

Jenseits des Bankkredits – Möglichkeiten und Grenzen alternativer Finanzierungsinstrumente für den Mittelstand

**Friedrich-Ebert-Stiftung
Berlin, 25. Juni 2014**

Prof. Dr. Christoph Kaserer
[Lehrstuhl für Finanzmanagement und Kapitalmärkte]
Technische Universität München

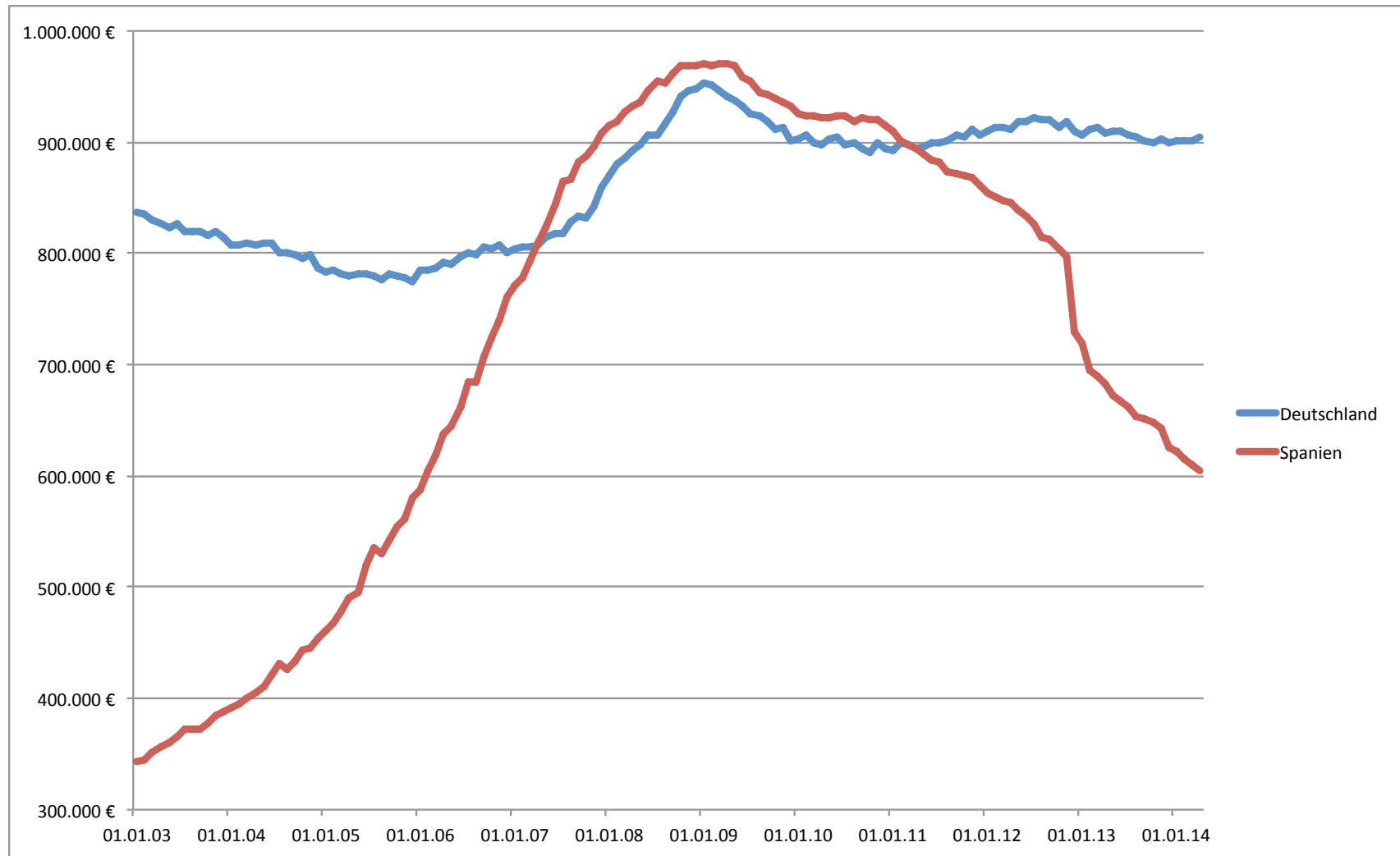
Agenda

I. Zur Finanzierungssituation im Mittelstand

II. Die Fremdkapitalseite

III. Die Eigenkapitalseite

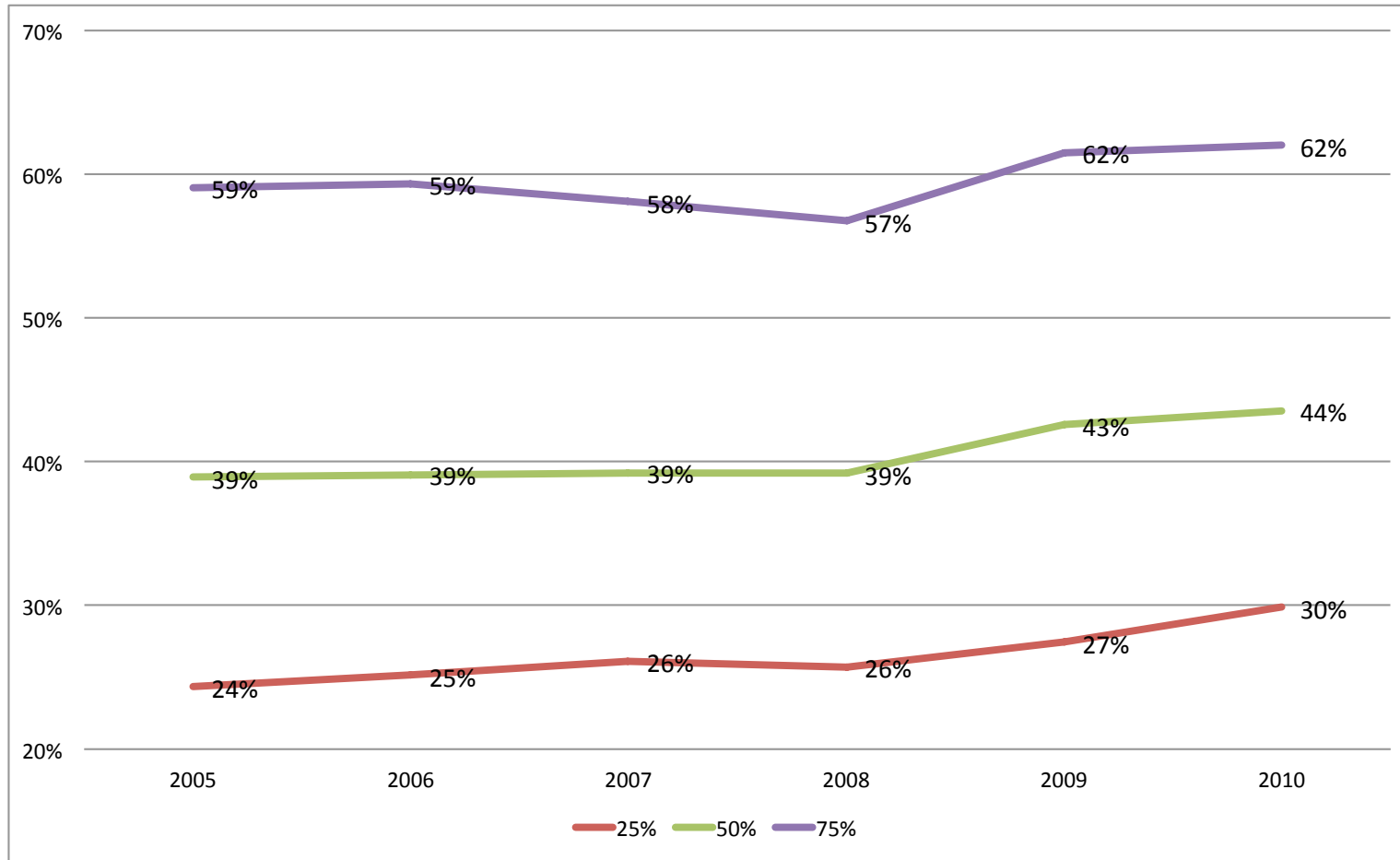
IV. Fazit



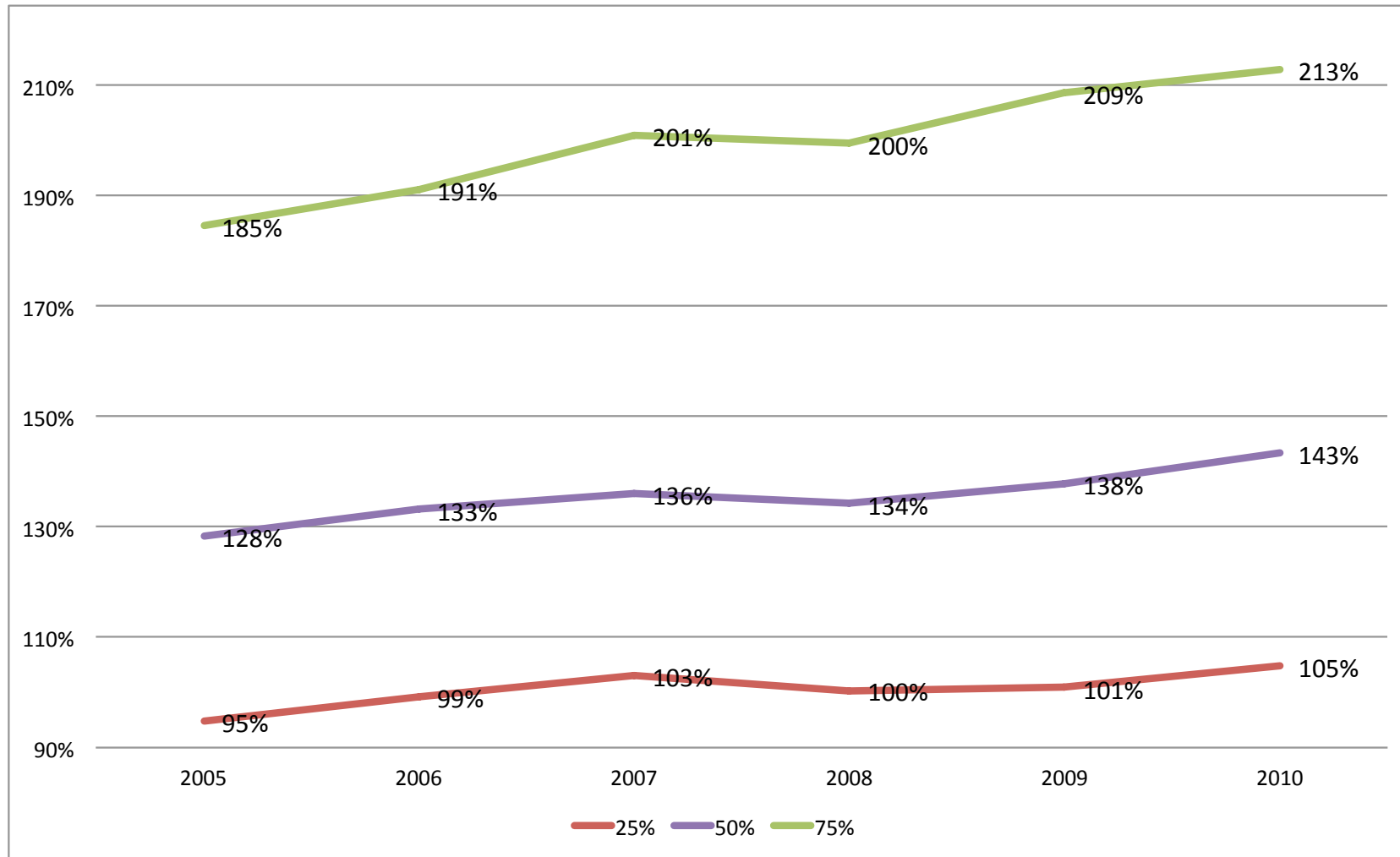
Quelle: EZB

Schritt 1: Hoppenstedt-Datenbank als Basis		
Alle Geschäftsberichte	~ 92.000	
Einzelabschlüsse	~ 73.600	
Konzernabschlüsse	~ 18.400	
