat vor allem für diejenigen Unternehmen eine hohe Priorität, die noch nicht über eine gute Kapitalausstattung verfügen. So ist es wenig verwunderlich, dass 91,7 Prozent der kapitalmarktorientierten Unternehmen mit einer Eigenkapitalquote von weniger als 20 Prozent dieses Motiv angeben. Bei den Unternehmen mit einer Eigenkapitalquote von 20 bis 30 Prozent sind es immerhin noch 68,8 Prozent, während es bei den Unternehmen mit einer

9 Die Motive „Stärkung der Eigenkapitalquote“ und „Wachstumsfinanzierung“ sind nicht scharf voneinander zu trennen. So kann bspw. Eigenkapital auch zur Finanzierung von Akquisitionen herangezogen werden. Um hier Missverständnisse zu vermeiden, wurde im Fragebogen das Motiv „Stärkung der Eigenkapitalbasis“ um den Zusatz „bspw. zur Verbesserung des Ratings“ ergänzt. Dass eher gering kapitalisierte Unternehmen diese Antwortmöglichkeit angekreuzt haben, ist ein deutlicher Hinweis darauf, dass der Großteil der Unternehmen die Frage richtig gedeutet hat.

Kapitalausstattung von mehr als 30 Prozent nur noch 11,6 Prozent sind (siehe auch Kapitel 4.3).

Fast 41,9 Prozent der kapitalmarktorientierten Umfrageteilnehmer wollen mit dem Börsengang Mitarbeiterbeteiligungsprogramme auflegen, was zeigt, dass die Aktie auch als Entlohnungs- und Motivationsinstrument aus Sicht der Befragten einen hohen Stellenwert genießt.

40,5 Prozent der Unternehmen möchten den Börsengang dazu nutzen, eventuell bestehende Abhängigkeiten von Fremdkapitalgebern zu verringern. Vermutlich ist dieser Aspekt eine Reaktion auf das veränderte Risikoverhalten der Hausbanken, die in der Vergangenheit aus unterschiedlichen Gründen dazu übergegangen sind, ihre Darlehensvergabe an mittelständische Gesellschaften neu auszurichten. Viele Unternehmen erkennen demnach den Börsengang als Option, die Finanzierungsquellen stärker zu diversifizieren.

Auf weniger als 40 Prozent der Nennungen kommen schließlich die weiteren Motive, angeführt vom Wunsch nach der Steigerung des Images oder des Bekanntheitsgrads (37,8 Prozent). Die Regelung der Unternehmensnachfolge, für viele mittelständisch geprägte Unternehmer ein akutes Problem, erwägen hingegen nur 24,3 Prozent der Umfrageteilnehmer durch einen Börsengang zu lösen.

Die Rangfolge der Motive der hier befragten Gesellschaften gleicht damit im Großen und Ganzen der Antwortstruktur der Vorgängerstudie aus dem Jahr 2003 und der Motivlage der Neuemittenten der vergangenen beiden Jahre.¹⁰ Es fällt jedoch auf, dass Letztere stärker zwischen den einzelnen Motiven differenzieren. So werden beispielsweise die Motive „Wachstumsfinanzierung“ (90 Prozent der Nennungen) und „Stärkung von Image/Bekanntheitsgrad“ (knapp 60 Prozent) deutlich stärker betont,

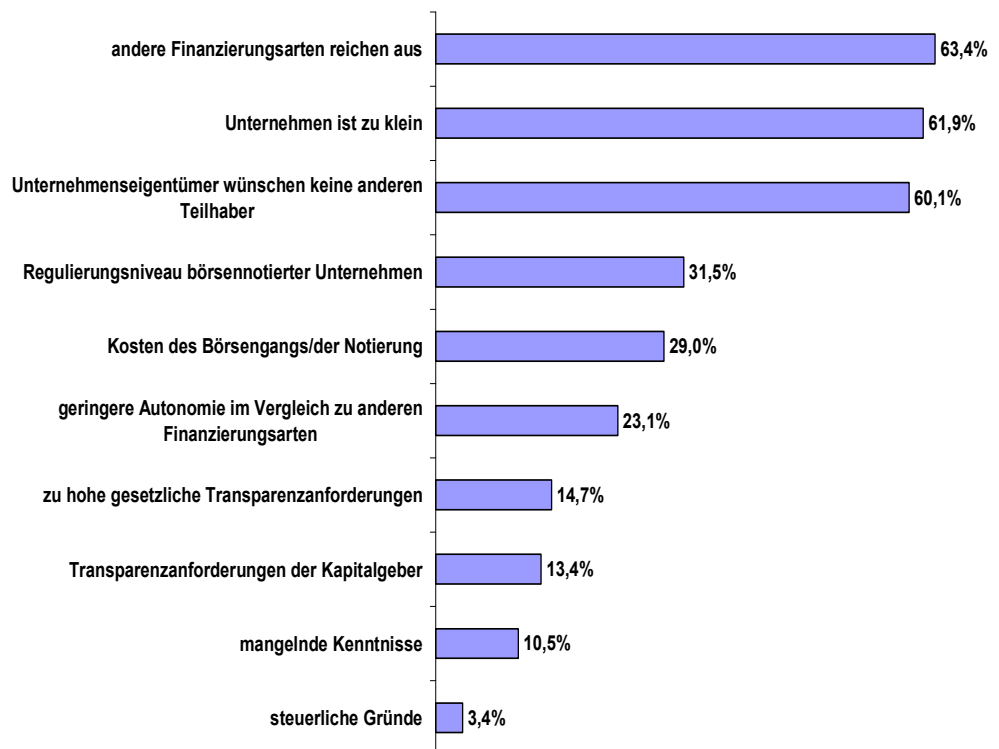
10 Siehe Deutsches Aktieninstitut (Hrsg.): Erfahrungen, a.a.O., S. 18 und Deutsches Aktieninstitut (Hrsg.): Mittelstand, a.a.O., S. 33.

während andere Motivationen als merklich weniger bedeutsam eingestuft wurden (so z.B. die Lösung der Nachfolgeproblematik mit lediglich 8 Prozent). Während sich in den Urteilen der Neuemittenten schon die tatsächliche Erfahrung mit dem Börsengang widerspiegelt, sind bei einigen Unternehmen aus der vorliegenden Stichprobe noch etwas weniger konkrete Vorstellungen über die Chancen anzutreffen, die mit einem Börsengang verbunden sind.

4.2 Gründe gegen den Börsengang

Vielschichtig sind auch die Gründe derjenigen Unternehmen, die einen Börsengang als Finanzierungsalternative ausschließen (Frage II.6. – Mehrfachnennungen möglich).

Abb. 6: Gründe gegen einen Börsengang



Am häufigsten wird die Einschätzung geäußert, andere Finanzierungsinstrumente würden ausreichen (63,4 Prozent). Zu dieser Aussage passt,

dass die Gruppe der nicht kapitalmarktorientierten Umfrageteilnehmer auch zukünftig nicht beabsichtigt, ihr Finanzierungsverhalten gravierend zu verändern, eher sogar von einer abnehmenden Nutzungsintensität kapitalmarktorientierter Instrumente ausgeht (siehe Kapitel 5.1 und 5.2).

An zweiter Stelle der Gründe gegen einen Börsengang steht die Annahme, das Unternehmen sei für einen Börsengang zu klein (61,8 Prozent). Erwartungsgemäß wird dieses Argument deutlich stärker von den kleineren Gesellschaften vorgebracht. So geben gut 75 Prozent der nicht kapitalmarktorientierten Gesellschaften mit einem Umsatz bis 49 Millionen Euro an, zu klein für einen Börsengang zu sein. In der Umsatzgrößenklasse ab 50 Millionen Euro sind es dagegen nur noch rund 28 Prozent.¹¹

Allerdings ist diese Befürchtung bei näherem Hinsehen relativ unbegründet, denn die Börsenreife beruht letztendlich auf einem Zusammenspiel unterschiedlicher Faktoren, von denen die Größe der Gesellschaft lediglich einer von vielen ist. Auch kleineren Emittenten steht damit der Börsengang grundsätzlich offen und wurde durch die Einrichtung privatrechtlich organisierter Börsensegmente im Freiverkehr, wie dem Entry Standard, in den letzten Jahren deutlich erleichtert. So haben z.B. fast zwei Drittel der Umfrageteilnehmer der jüngsten Neuemittentenbefragung des Deutschen Aktieninstituts ebenfalls einen Umsatz von weniger als 50 Millionen Euro.¹²

Als weiterer wichtiger Grund gegen den Börsengang wird der Wunsch genannt, keine weiteren Teilhaber aufnehmen zu wollen (60,1 Prozent). Hinter diesem Anliegen verbirgt sich vermutlich eine ganze Palette an Motiven. Ein wesentlicher Aspekt dürfte die Traditionspflege sein, d.h.

11 In Bezug auf die Mitarbeiterzahl scheint die Grenze für die „Börsenreife“ bei etwa 250 Mitarbeitern gesehen zu werden. Unterhalb dieser Grenze geben fast 78 Prozent an, zu klein für einen Börsengang zu sein. Oberhalb von 250 Mitarbeitern fällt dieser Wert auf nur noch 30 Prozent.

12 Siehe Deutsches Aktieninstitut (Hrsg.): Erfahrungen, a.a.O., S. 57.

der Wunsch, das Unternehmen auch weiterhin im Familienbesitz zu führen. Auch die Befürchtung, durch den Börsengang nicht mehr Herr über die Entscheidungen im eigenen Unternehmen zu sein, könnte sich dahinter verbergen. So sind 23,1 Prozent der Gesellschaften der Meinung, dass sich mit dem Börsengang im Vergleich zu anderen Finanzierungsinstrumenten ihre wirtschaftliche Autonomie verringere. Ob sich dies im Einzelfall bewahrheitet, hängt von der Verteilung der Stimmrechte nach dem Börsengang ab. Darüber hinaus lässt sich die Vermutung eines drohenden Autonomieverlustes empirisch nicht bestätigen. Ganz im Gegenteil berichteten fast drei Viertel der Neuemittenten der Jahre 2005 und 2006 von einer Zunahme des unternehmerischen Handlungsspielraums.¹³

Mit rund 30 Prozent werden auch die gesetzlichen Anforderungen und die Kosten des Börsengangs als Gründe gegen ein „Going Public“ genannt. Beides ist schwierig voneinander zu trennen, da die Erfüllung rechtlicher Auflagen nicht unerhebliche Kosten verursachen kann. Interessanterweise ergibt sich hier keine signifikante Häufung bei den kleineren Unternehmen, sondern Gesellschaften aller Größenklassen sehen das Regulierungsniveau und die Kosten des Börsengangs gleichermaßen als Hinderungsgründe für einen Börsengang an.

Die Transparenzanforderungen der Kapitalgeber werden nur von 13,4 Prozent der Gesellschaften als Hindernis für den Börsengang betrachtet. Dies ist überraschend, gilt doch die Bereitschaft, Informationen preiszugeben, im Mittelstand als eher gering.¹⁴ Zumindest bei den Umfrageteilnehmern ist eine solche Haltung nur eingeschränkt anzutreffen. Mangelnde Kenntnisse werden lediglich von 10,5 Prozent der Gesellschaften als Argument gegen den Börsengang genannt. Selbst Unter-

13 Siehe Deutsches Aktieninstitut (Hrsg.): Erfahrungen, a.a.O., S. 20.

14 Siehe dazu bspw. Engel/Kohlberger/Pfaffenholz/Plattner, in: KfW, Creditreform, IfM, RWI, ZEW (Hrsg.), Konjunkturaufschwung bei anhaltendem Problemdruck - Mittelstandsmonitor 2006 - Jährlicher Bericht zu Konjunktur- und Strukturfragen kleiner und mittlerer Unternehmen, 2006, S. 145f.

