

**Der Kapitalmarkt als Finanzierungsalternative –
Eigen- und Fremdfinanzierungsmöglichkeiten an den Börsenplätzen
für den deutschen Mittelstand**

DISSERTATION

zur Erlangung des akademischen Grades

„Doctor rerum politicarum“ (Dr. rer. pol.)

an der

Fakultät Wirtschaftswissenschaften

der Technischen Universität Dortmund

Erstgutachterin: Prof. Dr. Christiane Pott

Zweitgutachter: Prof. Dr. Andreas Hoffjan

Drittgutachter: Prof. Dr. Hartmut Holzmüller

vorgelegt von

André Requardt, M. Sc.

aus Iserlohn

Februar 2026

Inhaltsverzeichnis

INHALTSVERZEICHNIS	II
TABELLENVERZEICHNIS	V
ABBILDUNGSVERZEICHNIS.....	VI
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	VII
1 EINLEITUNG	1
1.1 Relevanz des Themas und Zielsetzung der Arbeit	1
1.2 Aufbau der Arbeit.....	3
2 GRUNDLAGEN UND METHODISCHES VORGEHEN ZUR BEANTWORTUNG DER FORSCHUNGSFRAGE.....	6
2.1 Definition und Abgrenzung des deutschen Mittelstandes	6
2.1.1 Quantitative Abgrenzungsmerkmale	6
2.1.2 Qualitative Abgrenzungsmerkmale	9
2.1.3 Deutscher Mittelstand im internationalen Vergleich und historischen Kontext	11
2.2 Klassische Finanzierungsformen	14
2.2.1 Eigenkapitalfinanzierung.....	15
2.2.1.1 Kapitalrücklagen und Kapitalerhöhungen.....	15
2.2.1.2 Gewinnrücklagen	18
2.2.1.3 Private Equity.....	19
2.2.2 Fremdkapitalfinanzierung.....	20
2.2.2.1 Bankkredite	21
2.2.2.2 Fördermittel.....	30
2.2.3 Mischformen	32
2.2.3.1 Mezzanine-Finanzierung.....	32
2.2.3.2 Wandeldarlehen	34
2.3 Kapitalmarktbasierete Finanzierungsformen	36
2.3.1 Aktienemission.....	36
2.3.2 Anleihenemission	38
2.3.3 Hürden des Kapitalmarktzugangs.....	40

2.3.3.1	Wahl der Rechtsform	41
2.3.3.2	Rechnungslegungsvorschriften für kapitalmarktorientierte Unternehmen.....	43
2.3.4	Kosten der Kapitalmarktfähigkeit	46
2.3.5	Eintritt im Scale Segment.....	49
2.4	Theorien der neuen Institutionenökonomik und Stewardship-Theorie.....	52
2.4.1	Prinzipal-Agent-Theorie.....	53
2.4.2	Stewardship-Theorie.....	54
2.4.3	Property-Rights-Theorie.....	55
2.4.4	Transaktionskostentheorie.....	56
2.5	Literaturbasierte Analyse des Kapitalmarktes als Finanzierungsalternative für den deutschen Mittelstand.....	57
2.5.1	Strukturierte Literaturrecherche	57
2.5.1.1	Zielsetzung und Relevanz	58
2.5.1.2	Methodisches Vorgehen.....	60
2.5.1.3	Such- und Auswahlprozess	63
2.5.2	Ergebnisse der Literaturlauswertung	72
2.5.2.1	Datenauszug Literaturkorpus	72
2.5.2.2	Synthese	79
2.5.3	Verdichtung der Synthese und Implikationen der Literaturlauswertung	86
2.5.4	Literaturbasiertes Zwischenfazit und Konkretisierung der Forschungsfrage	89
2.6	Methodologie und Interviewstudie	91
2.6.1	Grundlagen der wissenschaftlichen Forschung	91
2.6.2	Konzeption der Interviewstudie.....	94
2.6.2.1	Datenerhebung und Gestaltung des Interviewleitfadens	96
2.6.2.2	Auswahl geeigneter Unternehmen und Interviewpartner.....	98
2.6.2.3	Dokumentation der Interviews	100
2.6.3	Datenauswertung und Vorgehen der Qualitativen Inhaltsanalyse	104
2.6.3.1	Qualitative Inhaltsanalyse nach Mayring.....	104
2.6.3.2	Kategoriensystem der Qualitativen Inhaltsanalyse	108
2.6.3.3	Wahrung der Gütekriterien.....	112
3	ERGEBNISSE DER EMPIRISCHEN UNTERSUCHUNG	120
3.1	Attraktivität des Kapitalmarktes	121
3.1.1	Interesse an weiterer Finanzierungsmöglichkeit.....	121
3.1.2	Wahrnehmung als Finanzierungsalternative.....	123
3.1.3	Notwendigkeit Unternehmenswachstum	126
3.1.4	Wahrnehmung als Wachstumsbeschleuniger	128
3.1.5	Hemmnisse und Herausforderungen des Kapitalmarktes	129