Schritt 2: Bestimmung der Unternehmen in der Stichprobe		
		Kriterium/ Quelle
Konzernabschlüsse 2005-2010	18.398	Angaben aus Hoppenstedt
a) Ausschlusskriterien bezogen auf das Unternehmen		
Abschlüsse in Fremdwährungen	-7	Bilanzzahlen sind nicht in € ausgewiesen
Bilanzsumme < 4,84 Mio. €	-116	Bilanzsumme aus Hoppenstedt
Umsatz < 9,68 Mio. €	-379	Umsatz aus Hoppenstedt
Gemeinnützige Organisationen	-385	Rechtsform und eigene Recherche
Finanzunternehmen	-735	SIC-Code 6000-6999
Finanzholding	-57	Angaben im Geschäftsbericht
Insolvenz	-5	Angaben aus Hoppenstedt
b) Ausschlusskriterien bezogen auf die Eigentümerstruktur		
Fehlende Eigentümerdaten	-4.282	Angaben aus Hoppenstedt
Teil eines inländischen Konzerns	-778	Eigene Überprüfung
Teil eines ausländischen Konzerns	-1.541	Eigene Überprüfung
Basis Datensatz	10.035	
Schritt 3: Bestimmung der Unternehmen für die Analyse		
Konzernabschlüsse 2003-2004 (nur für Robustheitstests)	(+2.773)	Angaben aus Hoppenstedt
Basis Datensatz	10.035	
Fehlende Angaben aus Bilanz und GuV	-34	Angaben aus Hoppenstedt
Keine Identifikation der Gründer	-556	Eigene Recherche
Fehlende Angaben zum Management	-504	Angaben aus Hoppenstedt
Finaler Datensatz	8.941	

Die Nettoeigenkapitalquote im deutschen Mittelstand

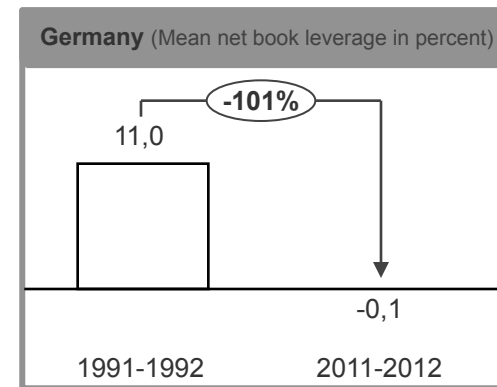
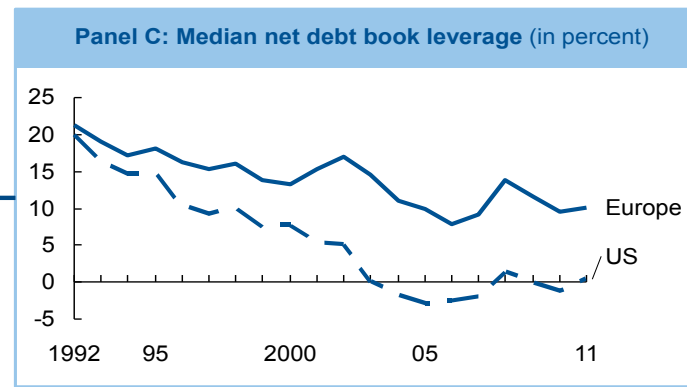
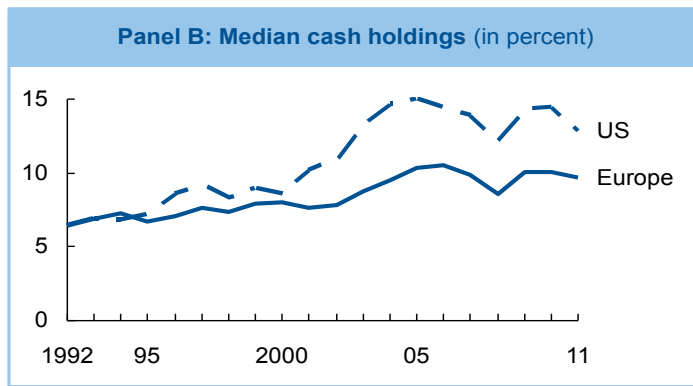
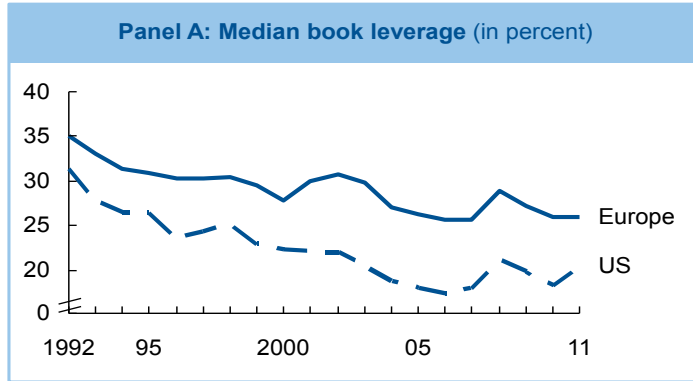