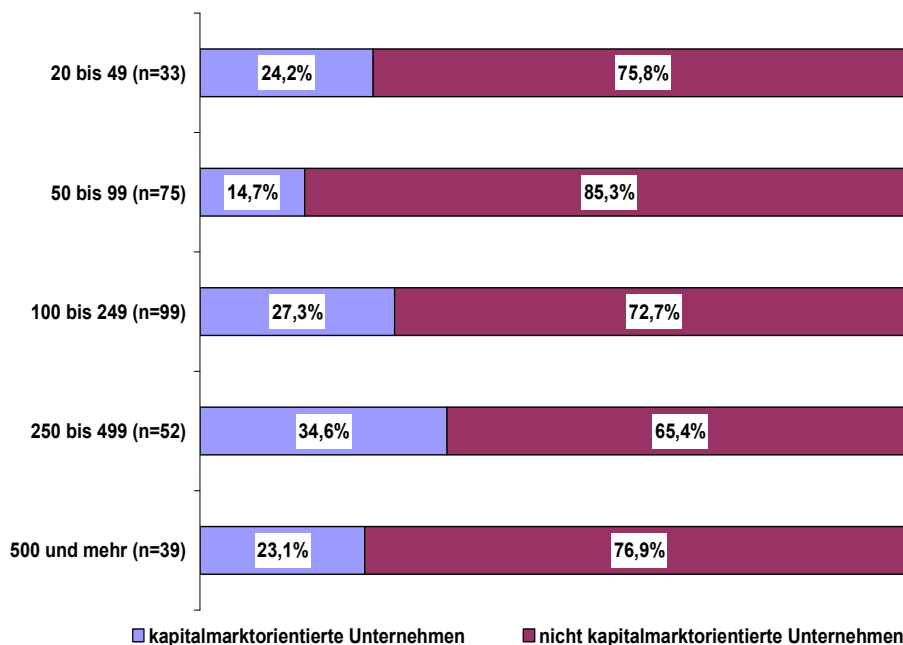
nehmen, die an einem Börsengang bislang kein Interesse haben, scheinen demnach relativ gut mit den Gegebenheiten des Aktienmarktes vertraut zu sein oder meinen zumindest zu wissen, wie sich entsprechende Informationen beschaffen lassen (siehe Kapitel 4.4).

4.3 Eigenschaften kapitalmarktorientierter Unternehmen

Ein weiteres Ziel dieser Untersuchung ist es, die Charakteristika kapitalmarktorientierter Unternehmen hinsichtlich ihrer Größe (gemessen an der Mitarbeiterzahl und dem Umsatz), der Eigenkapitalquote, der Rechtsform und der regionalen Herkunft zu identifizieren.

Die häufig vorgebrachte These, dass größere Unternehmen stärker kapitalmarktorientiert sind, konnte in dieser Untersuchung nicht bestätigt werden. Eine positive Korrelation zwischen der Kapitalmarktorientierung und der Mitarbeiterzahl der Unternehmen ist nicht erkennbar.

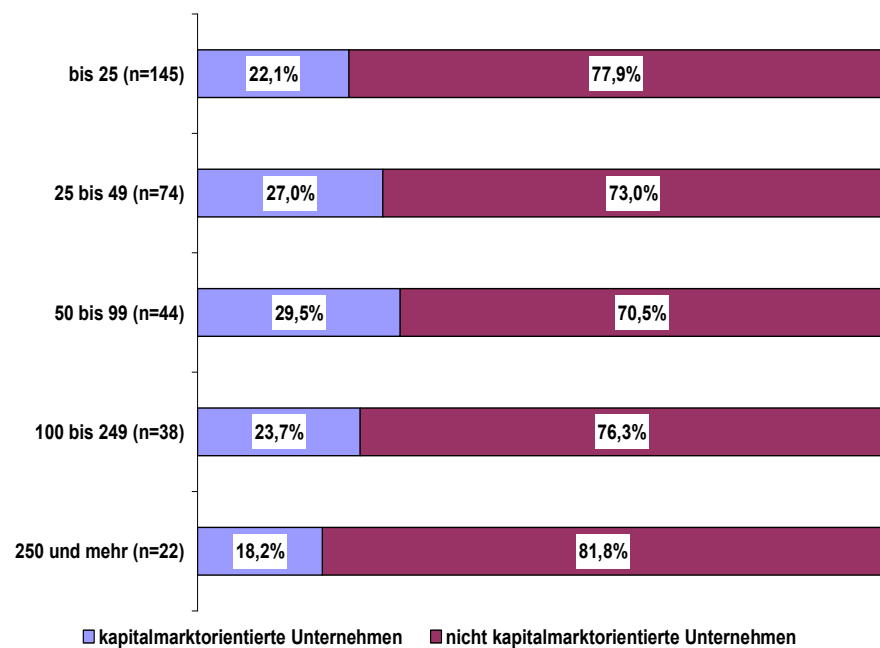
Abb. 7: Kapitalmarktorientierung nach Mitarbeiterzahl



Am stärksten ausgeprägt ist die Kapitalmarktorientierung bei Unternehmen mit einer Mitarbeiterzahl zwischen 250 und 499. Auch kleinere Un-

ternehmen mit einer Belegschaft von weniger als 49 Mitarbeitern sind vergleichsweise stark kapitalmarktorientiert.¹⁵ Dies ist gerade vor dem Hintergrund überraschend, dass gerade kleine nicht kapitalmarktorientierte Unternehmen eine unzureichende Größe als ein wichtiges Hindernis für den Börsengang nennen (siehe Kapitel 4.2). Ein etwas anderes Bild ergibt sich hingegen bei der Differenzierung nach Umsatzklassen.

Abb. 8: Kapitalmarktorientierung nach Umsatz in Millionen Euro



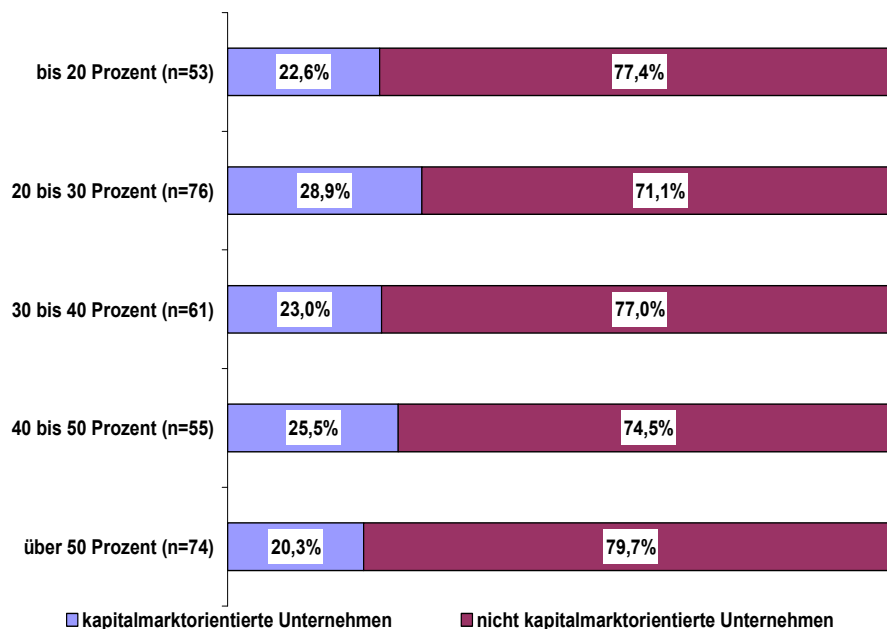
Der Anteil kapitalmarktorientierter Unternehmen steigt mit zunehmendem Umsatz an und erreicht mit 29,5 Prozent der Unternehmen in der Umsatzklasse zwischen 50 bis 99 Millionen Euro den Höchstwert, um dann wieder abzufallen. Interessanterweise ist die Kapitalmarktorientierung von Unternehmen der Umsatzklasse von 25 bis 49 Millionen Euro mit 27 Prozent überdurchschnittlich ausgeprägt. Ähnlich wie bei der Höhe der Mitarbeiterzahl ist damit auch ein relativ geringer Umsatz zumin-

15 Allerdings ist die Rücklaufquote von Unternehmen dieser Größenklasse vergleichsweise gering, so dass diese Schlussfolgerungen hinsichtlich ihrer Repräsentativität mit einer gewissen Skepsis betrachtet werden müssen.

dest für diesen Teil der antwortenden Gesellschaften kein Grund, den Börsengang als Finanzierungsquelle definitiv auszuschließen.

Auch die Höhe der Eigenkapitalquote scheint für sich allein genommen wenig Einfluss auf die Neigung zu einem Börsengang zu haben. So variiert der Anteil kapitalmarktorientierter Unternehmen fast überhaupt nicht in Abhängigkeit von ihrer Eigenkapitalquote.

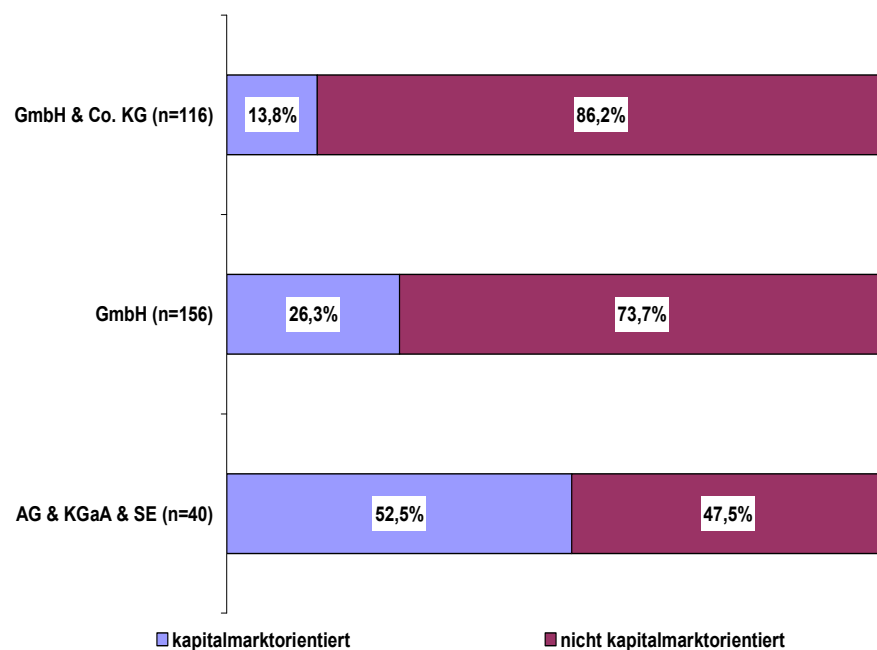
Abb. 9: Kapitalmarktorientierung nach Eigenkapitalquote



In der Klasse der Gesellschaften mit einer Eigenkapitalquote von bis zu 20 Prozent ist der Anteil kapitalmarktorientierter Unternehmen mit 22,6 Prozent sogar unterdurchschnittlich. Der größte Anteil kapitalmarktorientierter Unternehmen findet sich mit 28,9 Prozent in der Klasse der Gesellschaften mit einer Eigenkapitalquote zwischen 20 und 30 Prozent. Aber auch jenseits der 30 Prozent-Grenze sind noch deutlich über 20 Prozent der Unternehmen kapitalmarktorientiert. Da tendenziell eher geringer kapitalisierte Unternehmen wegen der Hoffnung auf eine Stärkung der Eigenkapitalposition an die Börse streben, liegt es nahe, bei den gut kapitalisierten Unternehmen mit einer Eigenkapitalquote von mehr

als 30 Prozent andere Motive zu vermuten. Die drei wichtigsten Gründe sind hier die Finanzierung von Akquisitionen, Finanzierung internen Wachstums sowie die Steigerung des Images/Bekanntheitsgrades. Bei den Unternehmen mit einer Eigenkapitalquote von weniger als 30 Prozent kommen diese Motive hingegen auf Rang drei, eins bzw. acht (zu den einzelnen Motiven für einen Börsengang siehe Kapitel 4.1).