3.1.6	Zusammenfassung	132
3.2	Unternehmenskultur und Unternehmenspositionierung	135
3.2.1	Identifikation als Mittelständler.....	135
3.2.2	Wertvorstellungen als Mittelständler.....	138
3.2.3	Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen	141
3.2.4	Divergenz eigener Werte zur Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen	143
3.2.5	Zusammenfassung	145
3.3	Kontrollverlust.....	148
3.3.1	Strategische Entscheidungshoheit	148
3.3.2	Kontrollverlust einhergehend mit Kapitalmarktfinanzierung	150
3.3.3	Nutzung verschiedener Ausgestaltungsformen	152
3.3.4	Meinungsänderung nach Erläuterung der Ausgestaltungsformen	155
3.3.5	Zusammenfassung	157
4	GESAMTWÜRDIGUNG DER ERGEBNISSE	160
4.1	Zusammenfassung der Forschungsergebnisse und Implikationen.....	160
4.2	Forschungsbeitrag	168
4.3	Ausblick und Handlungsempfehlungen	171
4.4.	Limitationen und Anknüpfungspunkte für weitergehende Forschung.....	175
5	SCHLUSSWORT	178
6	LITERATURVERZEICHNIS UND GESETZESVERZEICHNIS.....	180
6.1	Literaturquellen	180
6.2	Gesetzesquellen	194
	ANHANG.....	195
	Formelles Anschreiben an geschäftsführende Gesellschafter und kaufmännische Verantwortliche	195
	Interviewleitfaden für geschäftsführende Gesellschafter und kaufmännische Verantwortliche	198
	Interviewleitfaden für Berater	202
	Definitionen und Beispiele der Subkategorien	206

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1.1: KMU Größenkriterien nach HGB	7
Tabelle 1.2: KMU Größenkriterien nach Europäischer Kommission	7
Tabelle 1.3: KMU Größenkriterien nach IfM.....	7
Tabelle 1.4: Volumen des Mittelstandes nach IfM und Europäischer Kommission	9
Tabelle 2.1: Wesentliche Bilanzierungsunterschiede zwischen HGB und IFRS	44
Tabelle 3.1: Übersicht Datenbanken	65
Tabelle 3.2: Übersicht Schlüsselbegriffe und Suchstrings in Deutsch und Englisch.....	66
Tabelle 3.3: Überblick Literaturkorpus	72
Tabelle 4.1: Abgrenzung quantitativer und qualitativer Forschung	93
Tabelle 5.1.: Übersicht der Interviewpartner	102
Tabelle 5.2: Transkriptionsregeln der Interviews.....	103
Tabelle 6.1: Adaption des Ablaufschemas für inhaltliche strukturierte qualitative Inhaltsanalyse nach Mayring im Rahmen der vorliegenden Dissertation	107
Tabelle 7.1: Haupt- und Subkategorie(n) der ersten Forschungsfrage	108
Tabelle 7.2: Haupt- und Subkategorie(n) der zweiten Forschungsfrage	109
Tabelle 7.3: Haupt- und Subkategorie(n) der dritten Forschungsfrage	110
Tabelle 8.1.: Codehäufigkeit nach Subkategorien.....	111
Tabelle 9.1.: Ergebnisse der Interkoderüberprüfung	118

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Kreditvolumen deutscher Banken an inländische Unternehmen und wirtschaftlich Selbstständige seit 2007 in Mrd. EUR.....	24
Abbildung 2: Exemplarisches Vorgehen zur Ermittlung des Ratingergebnisses	26
Abbildung 3: Exemplarische Darstellung der Bandbreite der Kosten eines Börsengangs mit einem Emissionsvolumen von 62,5 Mio. EUR in Tsd. EUR	49
Abbildung 4: Marktsegmente der Frankfurter Börse.....	50
Abbildung 5: PRISMA-Flowchart.....	70