Quelle: CEFS Datenbank, es wird jeweils die entsprechenden Quantile angegeben



Quelle: CEFS Datenbank, es wird jeweils die entsprechenden Quantile angegeben

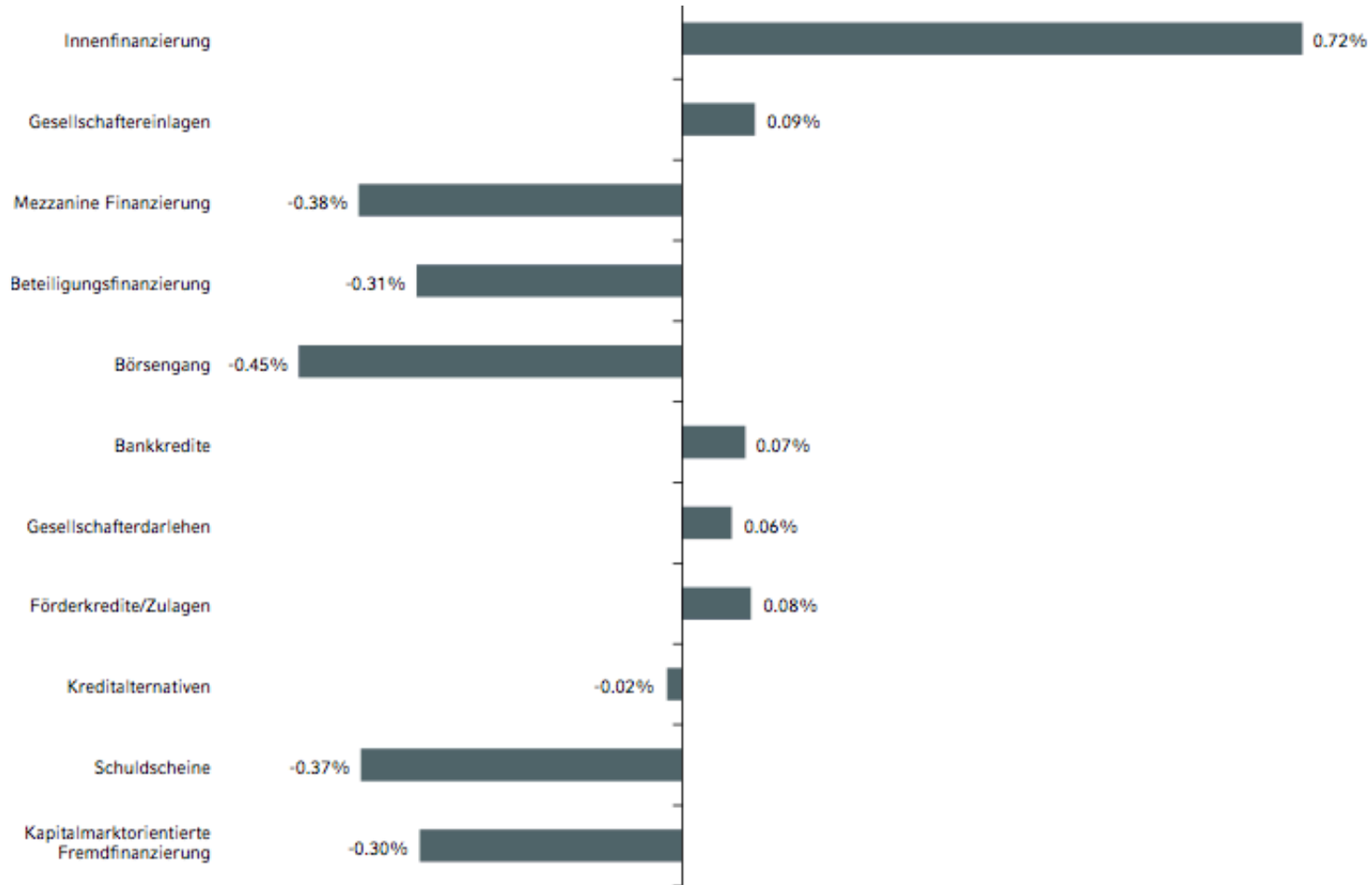
Für börsennotierte Unternehmen ist das Bild noch deutlicher



Quelle: Kaserer/Rapp (2014)