Abb. 10: Kapitalmarktorientierung nach Rechtsform

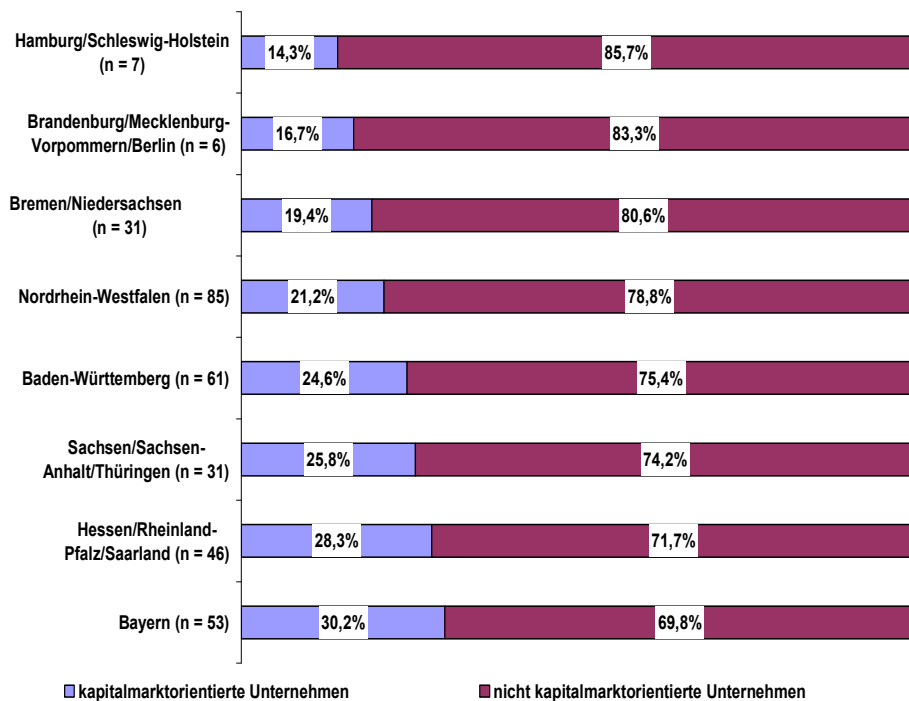


Der Anteil von 52,5 Prozent kapitalmarktorientierter Unternehmen, die bereits jetzt eine börsenfähige Rechtsform aufweisen (AG, KGaA oder SE), ist vergleichsweise hoch. Vermutlich haben diese Unternehmen schon bei der Wahl der Rechtsform die Möglichkeit des Börsengangs in Betracht gezogen. Der zum Teil recht aufwendige Umwandlungsprozess für den Börsengang mag erklären, warum der Anteil der kapitalmarktorientierten Gesellschaften in den Rechtsformen der GmbH mit 26,3 Prozent und der GmbH & Co. KG (13,8 Prozent) sehr deutlich gegenüber der Aktiengesellschaft abfällt. Der Anteil kapitalmarktorientierter Unternehmen in weiteren Rechtsformen, etwa der KG oder der oHG, ist sogar gleich

Null. Allerdings haben auch nur jeweils sehr wenige Unternehmen dieser Rechtsform an der Umfrage teilgenommen.

Die Kapitalmarktorientierung der Unternehmen ist weiterhin stark von dem jeweiligen Firmensitz abhängig. Die Spannweite reicht von 14,3 Prozent (Hamburg/Schleswig Holstein) bis 30,2 Prozent (Bayern) aller antwortenden Unternehmen.

Abb. 11: Kapitalmarktorientierung nach Region



Diese Werte korrespondieren nur teilweise mit der Höhe des Bruttoinlandsprodukts pro Einwohner in den jeweiligen Regionen und erlauben somit nur bedingt den Schluss, einen höheren Anteil kapitalmarktorientierter Unternehmen in strukturstärkeren Teilen Deutschlands vorzufinden.¹⁶ So weist die Region Sachsen/Sachsen-Anhalt/Thüringen im bundesweiten Vergleich das niedrigste Pro-Kopf-BIP auf, liegt aber mit einem Anteil von 25,8 Prozent kapitalmarktorientierter Unternehmen hin-

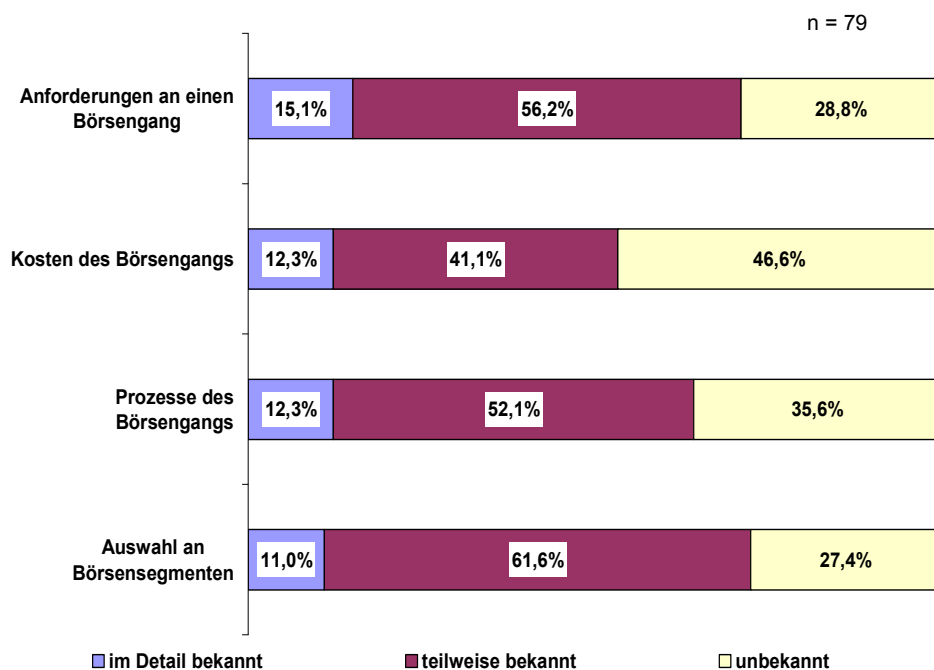
16 Die Zahlen zum BIP beruhen auf Daten der Statistischen Ämter der Länder.

ter Bayern sowie Hessen/Rheinland-Pfalz/Saarland auf Rang drei. Umgekehrt führt die Region Hamburg/Schleswig-Holstein die deutschlandweite Rangliste des Pro-Kopf-BIP an, nimmt aber mit 14,3 Prozent kapitalmarktorientierter Unternehmen den letzten Platz ein.¹⁷

4.4 Informationen über verschiedene Aspekte des Börsengangs

Mangelnde Kenntnisse sind für die nicht kapitalmarktorientierten Unternehmen kein ausschlaggebender Grund, den Börsengang als Finanzierungsalternative auszuschließen (siehe Kapitel 4.2). Dies lässt vermuten, dass sich die kapitalmarktorientierten Unternehmen gut über den Börsengang informiert zeigen. Tatsächlich hat sich ein Großteil von ihnen in vielen Bereichen bereits intensiv mit den Besonderheiten eines „Going Public“ auseinandergesetzt (Frage II.5.).

Abb. 12: Informationen zum Börsengang



17 Allerdings liegen für diese Region insgesamt auch nur sehr wenige Antworten vor, so dass hier große Vorsicht bei der Interpretation angebracht ist.

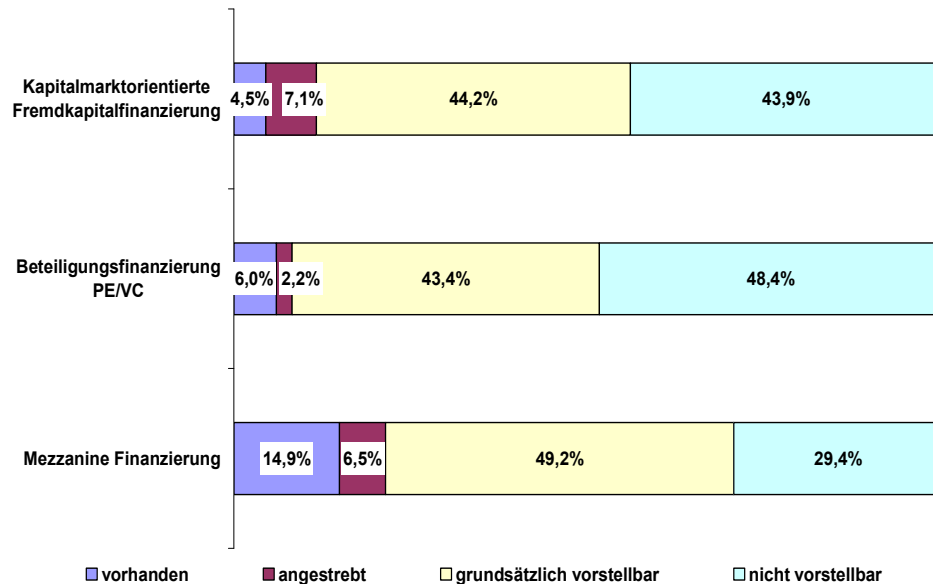
Immerhin gaben über 72 Prozent der Umfrageteilnehmer an, dass ihnen die Auswahl der Börsensegmente entweder im Detail oder zumindest teilweise bekannt ist. Gut 71 Prozent bzw. 64 Prozent waren der Ansicht, über die mit dem Börsengang einhergehenden Anforderungen bzw. über die damit verbundenen Prozesse entweder teilweise oder im Detail informiert zu sein. Eine relativ hohe Unsicherheit herrscht hingegen hinsichtlich der Kosten des Börsengangs, die immerhin 47 Prozent der kapitalmarktorientierten Unternehmen nach eigenen Angaben unbekannt sind.

4.5 Alternativen zur Eigenkapitalbeschaffung über die Börse

Die Auswahl der zum Börsengang alternativen Finanzierungsmöglichkeiten ist in den vergangenen Jahren stark gestiegen. Dazu gehören insbesondere Private Equity bzw. Venture Capital, mezzanine Finanzierungsinstrumente und kapitalmarktorientiertes Fremdkapital, etwa Anleihen. Die Nutzung dieser Instrumente setzt im Regelfall die Erfüllung hoher Transparenzanforderungen der Kapitalgeber voraus und verlangt damit den Unternehmen – ähnlich wie beim Börsengang – ein hohes Maß an Informationsbereitschaft ab.

Die Neigung der befragten Unternehmen, diese alternativen Finanzierungsinstrumente in Anspruch zu nehmen, ist im Vergleich zum Börsengang deutlich höher. Insgesamt ist für 273 Unternehmen und damit für über 80 Prozent der Befragten die Nutzung wenigstens eines der Instrumente grundsätzlich vorstellbar. Die Bereitschaft, die traditionellen Finanzierungsmuster um neue Finanzierungsalternativen zu ergänzen, ist damit offenbar bei einem Großteil der Unternehmen groß.

Abb. 13: Einstellung aller Unternehmen gegenüber Finanzierungsalternativen



Am attraktivsten erscheint dabei der Zugriff auf mezzanine Instrumente, deren Nutzung sich 49,2 Prozent der Unternehmen grundsätzlich vorstellen können, während 21,4 Prozent sie sogar anstreben bzw. schon einsetzen. Etwas weniger attraktiv sind aus Sicht der Befragten die Beteiligungsfinanzierung und kapitalmarktorientierte Fremdfinanzierungen, die lediglich von rund der Hälfte der befragten Unternehmen erwogen oder bereits eingesetzt werden.