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AK/HK	Anschaffungskosten/ Herstellungskosten
AktG	Aktiengesetz (Deutschland)
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BilMoG	Bilanzmodernisierungsgesetz
BilReG	Bilanzrechtsreformgesetz
bzw.	beziehungsweise
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
d.h.	das heißt
EUR	Euro
EZB	Europäische Zentralbank
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	GmbH-Gesetz
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
i. e. S.	im engeren Sinne
IfM	Institut für Mittelstandsforschung Bonn
IFRS	International Financial Reporting Standards
inkl.	inklusive
IPO	Initial Public Offering / Börsengang
IRWP	Internationale Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung
i. w. S.	im weiteren Sinne
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KMU	Kleine und Mittlere Unternehmen
MAR	Marktmissbrauchsverordnung
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden

NIÖ	Neue Institutionenökonomik
OTC	Over the Counter
POC-Methode	Percentage of completion Methode
SE	Societas Europea
SME	Small and Medium-sized Enterprises
sog.	sogenannte(r)
Tsd.	Tausend
USD	US-Dollar
u.U.	unter Umständen

1 Einleitung

1.1 Relevanz des Themas und Zielsetzung der Arbeit

„Die kleinen und mittelständischen Unternehmen – sie sind so etwas wie das Herzstück oder das Rückgrat unserer Sozialen Marktwirtschaft.“ (Angela Merkel)¹

In Deutschland arbeiten über 60% aller Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer² in kleinen und mittleren Unternehmen (KMU). Dem Definitionsbereich werden 99% aller deutschen Unternehmen zugeordnet.³ Mit einem kumulierten Umsatz von über 5,7 Billionen Euro tragen sie entscheidend zur wirtschaftlichen Stärke der Bundesrepublik teil.⁴ Doch trotz ebendieser zentralen ökonomischen und sozialen Sonderstellung leidet der deutsche Mittelstand an unzureichenden Finanzierungsalternativen. Pandemie- und kriegsbedingte Krisenzeiten fordern ihren Tribut in Form von Umsatzeinbußen, ausgeschöpften Liquiditäts- und Gewinnrücklagen sowie inflationsbedingt gestiegenem Kostenniveau. Mittelständische Unternehmen prüfen daher die Ausweitung ihrer Finanzierungsformen⁵ und fordern die Deregulierung des Finanzmittelzugangs.⁶

Als eine dieser potenziellen Finanzierungsalternativen positionieren sich verstärkt Kapitalmärkte – auch, weil mittelständische Unternehmen an den deutschen Börsen bis dato stark unterrepräsentiert sind.⁷ Den Bedarf an zusätzlichen Finanzierungsformen für den Mittelstand und die potenzielle verstärkte Nutzung der Kapitalmärkte als ebendiese Alternative hat auch die Europäische Union erkannt. Durch Abbau von Regulatorik und Schaffung einer Kapitalmarktunion sollen mittelständische Unternehmen an die Kapitalmärkte gelockt werden.⁸ Einschlägige Literatur prognostiziert im Kontext vorhandener Nachfrage und sukzessivem Abbau von Regulatorik eine verstärkte Nutzung der Kapitalmärkte durch mittelständische Unternehmen.⁹

¹ Vgl. PRESSE- UND INFORMATIONSSAMT DER BUNDESREGIERUNG (2009), S. 1.

² Zum Zwecke der besseren Lesbarkeit wird im Verlauf dieser Arbeit die jeweils maskuline Schreibform verwendet.

³ Vgl. BUNDESMINISTERIUM FÜR WIRTSCHAFT UND ENERGIE (2016), S. 1.

⁴ Vgl. ARBEITSGEMEINSCHAFT MITTELSTAND (2023), S. 12.

⁵ BFM (2021), <https://www.bundesverband-factoring.de/kontakt/presse/pressemitteilungen/mittelstandsfinanzierung-strategien-und-hemmnisse-in-krisenzeiten>, Zugriff am 29.01.2025.

⁶ Vgl. AG MITTELSTAND (2023), S. 5.

⁷ Vgl. BENDEL ET AL. (2016), S. 44 f.

⁸ Vgl. EUROPÄISCHE KOMMISSION (2015), S. 2.

⁹ Vgl. RISCHBIETER (2014), BENDEL ET AL. (2016) und DEMARY ET AL. (2015).

Diesen Bestrebungen und Prognosen steht die Wirklichkeit gegenüber. Im Gegensatz zum US-amerikanischen Unternehmensumfeld sind deutsche Unternehmen kaum über öffentliche Märkte finanziert.¹⁰ Trotz vorhandener Nachfrage dieser Unternehmen spielen kapitalmarktbasierende Finanzierungsformen auch heute noch eine untergeordnete Rolle. An dieser Stelle setzt die folgende Dissertation an.