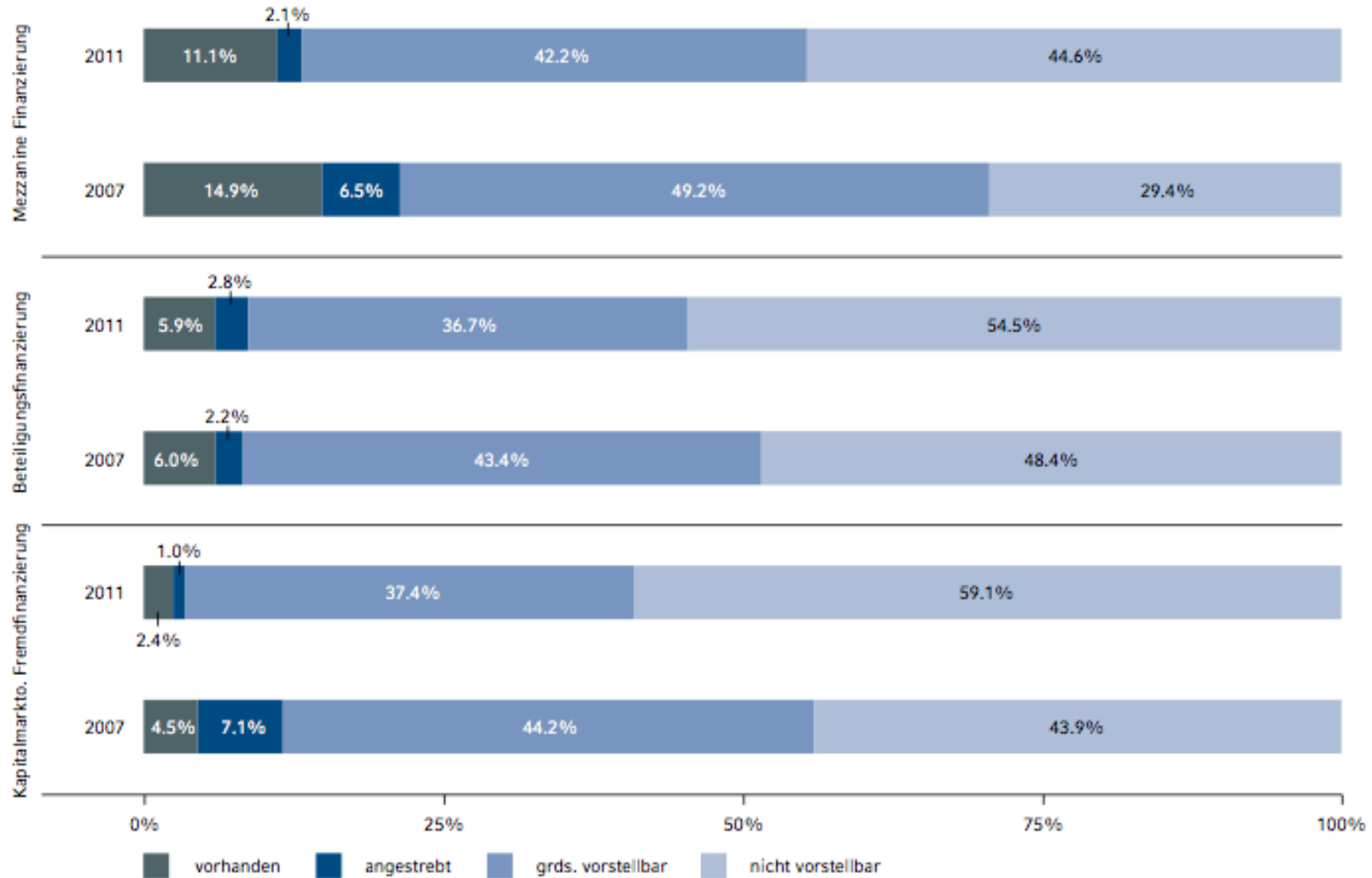
Anmerkungen: *Book leverage* ist definiert als das Verhältnis von Fremdkapital zu eingesetztem Kapital. *Net book leverage* ist definiert als das Verhältnis von Nettoverschuldung (Fremdkapital minus Liquidität) zu eingesetztem Kapital. Die Analyse bezieht sich auf börsennotierte Nicht-Finanzunternehmen in Europa und den USA über den Zeitraum 1992-2011. 181.378 Unternehmensjahre gehen in die Analyse ein.

Quelle: Thomson/Reuters, eigene Berechnungen



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

Quelle: Kaserer/Frey/Kuhn (2011)



Quelle: Kaserer/Frey/Kuhn (2011)