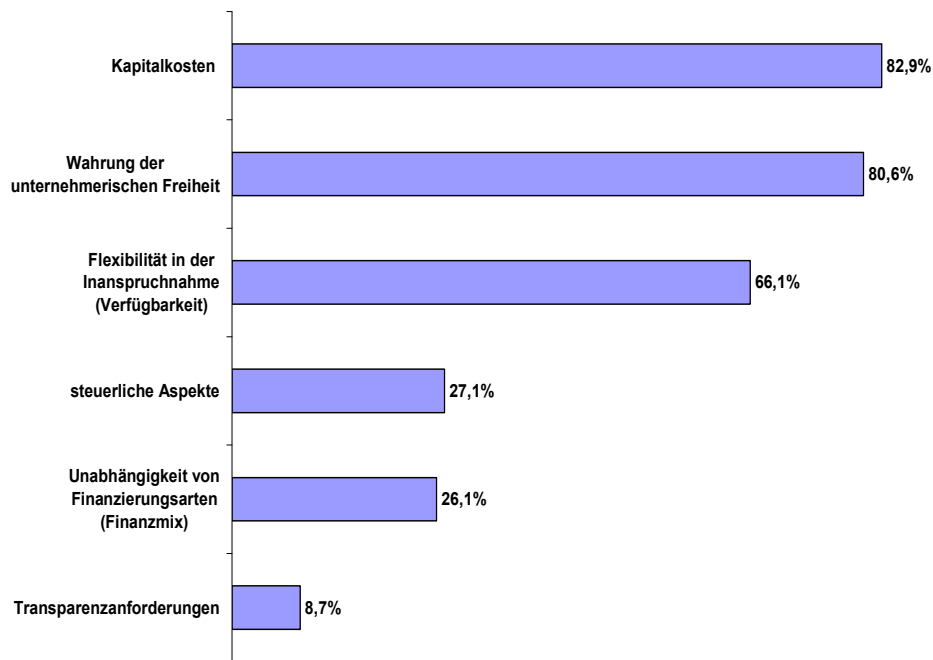
Zudem scheint das gestiegene Interesse an diesen Instrumenten durchaus mit der Neigung zum Börsengang zusammenzuhängen. Unternehmen, die diese alternativen Finanzierungsmöglichkeiten verwenden oder einen Einsatz planen, sind vergleichsweise stark kapitalmarktorientiert. Dies spricht dafür, dass diese Instrumente nicht selten auch als Zwischenschritt oder Vorstufe zum „Going Public“ begriffen werden.

5. Allgemeines Finanzierungsverhalten

5.1 Relative Stabilität der Finanzierungsmuster

Das Spektrum der zum Börsengang alternativen Instrumente beschränkt sich nicht nur auf Beteiligungskapital, mezzanine Finanzierungen und kapitalmarktorientierte Fremdfinanzierungen. Im Rahmen dieser Studie werden daher auch allgemeine Aspekte der Unternehmensfinanzierung erfragt.

Abb. 14: Kriterien zur Wahl der Finanzierung



Als allgemeine Kriterien zur Wahl der Finanzierungsmittel werden am häufigsten die Höhe der Kapitalkosten (82,9 Prozent) sowie die Wahrung der unternehmerischen Freiheit (80,6 Prozent) genannt (Frage I.1. – Mehrfachnennungen möglich). Von mittlerer Bedeutung ist für die Umfrageteilnehmer die Flexibilität der Inanspruchnahme – also die Verfügbarkeit – des Finanzierungsinstruments (66,1 Prozent). Als relativ unbedeutend erweisen sich hingegen steuerliche Aspekte (27,1 Prozent), die Unabhängigkeit von einzelnen Finanzierungsarten (26,1 Prozent) sowie

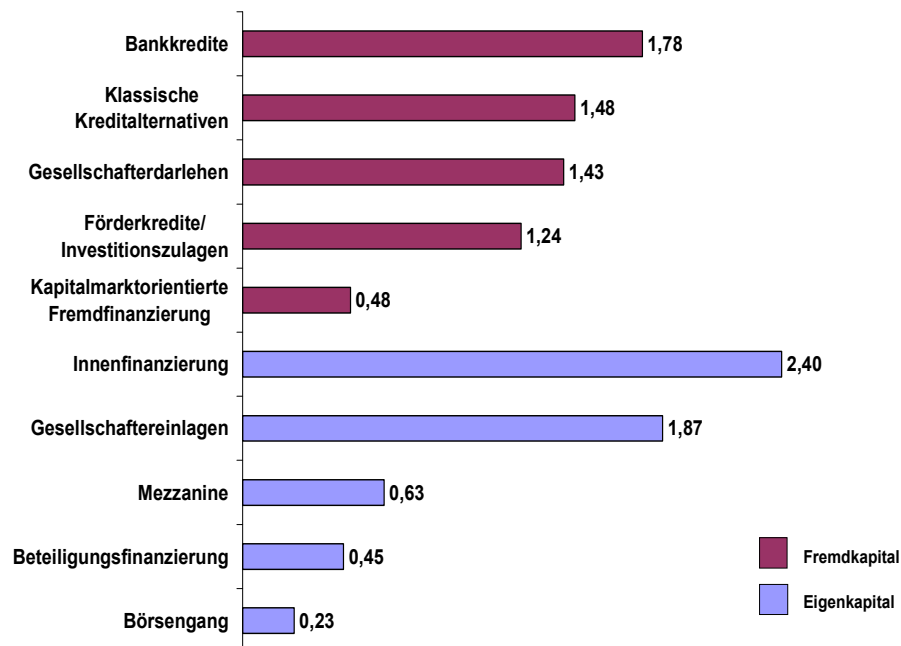
die mit der Finanzierung verbundenen Transparenzanforderungen (8,7 Prozent). Es zeigt sich, dass Offenheit gegenüber potenziellen Kapitalgebern für viele Unternehmen kein großes Hindernis (mehr) darstellt. Das Antwortverhalten verdeutlicht zudem, dass das Streben nach unternehmerischer Freiheit nicht mit dem Wunsch gleichzusetzen ist, über die finanziellen oder strategischen Vorhaben des Unternehmens gegenüber den Investoren möglichst wenig bekannt zu geben.

Die aktuelle Bedeutung der unterschiedlichen Finanzierungsinstrumente für die Unternehmen ist Gegenstand von Frage I.2. Danach kommen der Innenfinanzierung, der Finanzierung über Gesellschaftereinlagen und dem Bankkredit die höchsten Stellenwerte in der Finanzierung der Unternehmen zu. Darauf folgt mit den klassischen Kreditalternativen (Factoring, Leasing und Lieferantenkredite), den Gesellschafterdarlehen sowie Förderkrediten/Investitionszulagen eine Gruppe von Instrumenten aus dem Fremdkapitalbereich. Den anderen Finanzierungsinstrumenten, darunter auch dem Börsengang, wird nur eine geringe Bedeutung attestiert.

Insbesondere Finanzierungsinstrumenten, die zumindest eine teilweise Öffnung hin zu den Kapitalmärkten verlangen, wird im Vergleich zu den klassischen Instrumenten der Mittelstandsfinanzierung ein noch immer geringes Gewicht beigemessen – und zwar trotz eines offensichtlich gestiegenen Interesses an diesen Alternativen (siehe Kapitel 4.5). So bilden mezzanine Finanzierungen, Beteiligungsfinanzierung, Börsengang sowie Instrumente der kapitalmarktorientierten Fremdfinanzierung das Ende der Rangskala. Insgesamt ähnelt die Antwortstruktur damit den Ergebnissen der Vorgängerstudie aus dem Jahr 2003.¹⁸ Die relative Bedeutung einzelner Finanzierungsinstrumente erweist sich also als vergleichsweise konstant.

18 Siehe Deutsches Aktieninstitut (Hrsg.): Mittelstand, a.a.O., S. 41.

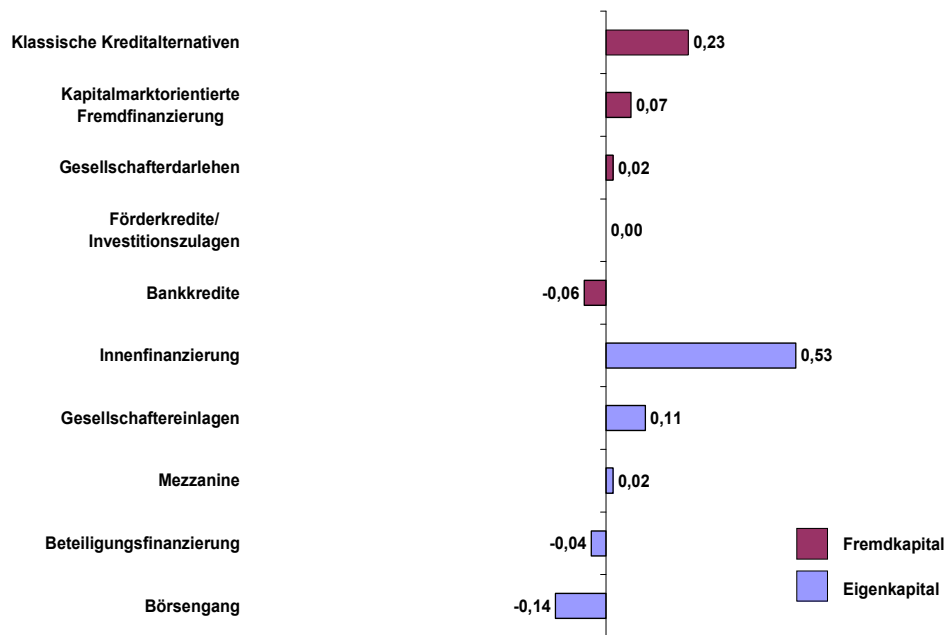
Abb. 15: Aktuelle Bedeutung verschiedener Finanzierungsarten¹⁹



Das Finanzierungsverhalten der Unternehmen dürfte sich im Durchschnitt auch künftig wenig ändern. So erwarten zwischen 50 und 70 Prozent der Befragten, dass es bei ihnen nicht zu einer Veränderung der Bedeutung der einzelnen Finanzierungsinstrumente kommt. Bei den restlichen Unternehmen gehen gleich viele von einer Zunahme der Bedeutung eines Instrumentes wie von einer Abnahme aus. Im Durchschnitt ergibt sich daher für die Mehrheit der Instrumente keine nennenswerte Veränderung. Lediglich für die Innenfinanzierung und die klassischen Kreditalternativen wird eindeutig von einer steigenden Bedeutung ausgegangen.

19 Die Angaben aus der Abbildung ergeben sich aus einer Transformation qualitativer Antwortoptionen in Zahlenwerte mit anschließender Durchschnittsbildung. Dabei galt folgende Umrechnung: sehr hoch (3), hoch (2), niedrig (1), sehr niedrig (0).

Abb. 16: Zukünftiges Finanzierungsverhalten aller Unternehmen²⁰



5.2 Unterschiedliche Erwartungen von kapitalmarktorientierten und nicht kapitalmarktorientierten Unternehmen

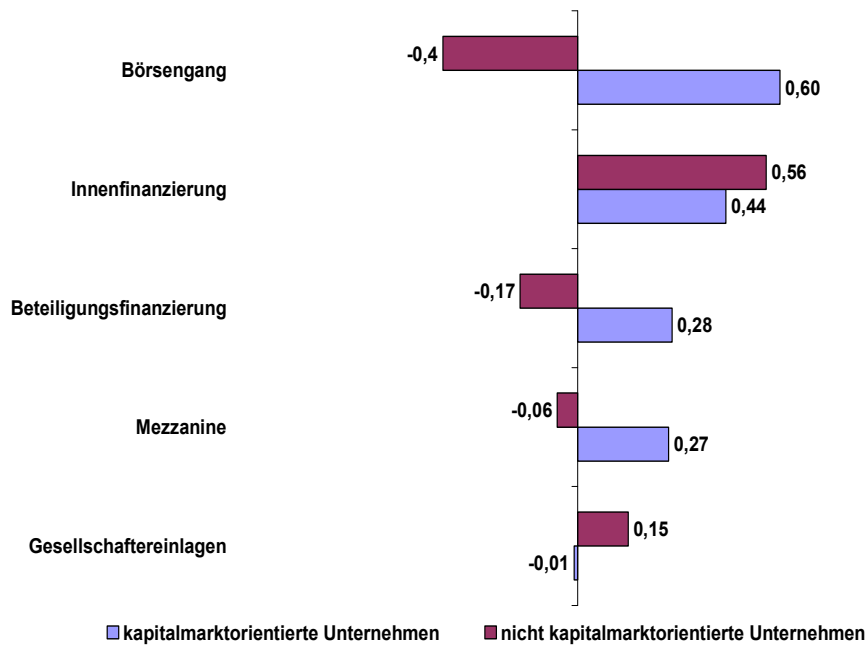
Die heutige Bedeutung der Finanzierungsinstrumente wird von kapitalmarktorientierten und nicht kapitalmarktorientierten Unternehmen ähnlich eingeschätzt. Gravierende Unterschiede ergeben sich allerdings bei der Einschätzung der zukünftigen Bedeutung einzelner Finanzierungsmöglichkeiten.