Zielsetzung der Arbeit

Der Kapitalmarkt bietet grundsätzlich verschiedene Möglichkeiten der Unternehmensfinanzierung. Diese können sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalcharakter aufweisen. Eigenkapitalfinanzierungsformen werden in der Regel durch Aktien abgebildet. Innerhalb dieser Finanzierungsform kann weiter differenziert werden.¹¹ Auf Fremdkapitalseite sind Anleihen die am häufigsten genutzte Ausgestaltungsoption.¹² Mittelständische Unternehmen jedoch sind weitestgehend über Eigenmittel oder Fremdmittel ihrer Hausbanken finanziert.¹³ Die Tatsache, dass bisher wenig an Kapitalmärkten präsenten Mittelständler wirft unweigerlich die Frage auf, weshalb Kapitalmarkt und Mittelstand kaum zueinander finden. Die Gründe zur Beantwortung dieser Forschungsfrage sind jedoch vielschichtig. Wenn sie valide beantwortet werden soll, müssen neben der bloßen Erklärung kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen die Treiber und Verweigerungsgründe des Mittelstands beleuchtet werden. Ist die Schaffung einer Kapitalmarktunion, die Deregulierung des Kapitalmarktzugangs und das Bestreben des Mittelstands ausreichend für eine prospektiv verstärkte Nutzung dieser Finanzierungsform – oder gibt es signifikante, bisher wenig beachtete Verweigerungsgründe der mittelständischen Unternehmen?

Als ultimatives Ziel dieser Arbeit gilt die Erhebung dieser Gründe, die Analyse der dahinterliegenden Treiber sowie die Ableitung von Handlungsempfehlungen für Mittelstand, Kapitalmarkt, Intermediäre und regulierende Gesetzgebung. Ergänzend zu bereits angestoßenen Forschungsaktivitäten im Umfeld Kapitalmarktfinanzierung von Mittelständlern soll diese Erhebung dabei den Versuch wagen, nicht ausschließlich kosten- und komplexitätsbedingte Verweigerungsgründe heranzuziehen, sondern das Werteverständnis von Mittelständlern aufzugreifen, sowie die intrinsische Wahrnehmung seiner selbst in Abgrenzung zu kapitalmarktorientierten Unternehmen zu eruieren.

¹⁰ Vgl. BENDEL ET AL. (2016), S. 39 und STATISTA (2021b), S. 1.

¹¹ Vgl. DASKE/EHRHARDT (2005), S. 3.

¹² Vgl. DIWALD (2013), S. 3 und DIMLER (2018), S. 91.

¹³ Vgl. BUSSE (2003), S. 659; ZANTOW/DINAUER (2011), S. 46 und BECKER ET AL. (2015), S. 8.

Weiterhin soll zu diesen Ansatzpunkten zudem der Faktor Unwissenheit in Anbetracht möglicher kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen berücksichtigt werden.

1.2 Aufbau der Arbeit

Die aufgeworfene Forschungsfrage muss unter Berücksichtigung des aktuellen Standes wissenschaftlicher Beiträge im Kontext Unternehmensfinanzierung, im besonderen Mittelstandsfinanzierung und kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen erörtert werden.

Daher wird zunächst im Rahmen von Kapitel 2 das theoretische Fundament zu ebendieser Beantwortung gelegt.

Die Besonderheit des kulturellen Konstruktes Mittelstand wird zunächst in Kapitel 2.1 hervorgehoben. Die wissenschaftlich nicht abschließende Definition „Mittelstand“ kann nur unter Berücksichtigung quantitativer und qualitativer Abgrenzungsmerkmale erfolgen. Im historischen Kontext und ergänzt um kulturell bedingte Aspekte nähert sich diese Arbeit einer adäquaten Beschreibung des Phänomens Mittelstand.

Im folgenden Kapitel 2.2 werden grundlegende, in diesem Sinne klassische, Finanzierungsformen des Mittelstands beschrieben. Sie reichen von Formen mit Eigenkapitalcharakter über Formen mit Fremdkapitalcharakter bis hin zu gängigen Mischformen. Diese Abgrenzung und dedizierte Erläuterung ist unter dem Aspekt der im Mittelstand vertretenen vielfältigen Unternehmensgrößen wichtig, denn die Nutzung von Finanzierungsformen geht womöglich mit der Unternehmensgröße einher.