Agenda

I. Zur Finanzierungssituation im Mittelstand

II. Die Fremdkapitalseite

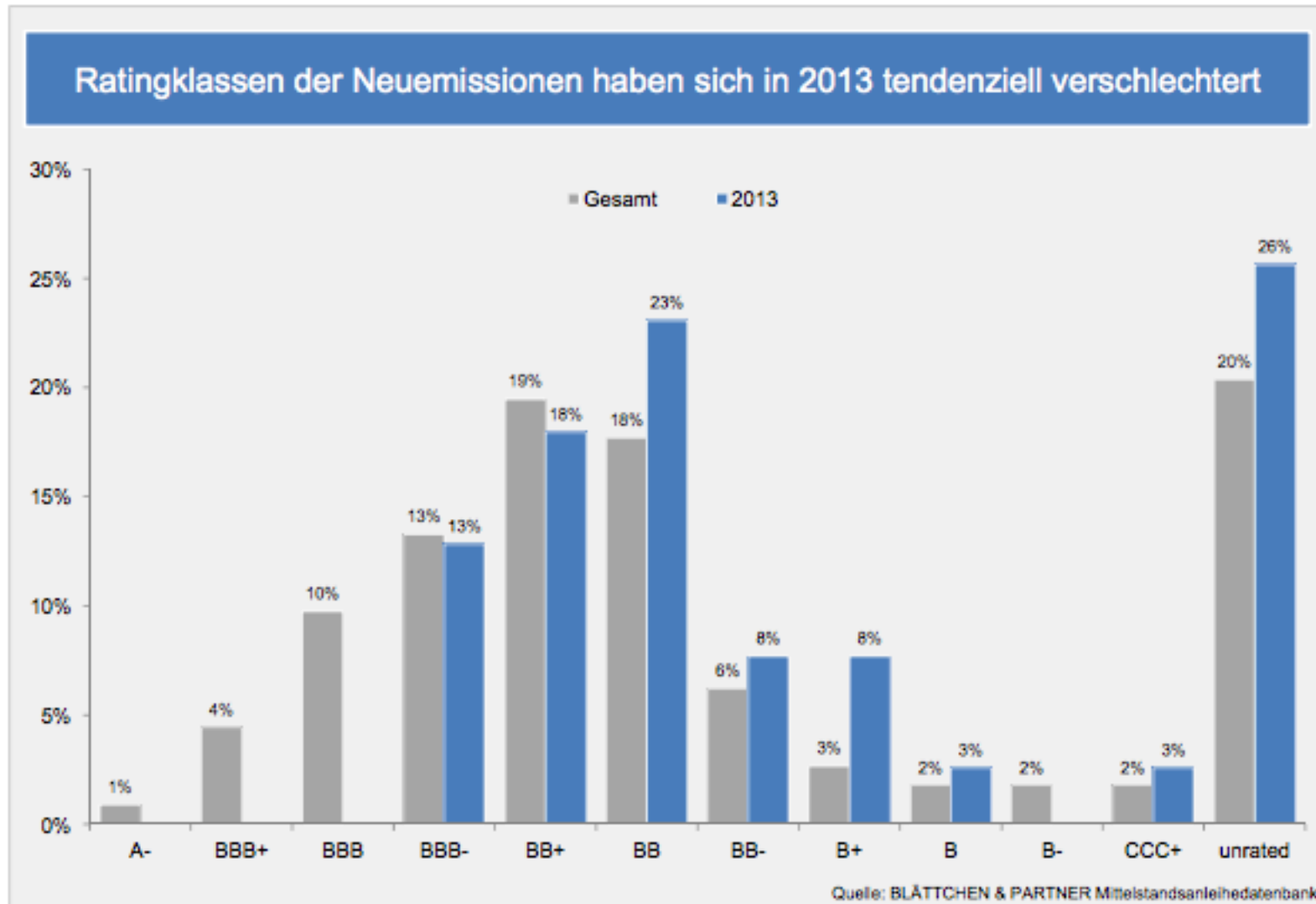
III. Die Eigenkapitalseite

IV. Fazit

Mittelstandsanleihen

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

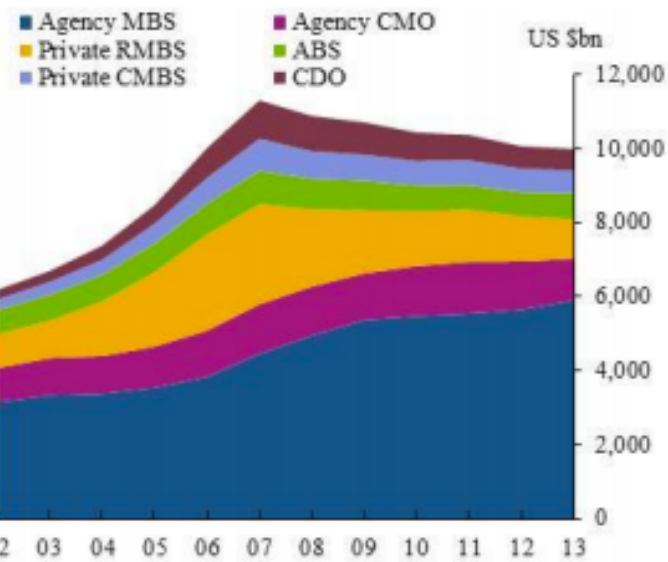
Quelle: Achleitner/Kaserer/Günther/Volk (2011)



Kriterium	Anleihe	Schuldscheindarlehen
Schuldner	Nur Gesellschaften mit Emissionsrecht, Börsenfähigkeit	Unternehmen mit beliebiger Rechtsform, aber hervorragender Bonität
Kapitalgeber	Institutionelle und private Anleger (Kleinbeträge)	Nur Kapitalsammelstellen (Großbeträge)
Tilgung	Nach festem Tilgungsplan, zusätzlich freihändiger Rückkauf möglich	Entsprechend dem Darlehensantrag; in der Regel nach einigen tilgungsfreien Jahren als feste Rate p.a.
Gestaltung der Gläubigerrechte	Wertpapier	Kein Wertpapier, nur Vertragsdokument
Fungibilität	Hoch, da an der Börse gehandelt	Einzelvertragsverhältnis
Publizität	Publizitätspflicht für Darlehensnehmer	Anonymes Darlehen
Nebenkosten	Einmalig bis ca. 5%, laufend bis ca. 2% des Nominalbetrags	Einmalig bis ca. 2% des Nominalbetrags, keine laufende Nebenkosten
Flexibilität	Schwerfällig	Beweglich, schnell durchführbar

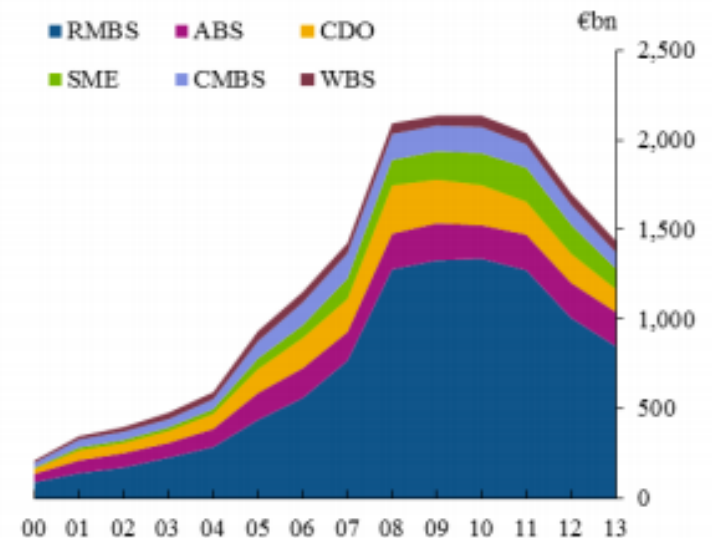
- Debt Fonds (in Deutschland allerdings regulatorisch benachteiligt)
- Verbriefungen (ABS-Strukturen)
- Crowdfunding???