Bei der Finanzierung über Eigenkapital wird sowohl von kapitalmarktorientierten wie nicht kapitalmarktorientierten Unternehmen nur der Innenfinanzierung ein ähnlich hoher zukünftiger Stellenwert zugeschrieben. Wesentliche Differenzen in den jeweiligen Einschätzungen beginnen bei den Gesellschaftereinlagen und nehmen über das mezzanine Kapital

²⁰ Die Angaben aus der Abbildung ergeben sich aus einer Transformation qualitativer Antwortoptionen in Zahlenwerte mit anschließender Durchschnittsbildung. Dabei galt folgende Umrechnung: stark steigend (+2), steigend (+1), unverändert (0), abnehmend (-1), stark abnehmend (-2).

hin zur Beteiligungsfinanzierung stark zu. Am größten sind naturgemäß die Abweichungen, wenn es um die Beurteilung der zukünftigen Bedeutung des Börsengangs geht.

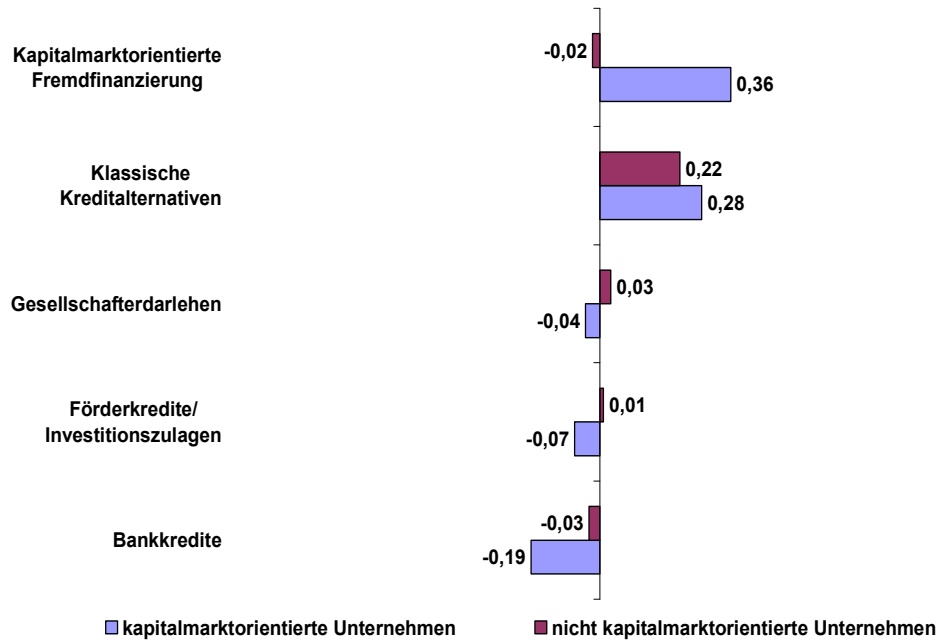
Abb. 17: Zukünftige Nutzung von Eigenkapitalinstrumenten nach Kapitalmarktorientierung²¹



Ähnliche Differenzen zwischen kapitalmarktorientierten und nicht kapitalmarktorientierten Unternehmen zeigen sich auch für die Methoden der kapitalmarktorientierten Fremdfinanzierung. Bei der Einschätzung der zukünftigen Bedeutung der anderen Fremdkapitalinstrumente sind die Unterschiede zwischen beiden Gruppen hingegen nur marginal. Dieses Antwortverhalten stützt damit den Befund aus Kapitel 4.5, wonach kapitalmarktorientierte Unternehmen über den Börsengang hinaus weitere kapitalmarktnahe Finanzierungsinstrumente als vergleichsweise wichtig einstufen.

21 Zur Methodik siehe Fußnote 20.

Abb. 18: Zukünftige Nutzung von Fremdkapitalinstrumenten nach Kapitalmarktorientierung²²



5.3 Vorbereitung der Unternehmen auf den Kapitalmarkt

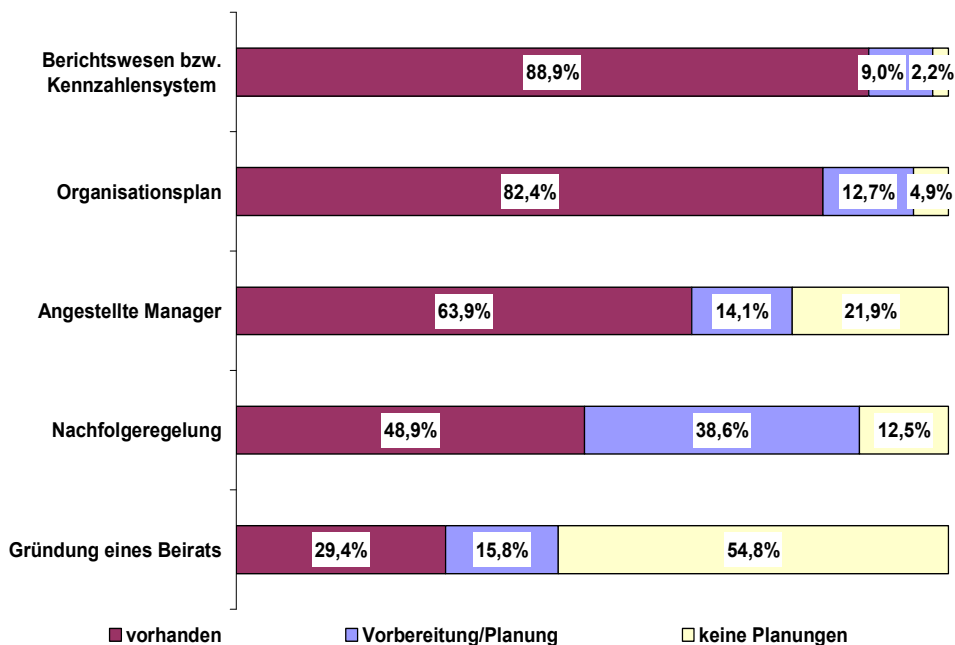
Getrieben durch regulatorische Veränderungen, aber auch durch einen intensivierten Wettbewerb sowohl auf den Güter- als auch den Finanzmärkten haben sich die Anforderungen der Kapitalgeber an die Unternehmen in den vergangenen Jahren spürbar verändert. Den Unternehmen wird heute im Regelfall deutlich mehr an Informationen und betrieblichen Voraussetzungen abverlangt als noch vor wenigen Jahren. Soll der Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle in Anspruch genommen werden, erhöhen sich die Anforderungen noch einmal. Insbesondere die Vorbereitung auf den Börsengang ist oftmals mit deutlichen betriebswirtschaftlich-organisatorischen Anpassungen im Unternehmen verbunden. Nicht umsonst sehen knapp 60 Prozent der vom Deutschen Aktien-

²² Zur Methodik siehe Fußnote 20.

institut befragten Neuemittenten der Jahre 2005 und 2006 in der Professionalisierung der betriebswirtschaftlichen Strukturen einen wichtigen Nebeneffekt des Börsengangs.²³

Im veränderten Finanzierungsumfeld sollten sich daher die Unternehmen besonders gut behaupten können, die eine finanzierungsadäquate Organisationsstruktur nachweisen und investorengerechte Informationen vorlegen können.

Abb. 19: Überblick über finanzierungsrelevante organisatorische Strukturen²⁴



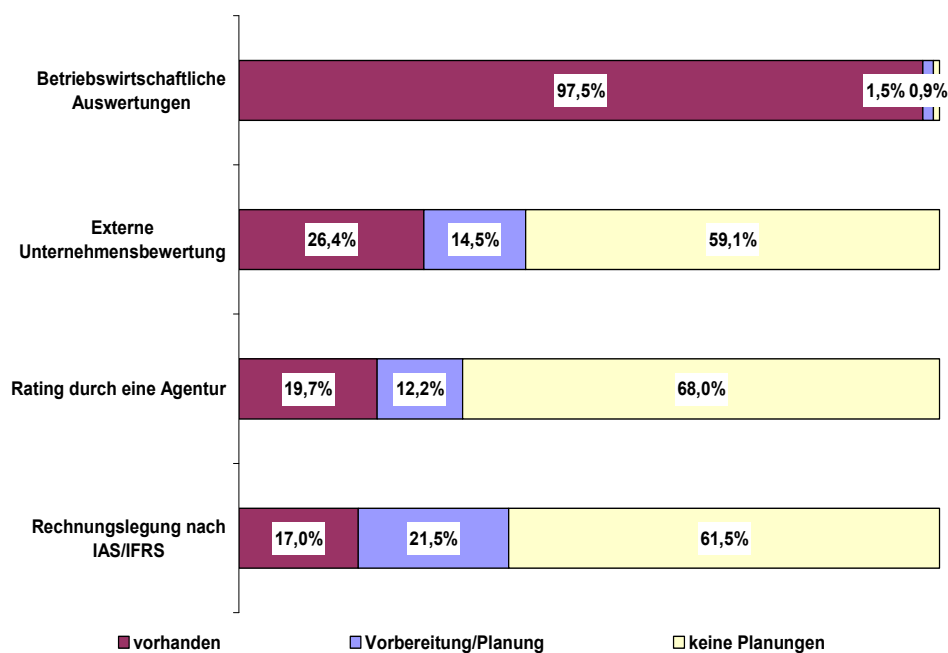
In den organisatorischen Strukturen manifestiert sich vor allem, inwieweit die Eigner eines Unternehmens bereit sind, Verantwortung zu teilen, Mitentscheidungsrechte an Dritte abzugeben oder diesen institutionali-

23 Siehe Deutsches Aktieninstitut (Hrsg.): Erfahrungen, a.a.O., S. 20.

24 Der Übersichtlichkeit halber wurden die Antwortmöglichkeiten „Durch-/Einführung steht bevor“, „konkrete Schritte zur Durch-/Einführung unternommen“ und „Durch-/Einführung wird angestrebt“ zu „Vorbereitung/Planung“ zusammengefasst.

sierte Informationsrechte einzuräumen. Die meisten dieser Möglichkeiten werden von den Unternehmen bereits heute in Anspruch genommen – zumindest bestehen grundsätzliche Überlegungen in diese Richtung. Letzteres gilt vor allem für die Problematik einer geregelten Unternehmensnachfolge, die von den Befragten sehr intensiv erörtert wird. Lediglich die Möglichkeit, einen externen Beirat einzuberufen, in dem ggf. klar abgegrenzte unternehmerische Entscheidungen diskutiert und konkrete Ratschläge entwickelt werden können, wird offenbar von den Unternehmen noch nicht sehr intensiv genutzt.