Kapitel 2.3 greift kapitalmarktbasierende Finanzierungsformen auf. Analog zu den klassischen Finanzierungsformen werden gängige eigenkapitalbasierte und fremdkapitalbasierte Alternativen beschrieben. Weiterhin erfolgt eine literaturbasierte Darlegung potenzieller Hürden des Kapitalmarktzugangs für mitteständische Unternehmen sowie Aufzeigung der von Börsenplätzen angebotenen Einstiegssegmente.

Nach der Definition des Mittelstands und der Beschreibung gängiger kapitalmarktbasierter und nicht-kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen wird in Kapitel 2.4 ein theoretischer Bezugsrahmen der vorliegenden Arbeit definiert.

Ergänzend zu dem theoretischen Bezugsrahmen wird in Kapitel 2.5 eine umfangreiche, strukturierte Literaturrecherche sowohl methodisch als auch inhaltlich behandelt. Die

dem Framework von Templier & Paré folgende Herleitung eines geeigneten Literaturkorpus wird anschließend systematisch aufgearbeitet und synthetisiert. Die dort gewonnenen Erkenntnisse und aus ihnen abgeleiteten Implikationen bilden die Grundlage für ein literaturbasiertes Zwischenfazit und die Konkretisierung der Forschungsfragen.

Kapitel 2.6 unternimmt anschließend eine Beschreibung der gewählten Methodologie der empirischen Studie nach Mayring und der anschließend durchgeführten Interviewstudie.

Im Kontext des dritten Kapitels werden die in der Interviewstudie erzielten Ergebnisse vorgestellt, kategorisiert und interpretiert. Kapitel 3.1 beleuchtet dabei die Attraktivität des Kapitalmarktes als Finanzierungsalternative für mittelständische Unternehmen und nähert sich einer adäquaten Beantwortung der ersten konkretisierten Forschungsfrage. Kapitel 3.2 und 3.3 widmen sich der im Rahmen der literaturbasierten Analyse aufgeworfenen zweiten und dritten konkretisierten Forschungsfrage, welche Fokus auf die Treiber hinter den potenziellen Verweigerungsgründen mittelständischer Unternehmen legen. Hier ist zum einen die Interpretation der eigenen Unternehmenswerte und Definition der Unternehmenspositionierung in Abgrenzung zu derer kapitalmarktorientierter Unternehmen zu nennen. Zum anderen ist die im Kontext Kapitalmarktfinanzierung mitschwingende Befürchtung von Kontrollverlust über das eigene Unternehmen zu nennen. Die Chronologie des dritten Kapitels erfolgt dabei dem Ablaufschema der gewählten Methodik nach Mayring.

Kapitel 4 konkludiert die auf Basis der Interviewstudie erzielten und im Rahmen des dritten Kapitels zusammengefassten und interpretierten Erkenntnisse. Dies erfolgt zunächst durch eine weitere Zusammenfassung der Forschungsergebnisse respektive der Zusammenfassung der drei Hauptkategorien aus Kapitel 3. Neben dieser Zusammenfassung erfolgt die Ableitung dedizierter Implikationen, welche auf Basis der gewonnenen Erkenntnisse und im Kontext theoretisch-konzeptioneller Überlegungen gebildet werden können. Dies erlaubt eine komprimierte Darstellung der Antworten auf die in Kapitel 2.5 aufgeworfenen, konkretisierten Forschungsfragen. Anschließend wird in Kapitel 4.2 der in dieser Arbeit erzielte Forschungsbeitrag beschrieben und in den Kontext zuvor identifizierter Forschungsbeiträge anderer Forscher gesetzt. Ausgehend von diesem Forschungsbeitrag kann anschließend ein Ausblick auf die prospektive Entwicklung kapitalmarktbasierter Mittelstandsfinanzierung gewagt werden. Zudem werden die in der Zielsetzung geforderten Handlungsempfehlungen für verschiedene Akteursgruppen dargelegt. Forschung jedoch kann niemals abschließend sein. Somit

zeigt Kapitel 4.4 die Limitationen dieser Arbeit auf. Sie können dabei auch als Anknüpfungspunkte für weitergehende Forschung betrachtet werden.

Kapitel 5 ordnet alle gewonnenen, sowohl literaturbasierten als auch im Rahmen der Studie erhobenen, Erkenntnisse im Kontext der zentralen Forschungsfrage ein und erlaubt ein für diese Dissertation abschließendes Urteil im Themenkomplex Mittelstandsfinanzierung über den Kapitalmarkt.