Chart 1: US securitisation outstanding



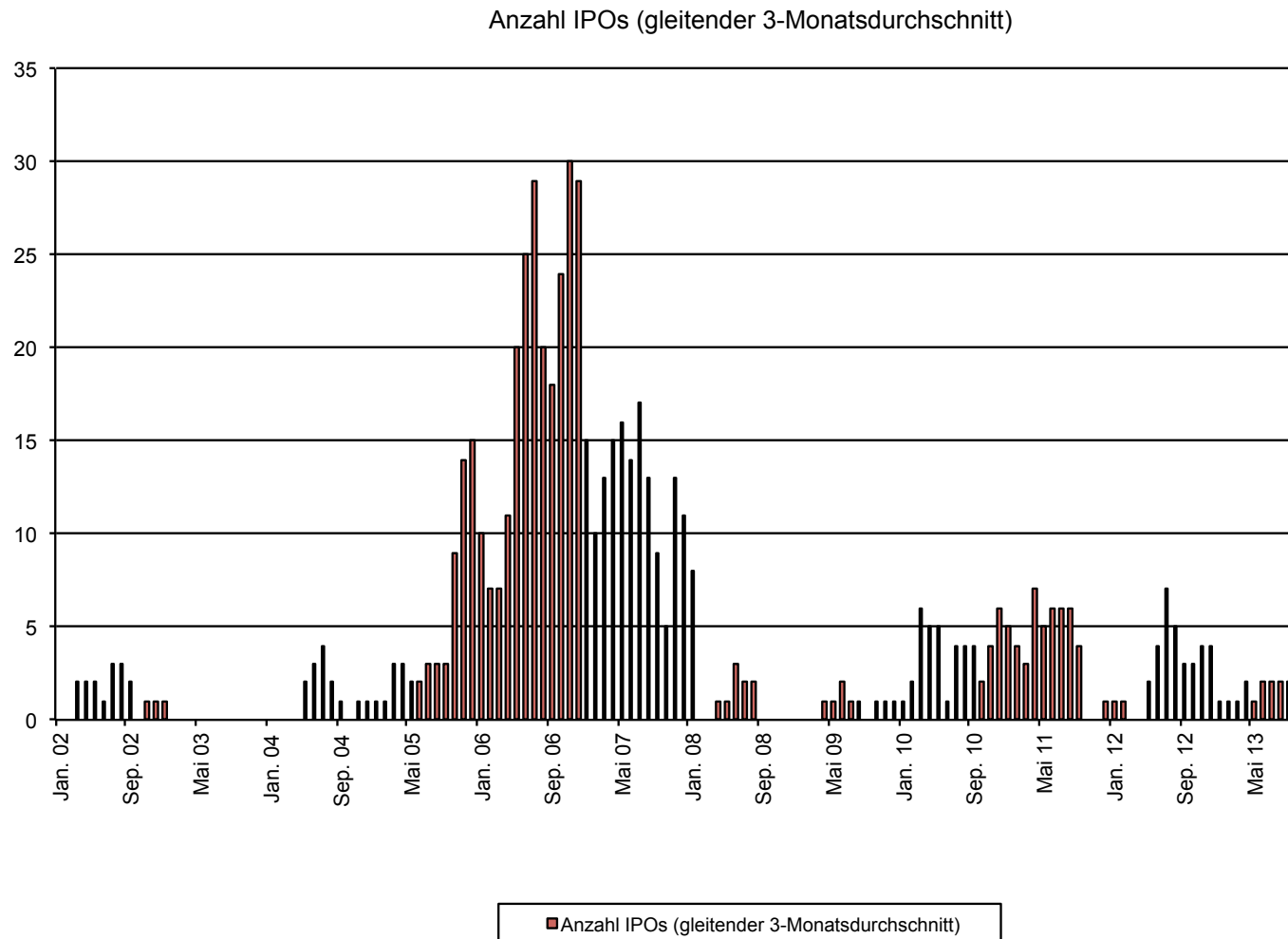
Quelle: BoE/ECB (2014)

Chart 2: European securitisation outstanding ^(a)