Abb. 20: Überblick über die finanzierungsrelevante Informationsbereitschaft²⁵

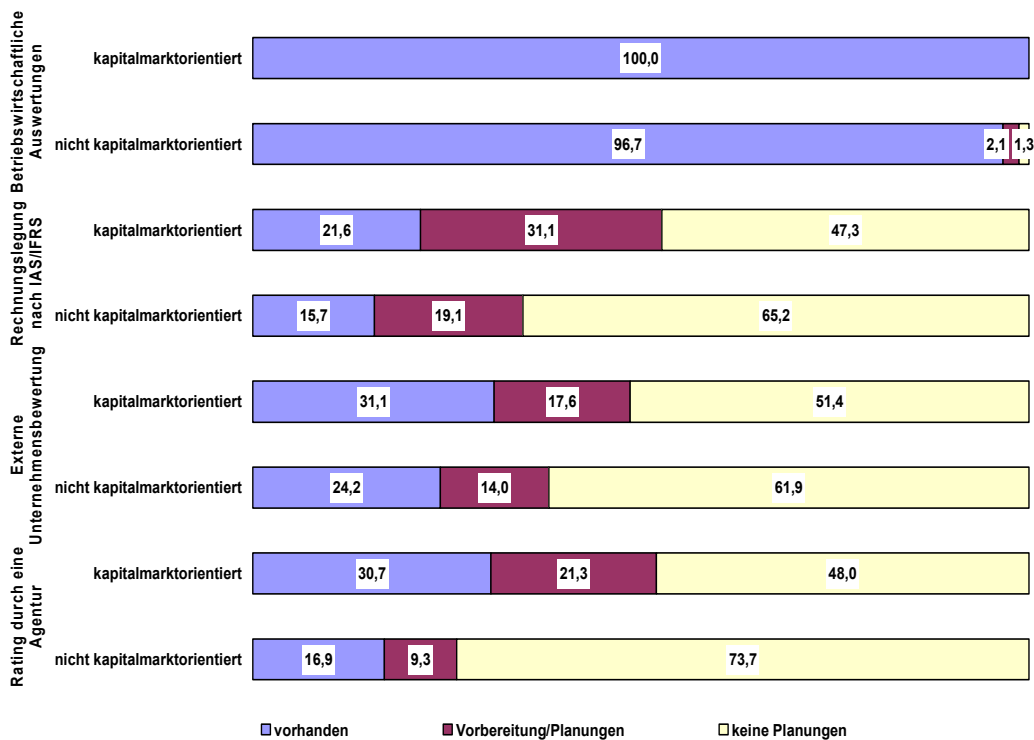


Was für die organisatorischen Strukturen gilt, trifft auf die Instrumente der Investoreninformation nicht im gleichen Maße zu. Zwar verfügt praktisch jedes Unternehmen über geordnete unterjährige Darstellungen der wirtschaftlichen Entwicklung (betriebswirtschaftliche Auswertungen), nicht zuletzt, weil diese mittlerweile für die Hausbank nicht nur bei jeder

²⁵ Zur Methodik siehe Fußnote 24.

Kreditentscheidung, sondern auch bei der laufenden Kreditüberwachung eine große Rolle spielen. Die primär für kapitalmarktorientierte Finanzierungen relevanten Informationsinstrumente sind dagegen noch nicht fest bei den befragten Unternehmen etabliert.

Abb. 21: Finanzierungsrelevante Informationsbereitschaft nach Kapitalmarktorientierung (in Prozent)²⁶



Allerdings zeigen die kapitalmarktorientierten Unternehmen deutlich mehr Interesse an einer umfassenden Informationsbereitstellung als die nicht kapitalmarktorientierten. Dies gilt u.a. für die Einführung der internationalen Rechnungslegungsstandards IAS/IFRS, die von vielen Investoren als Grundvoraussetzung oder zumindest als wichtiger Schritt in Richtung Börsengang betrachtet werden. Immerhin beträgt der Anteil kapitalmarktorientierter Unternehmen, die nach IAS/IFRS bilanzieren oder dies zumindest grundsätzlich überlegen, 52,7 Prozent aller Gesell-

²⁶ Zur Methodik siehe Fußnote 24.

schaften dieser Gruppe, während lediglich 34,8 Prozent der nicht kapitalmarktorientierten Gesellschaften eine Einführung internationaler Rechnungslegungsstandards zumindest erwägen.

Insgesamt zeigen damit diese Ergebnisse, dass die Unternehmen relativ gut auf die Anforderungen von externen Geldgebern vorbereitet sind. Allerdings erfüllt der Großteil der Unternehmen noch nicht alle typischen Kapitalmarktanforderungen an die Informationsbereitstellung, so dass sich für diese der Übergang in kapitalmarktnahe Finanzierungsmuster u.U. schwieriger gestalten kann. Die in dieser Studie als kapitalmarkt-orientiert bezeichneten Gesellschaften sind hier allerdings bereits deutlich weiter.

6. Fazit

Wichtigstes Ergebnis dieser Studie ist das große Potential für künftige Neuemissionen unter den bislang nicht börsennotierten mittelständischen Gesellschaften in Deutschland. Auch zeigen sich viele Unternehmen bereits gut vorbereitet auf die mit dem Börsengang verbundenen Anforderungen – z.B. mit Blick auf ihre Vorkenntnisse oder bereits vorhandene Instrumente der Investoreninformation. Den anderen Unternehmen ist zu raten, jenseits der Börse eine „Als Ob“-Strategie zu verfolgen, um ggf. ein günstiges Kapitalmarktumfeld für den Sprung an die Börse nutzen zu können.

Die Untersuchung zeigt allerdings auch, dass in mittelständisch geprägten Unternehmen immer noch zahlreiche Vorurteile gegenüber dem Börsengang bestehen. Dazu zählt hauptsächlich die Vorstellung einer Mindestgröße des Unternehmens, die einen beträchtlichen Anteil der Unternehmen an einem Börsengang zu hindern scheint. Überdies wird ersichtlich, dass Unternehmen, die den Börsengang nicht in Erwägung ziehen, ihr Finanzierungsverhalten nicht gravierend verändern wollen. Diese Gesellschaften gehen sogar von einer abnehmenden Bedeutung kapitalmarktnaher Finanzierungen, etwa mezzaninem oder Beteiligungskapital, aus. Diese beiden Finanzierungsinstrumente bieten Mittelständlern aber unbestrittene Vorteile. Dazu gehört u.a. eine Stärkung der Eigenkapitalquote, um so die Verhandlungsposition in Finanzierungsrunden mit anderen Kapitalgebern, bspw. der Hausbank, zu verbessern.

Die börseninteressierten Unternehmen zeigen sich hingegen als Vorreiter auch im Hinblick auf die Nutzung weiterer kapitalmarktorientierter Finanzierungsinstrumente. Im Gegensatz zu den nicht kapitalmarktorientierten Gesellschaften erwarten sie eine deutliche Veränderung der Finanzierungsgewohnheiten hin zu kapitalmarktnahen Instrumenten. Gelingt es, zumindest bei einem Teil der bislang zögerlichen Gesellschaften Vorurteile abzubauen und diese von der Notwendigkeit einer stärkeren Diversifizierung der Finanzierungsbasis zu überzeugen, wäre dies nicht

nur aus einzelwirtschaftlicher Sicht von Vorteil. Auch aus volkswirtschaftlicher Perspektive ist die Nutzung funktionierender und liquider Kapitalmärkte ein wesentlicher Aspekt für ein Mehr an Wachstum und Beschäftigung.

Anhang 1: Fragebogen

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niederneu 13-19

60325 Frankfurt am Main

Den Fragebogen bitte bis zum
15. Juni 2007 einsenden oder
per Fax an

0 69 / 9 29 15 13

Befragung mittelständischer Unternehmen zur Finanzierung über den Kapitalmarkt / Börse

Als Ansprechpartner für Rückfragen stehen Ihnen im Deutschen Aktieninstitut /
bei der Deutsche Börse AG zur Verfügung:

Dr. Gerrit Fey
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Telefon: 069 / 9 29 15 41
E-Mail: fey@dai.de

Dr. Norbert Kuhn
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Telefon: 069 / 9 29 15 20
E-Mail: kuhn@dai.de

Absender

Ansprechpartner (Name, Telefon)

Ihre Daten werden von uns sowie der Deutsche Börse AG vertraulich behandelt und nicht an Dritte weitergegeben.

I. Fragen zum Thema Finanzierung

1. Welche der folgenden Kriterien spielen bei der Wahl Ihrer Finanzierungsmittel eine Rolle? (Mehrfachnennung möglich)

- Kapitalkosten
 Flexibilität in der Inanspruchnahme (Verfügbarkeit)
 Transparenzanforderungen
 Wahrung der unternehmerischen Freiheit
 Unabhängigkeit von Finanzierungsarten (Finanzmix)
 Steuerliche Aspekte

2. Wie schätzen Sie die Bedeutung folgender Finanzierungsformen für Ihr Unternehmen heute / zukünftig ein?

| Eigenkapital | heute | | | | zukünftig | | | | |
|---|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | Sehr hoch | hoch | niedrig | Sehr niedrig | Stark steigend | steigend | Gleich bleibend | abnehmend | Stark abnehmend |
| Gesellschaftereinlagen | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Innenfinanzierung (Gewinne, Rückstellungen, Abschreibungen) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Mezzanine Finanzierung (z.B. Stille Beteiligung, Genussscheine) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Beteiligungsfinanzierung (Private Equity / Venture Capital) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Börsengang | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Sonstiges (bitte nennen) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

| Fremdkapital | heute | | | | zukünftig | | | | |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | Sehr hoch | hoch | niedrig | Sehr niedrig | Stark steigend | steigend | Gleich bleibend | abnehmend | Stark abnehmend |
| Förderkredite / Investitionszulagen | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Gesellschafterdarlehen | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Klassische Kreditalternativen (Factoring, Leasing, Lieferantenkredite) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Kapitalmarktorientierte Fremdfinanzierung (Unternehmensanleihen, ABS) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Bankkredite | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Sonstige (bitte nennen): | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

3. Fremd- und Eigenkapitalgeber verbinden häufig ihre Finanzierungszusage mit Anforderungen an betriebswirtschaftliche / organisatorische Strukturen sowie der Bereitschaft, Informationen bereitzustellen. Wie steht ihr Unternehmen zu den folgenden Kriterien?

| Organisatorische Strukturen | vorhanden | Durch- / Einführung steht bevor | konkrete Schritte zur Durch- / Einführung unternommen | Durch- / Einführung wird angestrebt | Keine Planungen in diese Richtung |
|--|--------------------------|--|--|--|--|
| Gründung eines Beirats | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Berichtswesen bzw. Kennzahlensystem | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Organisationsplan mit möglichst genau abgegrenzten Verantwortlichkeiten | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Nachfolgeregelung | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Angestellte Manager | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Sonstiges (bitte nennen) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| | | | | | |
| Informationsbereitstellung | vorhanden | Durch- / Einführung steht bevor | konkrete Schritte zur Durch- / Einführung unternommen | Durch- / Einführung wird angestrebt | Keine Planungen in diese Richtung |
| Unterjährige Darstellung der wirtschaftlichen Entwicklung (Betriebswirtschaftliche Auswertungen) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Rechnungslegung nach IAS / IFRS | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Rating durch eine Agentur | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Externe Unternehmensbewertung | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Sonstiges (bitte nennen) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| | | | | | |

II. Fragen zum Börsengang

1. Haben Sie den Börsengang als Finanzierungsquelle schon einmal ernsthaft in Betracht gezogen?

- Ja
 Nein

2. Wie steht Ihr Unternehmen derzeit zu einem Börsengang?

- Börsengang wird angestrebt
 Börsengang ist grundsätzlich vorstellbar
 Börsengang ist nicht vorstellbar (weiter mit Frage II. 6)

3. Falls Sie einen Börsengang nicht prinzipiell ausschließen: Welches wären für Sie denkbare Motive? (Mehrfachnennung möglich)

- Finanzierung internen Wachstums und Innovationen
 Akquisitionen (externes Wachstum)
 Sicherung der Unternehmensnachfolge
 Stärkung der Eigenkapitalbasis (bspw. zur Verbesserung des Rating)
 Zugang zu anderen Kapitalmarktinstrumenten (bspw. Unternehmensanleihen)
 Verkauf von Unternehmensteilen an Dritte über die Börse
 „Exit“ einer Venture Capital-Gesellschaft / Private Equity-Gesellschaft
 Mitarbeiterbeteiligung
 Fungibilität der Aktien / Diversifikationsmöglichkeit des Vermögens der Alteigentümer
 Verringerung der Abhängigkeit von Fremdkapitalgebern
 Image / Bekanntheitsgrad
 Internationalisierung
 Sonstiges (bitte nennen)

4. Falls Sie einen Börsengang nicht prinzipiell ausschließen: Welches Segment würden Sie wählen?

- Frankfurter Wertpapierbörse (FWB): Prime Standard
 (Anforderungen: IFRS, Quartalsberichte, Ad-hoc Pflicht auch in Englisch)
 FWB: General Standard
 (Anforderungen: IFRS, Zwischenberichterstattung, Ad-hoc Pflicht)
 FWB: Entry Standard
 (Anforderungen: HGB, Zwischenbericht, Unternehmenskalender auf eigener Website)
 FWB: Freiverkehr
 Anderer deutscher Börsenplatz (bitte nennen:)
 Internationaler Börsenplatz (bitte nennen:)
 Weiß nicht

5. Welche Informationen besitzen sie über die...

...Auswahl an Börsensegmenten?