2 Grundlagen und methodisches Vorgehen zur Beantwortung der Forschungsfrage

2.1 Definition und Abgrenzung des deutschen Mittelstandes

Grundlage einer Untersuchung der Finanzierungsalternativen des deutschen Mittelstands stellt die konkrete Definition dieser Unternehmensgattung dar. Inwiefern unterscheiden sich Mittelständler von anderen Unternehmen? Durch welche Merkmale zeichnen sie sich aus?

Die neoterische wissenschaftliche Diskussion vermeidet es jedoch, präzise Kriterien zur Beurteilung der Mittelstandszugehörigkeit zu definieren. Vielmehr gibt es eine Vielzahl an verschiedenen Abgrenzungscharakteristika, welche in quantitative und qualitative Bereiche unterteilt werden können – und sowohl isoliert voneinander als auch integriert verwendet werden.¹⁴ Begriffe wie Mittelstand, KMU und Familienunternehmen werden dabei nicht nur synonym, sondern oftmals auch losgelöst voneinander verwendet.¹⁵ Aufgrund fehlender gesetzlicher Regelungen kommt es mitunter zur willkürlichen Verwendung des Begriffs¹⁶ sowie zu teils widersprüchlichen Aussagen.¹⁷ Weder national noch international haben sich somit bisher einheitliche Definitionen durchsetzen können.¹⁸ Die folgenden Kapitel widmen sich gängigen, in Theorie und Praxis verwendeten, Abgrenzungscharakteristika, unterstreichen den Stellenwert des Mittelstands für die deutsche Unternehmenslandschaft und seine Besonderheiten im internationalen Vergleich. Zu bemerken sei an dieser Stelle, dass der deutsche Mittelstand, als in der breiten Öffentlichkeit häufig diskutierter Gegenstand, aus wissenschaftlicher Perspektive eher rudimentär erforscht ist.¹⁹

2.1.1 Quantitative Abgrenzungsmerkmale

Die angesprochene wissenschaftliche Diskussion beschränkt sich nicht ausschließlich auf eine Abgrenzung zwischen quantitativen und qualitativen Merkmalen. Innerhalb der

¹⁴ Vgl. BECKER ET AL. (2008), S. 5.

¹⁵ Vgl. BECKER ET AL. (2015), S. 3.

¹⁶ Vgl. ARENTZ/MÜNSTERMANN (2013), S. 622.

¹⁷ Vgl. BERLEMANN/JAHN (2014), S. 23.

¹⁸ Vgl. JANSSEN (2009), S. 8; BEIERSDORF/ZEIMES (2005), S. 115; EUROPÄISCHE KOMMISSION (2003a), S. 70.

¹⁹ Vgl. BECKER ET AL. (2015), S. 3.

quantitativen Kriterien können verschiedenste Grenzwerte – je nach definitionsgebender Institution – identifiziert werden. In der Regel stellen die Anzahl der Beschäftigten, die im Geschäftsjahr generierten Umsatzerlöse und die Bilanzsumme die zentralen Bewertungsmaßstäbe dar. Mitunter werden diese drei Kategorien auch aus Mangel weiterer typisierender Daten genutzt.²⁰ Weiterhin werden mittelständische Unternehmen in Deutschland oft mit den Kleinen und Mittleren Unternehmen (KMU) gleichgesetzt²¹, um Größendefinitionen des Handelsgesetzbuches (HGB) anzuwenden. Neben der deutschen Rechtsprechung können Größenkriterien der EU-Kommission und des Instituts für Mittelstandsforschung in Bonn (IfM) als wissenschaftlich relevant angesehen werden.

	Kleine Unternehmen	Mittlere Unternehmen	Große Unternehmen
Bilanzsumme	< 7,5 Mio. EUR	≤ 25 Mio. EUR	> 25 Mio. EUR
Jahresumsatz	< 15 Mio. EUR	≤ 50 Mio. EUR	> 50 Mio. EUR
Arbeitnehmer	< 50	≤ 250	> 250

Tabelle 1.1: KMU Größenkriterien nach HGB, eigene Darstellung nach §267 HGB.

	Kleine Unternehmen	Mittlere Unternehmen
Bilanzsumme	< 10 Mio. EUR	< 43 Mio. EUR
Jahresumsatz	< 10 Mio. EUR	< 50 Mio. EUR
Arbeitnehmer	< 50	< 250

Tabelle 1.2: KMU Größenkriterien nach Europäischer Kommission, eigene Darstellung nach Europäischer Kommission, 2003b, S.3.