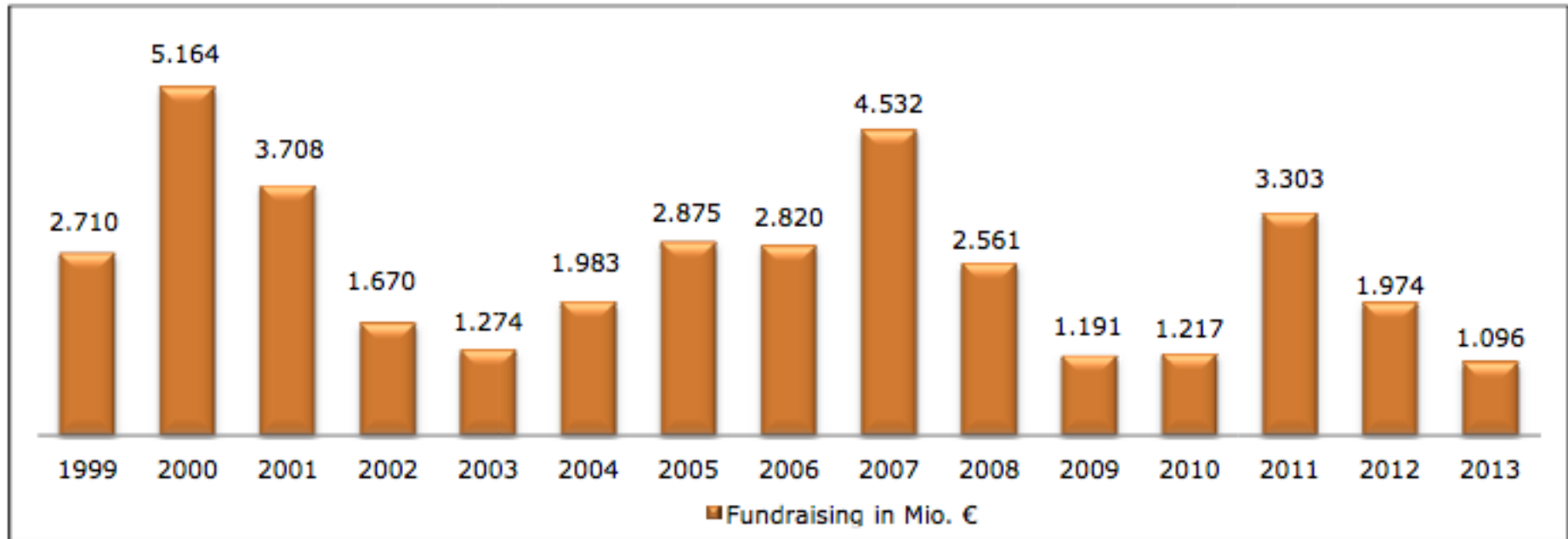


Agenda

- I. Zur Finanzierungssituation im Mittelstand
- II. Die Fremdkapitalseite
- III. Die Eigenkapitalseite
- IV. Fazit



Quelle: Kaserer (2014)



Quelle: bis 2006 BVK-Statistiken, ab 2007 PEREP Analytics

Tab. A6a Investitionen (Marktstatistik)

	2012				2013			
	Mio. Euro	%	Unternehmen	%	Mio. Euro	%	Unternehmen	%
Nach Finanzierungsanlass								
Seed	31,59	0,5	147	11,4	44,07	0,9	168	13,0
Start-up	335,24	5,1	451	35,0	372,97	8,0	436	33,9
Later stage-Venture Capital	200,51	3,0	209	16,2	256,85	5,5	136	10,6
Venture Capital insgesamt	567,34	8,6	780	60,6	673,89	14,4	723	56,1
Growth	711,60	10,7	374	29,0	346,03	7,4	456	35,4
Turnaround	15,60	0,2	10	0,8	27,97	0,6	17	1,3
Replacement Capital	65,05	1,0	15	1,2	40,40	0,9	11	0,9
Buy-Outs	5.266,45	79,5	116	9,0	3.589,73	76,7	86	6,7
Gesamt	6.626,03	100,0	1.288	100,0	4.678,00	100,0	1.288	100,0

	DIVIDENDEN- AUSSCHÜTTUNG	„AUSSCHÜTTUNG“ IN FORM EINER ZINSAHLUNG
BETRIEBSERGEBNIS VOR STEUERN	1,4250	1,050
- ZINSAHLUNG	0,0000	1,000
GEWINN VOR STEUERN	1,4250	0,050
- GEWERBESTEUER (14%)	0,1995	0,042
- KÖRPERSCHAFTSTEUER ZZGL. SOLIDARITÄTSZUSCHLAG (15,825%)	0,2255	0,008
GEWINN NACH STEUERN	1,0000	0,000
DIVIDENDEN- BZW. ZINSAHLUNG	1,00000	1,00000
- ABGELTUNGSSTEUER ZZGL. SOLIDARITÄTSZUSCHLAG (26,375%)	0,26375	0,26375
NETTOEINKÜNFTE BEI INVESTOR	0,73625	0,73625

Hinweis: In dieser Rechnung wird ein Gewerbesteuerhebesatz von 400 Prozent unterstellt. Kirchensteuern werden nicht berücksichtigt. Bei der Berechnung der Gewerbesteuerschuld ist zu berücksichtigen, dass ein Viertel der Schuldzinsen nicht von der gewerbesteuerlichen Bemessungsgrundlage abzugsfähig ist. Es wird unterstellt, dass die körperschaftsteuerlichen Regelungen zur Zinsschranke nicht greifen.

Agenda

- I. Zur Finanzierungssituation im Mittelstand
- II. Die Fremdkapitalseite
- III. Die Eigenkapitalseite
- IV. Fazit

- Der Markt für Unternehmensfinanzierung befindet sich in einem grundlegenden Wandel. Die Bedeutung der bankenbasierten Finanzierung ist rückläufig.
- Mittelständische Unternehmen haben in den letzten Jahren vor allem über Gewinnthesaurierungen ihre Eigenkapital- und Liquiditätssituation verbessert.
- Soweit man mittelständische Unternehmen betrachtet werden in Deutschland kapitalmarktbasierende Finanzierungsalternativen weiterhin nur in geringem Umfang in Anspruch genommen.
- Die Ursachen hierfür sind vielfältig; auch regulatorischen Hürden sind dabei nicht zu vernachlässigen.

Lehrstuhl für Finanzmanagement und Kapitalmärkte
TU München | Arcisstrasse 21 | 80333 München
Tel: +49 89 289 25489
Web: <http://www.fm.wi.tum.de>
Email: christoph.kaserer@wi.tum.de