- Im Detail bekannt
 teilweise bekannt
 unbekannt

...Prozesse des Börsengangs?

- Im Detail bekannt
 teilweise bekannt
 unbekannt

...Kosten des Börsengangs?

- Im Detail bekannt
 teilweise bekannt
 unbekannt

...Anforderungen an einen Börsengang?

- Im Detail bekannt
 teilweise bekannt
 unbekannt

6. Falls Sie einen Börsengang ausschließen: was sind die Gründe? (Mehrfachnennung möglich)

- Andere Finanzierungsarten reichen aus
 Unternehmen ist zu klein
 Regulierungsniveau börsennotierter Unternehmen ist zu umfangreich
 Unternehmenseigentümer wünschen keine anderen Teilhaber
 Im Vergleich zu anderen Finanzierungen geringere unternehmerische Autonomie
 Kosten des Börsengangs und der Notierung sind zu hoch
 Steuerliche Gründe (bspw. ErbSt)
 Kenntnisse rund um „Going / Being Public“ sind nicht ausreichend
 Transparenzanforderungen der Kapitalgeber sind zu hoch
 Gesetzliche Transparenzanforderungen sind zu hoch
 Sonstiges (bitte nennen)
-

7. Folgende Instrumente gelten häufig als wichtigste Alternativen zur Eigenkapitalbeschaffung über die Börse. Wie stehen Sie zu diesen Finanzierungsformen?

| | vorhanden | angestrebt | grundsätzlich vorstellbar | Nicht vorstellbar |
|---|--------------------------|--------------------------|---------------------------|--------------------------|
| Beteiligungsfinanzierung (Private Equity / Venture Capital) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Mezzanine Finanzierung (z.B. stille Beteiligung, Genussscheine usw.) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Kapitalmarktorientierte Fremdfinanzierung (Unternehmensanleihen, ABS) | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

III. Fragen zum Unternehmen

1. Wie hoch ist aktuell die Eigenkapitalquote Ihres Unternehmens?

- Bis 10 Prozent Bis 20 Prozent Bis 30 Prozent
 Bis 40 Prozent Bis 50 Prozent Über 50 Prozent

2. Unser Unternehmen ist im Besitz...

| | vollständig | überwiegend | teilweise | Gar nicht |
|---------------------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| ...der Familie | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| ...einer Private Equity-Gesellschaft | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| ...einer Venture Capital-Gesellschaft | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| ...eines anderen Unternehmens | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| ...mehrerer Einzelgesellschafter | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| ...einer Vielzahl von Gesellschaftern | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

3. Wie viele Mitarbeiter hat Ihr Unternehmen derzeit?

- bis 20 20 – 49 50 – 99
 100 – 249 250 – 499 500 – 999
 1000 und mehr

4. Seit wie viel Jahren besteht Ihr Unternehmen?

- bis 2 2 – 5 6 – 10
 11 – 15 16 – 25 über 25

5. Welchem Größensegment gehört Ihr Unternehmen an? (Umsatz in Mio. € p.a.)

- bis 25 25 – 49 50 – 99
 100 – 249 250 – 499 500 und mehr

6. Welche Rechtsform hat Ihr Unternehmen?

- | | | |
|------------------------------|--|---|
| <input type="checkbox"/> AG | <input type="checkbox"/> GmbH | <input type="checkbox"/> KG |
| <input type="checkbox"/> oHG | <input type="checkbox"/> GmbH & Co. KG | <input type="checkbox"/> Sonstige (bitte benennen) |
-

7. Welcher Branche gehört Ihr Unternehmen an?

- | | | |
|---|---|--|
| <input type="checkbox"/> Automobil / Transport | <input type="checkbox"/> Banken/Finanzdienstleister | <input type="checkbox"/> Chemie / Pharma |
| <input type="checkbox"/> Bau | <input type="checkbox"/> Versicherungen | <input type="checkbox"/> Maschinenbau |
| <input type="checkbox"/> Konsumgüter | <input type="checkbox"/> Informationstechnologie | <input type="checkbox"/> Versorger |
| <input type="checkbox"/> Telekommunikation | <input type="checkbox"/> Handel | |
| <input type="checkbox"/> Sonstige: (bitte benennen) | | |

8. In welchem Bundesland hat Ihr Unternehmen seinen Sitz?

- | | | |
|--|---|---|
| <input type="checkbox"/> Baden-Württemberg | <input type="checkbox"/> Bayern | <input type="checkbox"/> Berlin |
| <input type="checkbox"/> Bremen | <input type="checkbox"/> Brandenburg | <input type="checkbox"/> Hamburg |
| <input type="checkbox"/> Hessen | <input type="checkbox"/> Mecklenburg-Vorpommern | <input type="checkbox"/> Niedersachsen |
| <input type="checkbox"/> Nordrhein-Westfalen | <input type="checkbox"/> Rheinland-Pfalz | <input type="checkbox"/> Saarland |
| <input type="checkbox"/> Sachsen | <input type="checkbox"/> Sachsen-Anhalt | <input type="checkbox"/> Schleswig-Holstein |
| | <input type="checkbox"/> Thüringen | |

Herzlichen Dank für die Beantwortung unseres Fragebogens!

Anhang 2: Ergebnistabellen

Frage I.1: Welche der folgenden Kriterien spielen bei der Wahl Ihrer Finanzierungsmittel eine Rolle? (Mehrfachnennung möglich)

| | <i>Absolut (in %)</i> |
|---|-----------------------|
| Kapitalkosten | 257 (82,9%) |
| Wahrung der unternehmerischen Freiheit | 250 (80,6%) |
| Flexibilität in der Inanspruchnahme (Verfügbarkeit) | 205 (66,1%) |
| Steuerliche Aspekte | 84 (27,1%) |
| Unabhängigkeit von Finanzierungsarten (Finanzmix) | 81 (26,1%) |
| Transparenzanforderungen | 27 (8,7%) |

Frage I.2: Wie schätzen Sie die Bedeutung folgender Finanzierungsformen für Ihr Unternehmen heute / zukünftig ein?

Eigenkapital (heute)

| | Gesellschaftereinlagen | Innenfinanzierung | Mezzanine | Beteiligungsfinanzierung | Börsengang |
|--------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|--------------------------|-----------------------|
| | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> |
| sehr hoch | 87 (26,9%) | 156 (47,9%) | 8 (2,6%) | 8 (2,7%) | 1 (0,3%) |
| hoch | 135 (41,8%) | 148 (45,4%) | 42 (13,7%) | 24 (8,0%) | 8 (2,7%) |
| niedrig | 72 (22,3%) | 18 (5,5%) | 86 (28,1%) | 64 (21,3%) | 50 (16,7%) |
| sehr niedrig | 29 (9,0%) | 4 (1,2%) | 170 (55,6%) | 205 (68,1%) | 241 (80,3%) |

Eigenkapital (zukünftig)

| | Gesellschaftereinlagen | Innenfinanzierung | Mezzanine | Beteiligungsfinanzierung | Börsengang |
|-----------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|--------------------------|-----------------------|
| | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> |
| stark steigend | 14 (4,4%) | 33 (10,3%) | 9 (3,0%) | 7 (2,3%) | 6 (2,0%) |
| steigend | 58 (18,1%) | 114 (35,7%) | 77 (25,7%) | 62 (20,8%) | 50 (17,1%) |
| gleichbleibend | 206 (64,4%) | 162 (50,8%) | 157 (52,3%) | 177 (59,4%) | 180 (61,4%) |
| abnehmend | 33 (10,3%) | 10 (3,1%) | 25 (8,3%) | 17 (5,7%) | 10 (3,4%) |
| stark abnehmend | 9 (2,8%) | 0 (0,0%) | 32 (10,7%) | 35 (11,7%) | 47 (16,0%) |

Fremdkapital (heute)

| | Förderkredite/ Investitionszulagen | Gesellschafterdarlehen | Klassische Kreditalternativen | Kapitalmarktorientierte Fremdfinanzierung | Bankkredite |
|--------------|---------------------------------------|------------------------|----------------------------------|--|-----------------------|
| | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> |
| sehr hoch | 27 (8,6%) | 47 (14,7%) | 28 (8,9%) | 4 (1,3%) | 52 (16,2%) |
| hoch | 98 (31,3%) | 109 (34,2%) | 135 (43,0%) | 22 (7,3%) | 173 (53,9%) |
| niedrig | 110 (35,1%) | 96 (30,1%) | 110 (35,0%) | 88 (29,3%) | 68 (21,2%) |
| sehr niedrig | 78 (24,9%) | 67 (21,0%) | 41 (13,1%) | 186 (62,0%) | 28 (8,7%) |

Fremdkapital (zukünftig)

| | Förderkredite/ Investitionszulagen | Gesellschafterdar- lehen | Klassische Kreditalternativen | Kapitalmarktorien- tierte Fremdfinan- zierung | Bankkredite |
|-----------------|---------------------------------------|-----------------------------|----------------------------------|---|-----------------------|
| | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> |
| stark steigend | 6 (1,9%) | 7 (2,2%) | 6 (1,9%) | 6 (2,0%) | 2 (0,6%) |
| steigend | 47 (15,2%) | 51 (16,3%) | 97 (31,2%) | 72 (24,0%) | 43 (13,7%) |
| gleichbleibend | 210 (68,0%) | 205 (65,5%) | 185 (59,5%) | 184 (61,3%) | 210 (66,7%) |
| abnehmend | 33 (10,7%) | 40 (12,8%) | 10 (3,2%) | 13 (4,3%) | 53 (16,8%) |
| stark abnehmend | 13 (4,2%) | 10 (3,2%) | 13 (4,2%) | 25 (8,3%) | 7 (2,2%) |

Frage I.3: Fremd- und Eigenkapitalgeber verbinden häufig ihre Finanzierungszusage mit Anforderungen an betriebswirtschaftliche / organisatorische Strukturen sowie der Bereitschaft, Informationen bereitzustellen. Wie steht ihr Unternehmen zu den folgenden Kriterien?