	Kleine Unternehmen	Mittlere Unternehmen	KMU (zusammen)
Jahresumsatz	< 10 Mio. EUR	< 50 Mio. EUR	< 50 Mio. EUR
Arbeitnehmer	< 50	< 500	< 500

Tabelle 1.3: KMU Größenkriterien nach IfM, eigene Darstellung nach IfM Bonn.²²

²⁰ Vgl. MUGLER (1998), S. 19; PFOHL (2006), S. 3.

²¹ Im Kontext dieser Arbeit werden die Begriffe Mittelständler, KMU und SME synonym verwendet.

²² Die aktuell gültigen Grenzwerte für KMU des IfM können unter www.ifm-bonn.org abgerufen werden.

Anders als die Kategorisierung des HGB und der EU-Kommission definiert das IfM lediglich zwei quantitative Abgrenzungsmerkmale. Ebenso sind die nicht einheitlich gewählten Schwellenwerte bei den drei Institutionen erkennbar.

Nach HGB werden all jene Unternehmen mit einer Bilanzsumme von weniger als 25 Mio. EUR, einem Jahresumsatz von weniger als 50 Mio. EUR und einer Anzahl durchschnittlich beschäftigter Arbeitnehmer von weniger als 250 den KMU und somit dem Mittelstand zugeordnet. Die Grenzwerte der Europäischen Kommission hingegen übersteigen die des HGB. Unternehmen mit einer Bilanzsumme von nicht mehr als 43 Mio. EUR und einem Jahresumsatz von nicht mehr als 50 Mio. EUR können als Mittelständler identifiziert werden. Die Anzahl der im Berichtsjahr durchschnittlich beschäftigten Mitarbeiter beläuft sich ebenfalls auf maximal 250. In Hinblick auf die Schwellenwerte für Jahresumsätze des IfM zeigen sich diese simultan zu denen der Europäischen Kommission. Die Anzahl der Arbeitnehmer beziffert sich allerdings auf bis zu 500.

Die Grenzwerte der Europäischen Kommission stellen insofern eine Besonderheit dar, da sie im Jahr 2003 mit dem erklärten Ziel einer europäisch einheitlich geregelten Definition von KMU entwickelt wurden. Durchgesetzt haben sich diese Grenzwerte im internationalen Konsens allerdings nicht vollends. Gegenteilig kann aber auch nicht davon ausgegangen werden, dass nationale Institutionen auch die nationalen Definitionsmerkmale anwenden.²³

Werden diese verschiedenen Grenzwerte weiterhin zur Identifikation der dem Mittelstand zugehörigen Unternehmen zugrunde gelegt, ergeben sich daraus folgerichtig unterschiedliche Volumina. So wurden im Jahr 2018 alleine den Wirtschaftssegmenten Handel, wissenschaftliche und technische Dienstleistungen, Baugewerbe, Gastgewerbe oder verarbeitendes Gewerbe jeweils über 200.000 KMU zugeordnet.²⁴ Tabelle 1.4 können die Auswirkungen der differenten Grenzwerte hinsichtlich des Volumens des deutschen Mittelstandes entnommen werden.

²³ So berücksichtigt die deutsche KfW Bank die Grenzwerte der Europäischen Kommission, nicht die des HGB, vgl. hierzu KfW (2016), S. 1.

²⁴ Vgl. STATISTA (2020a), S. 1.

	IfM	Europäische Kommission
Gesamtanteil KMU Umsatz	99,51 %	99,36 %
Anteil Umsatz	2.397,1 Mrd. EUR	2.315,59 Mrd. EUR
Arbeitnehmer	34,4 %	33,2 %
Anteil Arbeitnehmer	17.767.558	16.061.290
	57,6 % ²⁵	52,0 % ²⁶

Tabelle 1.4: Volumen des Mittelstandes nach IfM und Europäischer Kommission, eigene Darstellung.

Der Anteil der KMU an allen in Deutschland operierenden Unternehmen und Konzernen beläuft sich nach Definition des IfM auf 99,51% und somit um 0,15 Prozentpunkte mehr als nach Definition der Europäischen Kommission. Der Umsatz liegt um 81,51 Mrd. EUR höher, was einem Plus von 1,2 Prozentpunkten entspricht. Auch mit Blick auf die sozialversicherungspflichtig beschäftigten Arbeitnehmer fällt der Unterschied mit 1.706.268 (5,6 Prozentpunkte) signifikant aus. Da beide definitionsgebende Institutionen eine Jahresumsatzgrenze von 50 Mio. EUR ansetzen, müssen die entstandenen Unterschiede auf Grundlage der Arbeitnehmer entstanden sein.²⁷ Die höhere Grenze des IfM lässt somit die Schlussfolgerung zu, dass 81,51 Mrd. EUR bzw. 1.706.268 Arbeitnehmer in Unternehmen mit einem Jahresumsatz von unter 50 Mio. EUR und zwischen 251 und 500 Mitarbeitern erwirtschaftet werden bzw. beschäftigt sind.