Organisatorische Strukturen

| | Gründung eines Beirats | Berichtswesen bzw. Kennzah- lensystem | Organisations- plan | Nachfolge- regelung | Angestellte Manager |
|---|---------------------------|---|------------------------|------------------------|-----------------------|
| | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> |
| vorhanden | 95 (29,4%) | 287 (88,9%) | 267 (82,4%) | 156 (48,9%) | 204 (63,9%) |
| Durch-/Einführung steht bevor | 10 (3,1%) | 4 (1,2%) | 14 (4,3%) | 42 (13,2%) | 13 (4,1%) |
| konkrete Schritte zur Durch-/Einführung unternommen | 4 (1,2%) | 15 (4,6%) | 13 (4,0%) | 34 (10,7%) | 13 (4,1%) |
| Durch-/Einführung wird angestrebt | 37 (11,5%) | 10 (3,1%) | 14 (4,3%) | 47 (14,7%) | 19 (6,0%) |
| keine Planungen in diese Richtung | 177 (54,8%) | 7 (2,2%) | 16 (4,9%) | 40 (12,5%) | 70 (21,9%) |

Informationsbereitstellung

| | Betriebswirtschaftliche Auswertungen | Rechnungslegung nach IAS/IFRS | Rating durch eine A- gentur | Externe Unternehmens- bewertung |
|---|---|----------------------------------|--------------------------------|------------------------------------|
| | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> |
| vorhanden | 316 (97,5%) | 53 (17,0%) | 63 (19,7%) | 84 (26,4%) |
| Durch-/Einführung steht bevor | 3 (0,9%) | 14 (4,5%) | 6 (1,9%) | 7 (2,2%) |
| konkrete Schritte zur Durch-/Einführung unternommen | 1 (0,3%) | 17 (5,4%) | 3 (0,9%) | 5 (1,6%) |
| Durch-/Einführung wird angestrebt | 1 (0,3%) | 36 (11,5%) | 30 (9,4%) | 34 (10,7%) |
| keine Planungen in diese Richtung | 3 (0,9%) | 192 (61,5%) | 217 (68,0%) | 188 (59,1%) |

Frage II.1: Haben Sie den Börsengang als Finanzierungsquelle schon einmal ernsthaft in Betracht gezogen?

| | <i>Absolut</i> | <i>(in %)</i> |
|------|----------------|---------------|
| ja | 42 | (13%) |
| nein | 285 | (87%) |

Frage II.2: Wie steht Ihr Unternehmen derzeit zu einem Börsengang?

| | <i>Absolut</i> | <i>(in %)</i> |
|---------------------------|----------------|---------------|
| wird angestrebt | 4 | (1,2%) |
| grundsätzlich vorstellbar | 74 | (22,9%) |
| nicht vorstellbar | 245 | (75,9%) |

Frage II.3: Falls Sie einen Börsengang nicht prinzipiell ausschließen: Welches wären für Sie denkbare Motive? (Mehrfachnennung möglich)

| | <i>Absolut</i> | <i>(in %)</i> |
|--|----------------|---------------|
| Finanzierung internen Wachstums/Innovationen | 52 | (70,3%) |
| Akquisitionen | 48 | (64,9%) |
| Stärkung der Eigenkapitalbasis | 32 | (43,2%) |
| Mitarbeiterbeteiligung | 31 | (41,9%) |
| geringere Abhängigkeit von Fremdkapitalgebern | 30 | (40,5%) |
| Image/Bekanntheitsgrad | 28 | (37,8%) |
| Internationalisierung | 25 | (33,8%) |
| Verkauf von Unternehmensteilen an Dritte | 22 | (29,7%) |
| Zugang zu anderen Kapitalmarktinstrumenten | 20 | (27,0%) |
| Unternehmensnachfolge | 18 | (24,3%) |
| Fungibilität der Aktien/Vermögensdiversifikation | 14 | (18,9%) |
| Exit Venture Capital/Private Equity | 9 | (12,2%) |

Frage II.4: Falls Sie einen Börsengang nicht prinzipiell ausschließen: Welches Segment würden Sie wählen?

| | <i>Absolut</i> | <i>(in %)</i> |
|-------------------------------|----------------|---------------|
| FWB Prime Standard | 13 | (16,3%) |
| FWB General Standard | 8 | (10,0%) |
| FWB Entry Standard | 20 | (25,0%) |
| FWB Freiverkehr | 5 | (6,3%) |
| Anderer deutscher Börsenplatz | 3 | (3,8%) |
| Internationaler Börsenplatz | 1 | (1,3%) |
| weiß nicht | 30 | (37,5%) |

Frage II.5: Welche Informationen besitzen sie über die...

| | ...Auswahl an Börsensegmenten | ...Prozesse des Börsengangs | ...Kosten des Börsengangs | ...Anforderungen an einen Börsengang |
|-------------------|-------------------------------|-----------------------------|---------------------------|--------------------------------------|
| | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> |
| im Detail bekannt | 8 (11,0%) | 9 (12,3%) | 9 (12,3%) | 11 (15,1%) |
| teilweise bekannt | 45 (61,6%) | 38 (52,1%) | 30 (41,1%) | 41 (56,2%) |
| unbekannt | 20 (27,4%) | 26 (35,6%) | 34 (46,6%) | 21 (28,8%) |

Frage II.6: Falls Sie einen Börsengang ausschließen: Was sind die Gründe? (Mehrfachnennung möglich)

| | <i>Absolut</i> | <i>(in %)</i> |
|--|----------------|---------------|
| andere Finanzierungsarten reichen aus | 151 | (63,4%) |
| Unternehmen ist zu klein | 148 | (61,9%) |
| Unternehmenseigentümer wünschen keine anderen Teilhaber | 143 | (60,1%) |
| Regulierungsniveau börsennotierter Unternehmen | 75 | (31,5%) |
| Kosten des Börsengangs/der Notierung | 69 | (29,0%) |
| Geringere Autonomie im Vergleich zu anderen Finanzierungsarten | 55 | (23,1%) |
| zu hohe gesetzliche Transparenzanforderungen | 35 | (14,7%) |
| Transparenzanforderungen der Kapitalgeber | 32 | (13,4%) |
| mangelnde Kenntnisse | 25 | (10,5%) |
| steuerliche Gründe | 8 | (3,4%) |

Frage II.7: Folgende Instrumente gelten häufig als wichtigste Alternativen zur Eigenkapitalbeschaffung über die Börse. Wie stehen Sie zu diesen Finanzierungsformen?

| | Beteiligungsfinanzierung PE/VC | Mezzanine Finanzierung | Kapitalmarktorientierte Fremdkapitalfinanzierung |
|---------------------------|--------------------------------|------------------------|--|
| | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> |
| vorhanden | 19 (6,0%) | 48 (14,9%) | 14 (4,5%) |
| angestrebt | 7 (2,2%) | 21 (6,5%) | 22 (7,1%) |
| grundsätzlich vorstellbar | 138 (43,4%) | 159 (49,2%) | 137 (44,2%) |
| nicht vorstellbar | 154 (48,4%) | 95 (29,4%) | 136 (43,9%) |

Frage III.1: Wie hoch ist aktuell die Eigenkapitalquote Ihres Unternehmens?

| | <i>Absolut</i> | <i>(in %)</i> |
|-----------------|----------------|---------------|
| bis 10 Prozent | 27 | (8,3%) |
| bis 20 Prozent | 30 | (9,2%) |
| bis 30 Prozent | 75 | (23,0%) |
| bis 40 Prozent | 62 | (19,0%) |
| bis 50 Prozent | 57 | (17,5%) |
| über 50 Prozent | 75 | (23,0%) |

Frage III.2: Unser Unternehmen ist im Besitz...

| | ...der Familie | ...einer PE-Gesellschaft | ...einer VC-Gesellschaft | ...eines anderen Unternehmens | ...mehrere Einzelgesellschafter | ...einer Vielzahl von Gesellschaftern |
|-------------|-----------------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------------|---------------------------------|---------------------------------------|
| | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> | <i>Absolut (in %)</i> |
| vollständig | 220 (69,0%) | 4 (1,4%) | 0 (0,0%) | 11 (3,7%) | 46 (15,0%) | 4 (1,4%) |
| überwiegend | 28 (8,8%) | 4 (1,4%) | 0 (0,0%) | 2 (0,7%) | 8 (2,6%) | 0 (0,0%) |
| teilweise | 8 (2,5%) | 6 (2,0%) | 2 (0,7%) | 8 (2,7%) | 17 (5,6%) | 2 (0,7%) |
| gar nicht | 63 (19,7%) | 282 (95,3%) | 288 (99,3%) | 274 (92,9%) | 235 (76,8%) | 281 (97,9%) |

Frage III.3: Wie viele Mitarbeiter hat Ihr Unternehmen derzeit?

| | <i>Absolut</i> | <i>(in %)</i> |
|---------------|----------------|---------------|
| 20-49 | 35 | (11,4%) |
| 50-99 | 75 | (24,5%) |
| 100-249 | 105 | (34,3%) |
| 250-499 | 52 | (17,0%) |
| 500-999 | 35 | (11,4%) |
| 1000 und mehr | 4 | (1,3%) |

Frage III.4: Seit wie viel Jahren besteht Ihr Unternehmen?

| | <i>Absolut</i> | <i>(in %)</i> |
|-----------|----------------|---------------|
| bis 2 | 1 | (0,3%) |
| 2 bis 5 | 2 | (0,6%) |
| 6 bis 10 | 10 | (3,0%) |
| 11 bis 15 | 36 | (10,9%) |
| 16 bis 25 | 33 | (10,0%) |
| über 25 | 248 | (75,2%) |

Frage III.5: Welchem Größensegment gehört Ihr Unternehmen an? (Umsatz in Millionen Euro p.a.)

| | <i>Absolut</i> | <i>(in %)</i> |
|--------------|----------------|---------------|
| bis 25 | 150 | (45,2%) |
| 25 bis 49 | 77 | (23,2%) |
| 50 bis 99 | 44 | (13,3%) |
| 100 bis 249 | 39 | (11,7%) |
| 250 bis 499 | 8 | (2,4%) |
| 500 und mehr | 14 | (4,2%) |

Frage III.6: Welche Rechtsform hat Ihr Unternehmen?

| | <i>Absolut</i> | <i>(in %)</i> |
|-------------------|----------------|---------------|
| AG | 38 | (11,9%) |
| GmbH | 156 | (48,9%) |
| KG | 9 | (2,8%) |
| oHG | 1 | (0,3%) |
| GmbH & Co. KG | 111 | (34,8%) |
| Stiftung & Co. KG | 1 | (0,3%) |
| KGaA | 1 | (0,3%) |
| e.G. | 1 | (0,3%) |
| SE | 1 | (0,3%) |

Frage III.7: Welcher Branche gehört Ihr Unternehmen an?

| | <i>Absolut</i> | <i>(in %)</i> |
|---------------------------------------|----------------|---------------|
| Automobil/Transport | 34 | (10,2%) |
| Bau | 22 | (6,6%) |
| Konsumgüter | 50 | (15,0%) |
| Telekommunikation/Medien | 11 | (3,3%) |
| Informationstechnologie | 5 | (1,5%) |
| Handel | 15 | (4,5%) |
| Chemie/Pharma/Medizintechnik | 37 | (11,1%) |
| Maschinenbau/Elektrotechnik/Druckerei | 97 | (29,0%) |
| Versorger/Stahl | 21 | (6,3%) |
| Sonstige | 42 | (12,6%) |

Frage III.8: In welchem Bundesland hat Ihr Unternehmen seinen Sitz?

| | <i>Absolut</i> | <i>(in %)</i> |
|------------------------|----------------|---------------|
| Baden-Württemberg | 62 | (18,8%) |
| Bremen | 2 | (0,6%) |
| Hessen | 34 | (10,3%) |
| Nordrhein-Westfalen | 87 | (26,4%) |
| Sachsen | 14 | (4,3%) |
| Bayern | 56 | (17,0%) |
| Brandenburg | 3 | (0,9%) |
| Mecklenburg-Vorpommern | 1 | (0,3%) |
| Rheinland-Pfalz | 12 | (3,6%) |
| Sachsen-Anhalt | 10 | (3,0%) |
| Thüringen | 8 | (2,4%) |
| Berlin | 2 | (0,6%) |
| Hamburg | 2 | (0,6%) |
| Niedersachsen | 30 | (9,1%) |
| Saarland | 1 | (0,3%) |
| Schleswig-Holstein | 5 | (1,5%) |

DEUTSCHES AKTIENINSTITUT



Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niedenu 13-19 60325 Frankfurt am Main
Tel. 0 69/9 29 15-0 Fax 0 69/9 29 15-12
E-Mail dai@dai.de Internet <http://www.dai.de>

ISBN 978-3-934579-47