2.1.2 Qualitative Abgrenzungsmerkmale

Die umrissenen quantitativen Abgrenzungsmerkmale unterstreichen die Notwendigkeit weiterer Definitionsmerkmale, um den Begriff des „Mittelstandes“ zu präzisieren. Eine rein auf numerischen Werten fußende Einordnung kann aufgrund mannigfaltiger Grenzwerte der definitionsgebenden Institutionen nicht abschließend durchgeführt werden. Daher bedient sich der wissenschaftliche Diskurs auch qualitativen Elementen. So führen Pichet und Lang beispielsweise an, dass jener deutsche Mittelstand eher kulturelles Konstrukt denn starre Größendefinition sei und heutzutage fälschlicherweise

²⁵ Vgl. IfM (2019a), S. 1.

²⁶ Vgl. IfM (2019b), S. 1.

²⁷ 250 (Europäische Kommission) zu 500 (IfM).

oft²⁸ mit größeren KMU gleichgestellt wird.²⁹ Die reine Zuordnung eines Unternehmens aufgrund seiner Bilanzsumme, dem Umsatzvolumen oder der Mitarbeiteranzahl würde der Bedeutung des deutschen Mittelstandes nicht gerecht werden. Denn neben den quantitativen Werten stellt auch die Einheit aus Eigentum und Leitung des Unternehmens ein nennenswertes Definitionsmerkmal dar. Zu unterscheiden sind hierbei verschiedene Führungsstrukturen. Die Literatur differenziert zwischen eigentümergeführten Unternehmen, familiengeführten Unternehmen und fremdgeführten Unternehmen. Eigentümergeführte Unternehmen zeichnen sich durch eine eindeutige Zuordnung der Besitz- und Leitungsstruktur zu einer Einzelperson aus. Zu bemerken sei, dass diese das Unternehmen führende Einzelperson den subjektiven Verzerrungen ihrer Wahrnehmung unterliegt und somit individuelle Interessen die strategische Ausrichtung des gesamten Unternehmens beeinflussen können. Familiengeführte Unternehmen grenzen sich insofern von eigentümergeführten Unternehmen ab, als dass sie einerseits besitztechnisch nicht einer einzelnen Person zugeordnet werden, sondern einer Familie und andererseits neben den der Familie angehörenden geschäftsführenden Gesellschaftern auch von Fremdgeschäftsführern geleitet werden können. Fremdgeführte Mittelständler können eigentümerrechtlich sowohl in Hand einer Einzelperson als auch einer Familie liegen, zeichnen sich aber durch eine vollständig fremdgeführte Geschäftsführung aus.³⁰

Weiterhin definiert sich der deutsche Mittelstand durch hochqualitative, innovative Produkte sowie der strategischen Positionierung in exportorientierten Nischenmärkten. Zusammenfassend definieren Pichet und Lang den deutschen Mittelstand auf Basis folgender Kriterien:

- Dezentralisierung
- Technologie
- Export
- Qualität
- Nachhaltigkeit.³¹

Das IfM-Bonn weist ebenfalls qualitative Definitionsmerkmale zur Erhöhung des Erklärungsgehaltes aus. Ähnlich zu Pichet und Lang spielt die Verbundenheit zur Familie

²⁸ und der Einfachheit halber

²⁹ Vgl. PICHET/LANG (2012), S. 1.

³⁰ Vgl. BECKER ET AL. (2015), S. 6.

³¹ Vgl. PICHET/LANG (2012), S. 4 f.

ein übergeordnetes Thema. Laut IfM sind dies eine oder mehrere natürliche Personen³² die Unternehmensleitung und Unternehmenseigentum in Unionperson verbinden. Dieses Definitionsmerkmal bildet, auf die deutsche Unternehmenslandschaft bezogen, eine große Schnittmenge mit den KMU-Größendefinitionen des IfM. Dennoch können demnach Unternehmen, welche die Größenkriterien überschreiten, als klassischer Mittelständler definiert werden, sofern sie eben jenes Konstrukt aus Führung und Eigentum aufweisen.³³ Nach qualitativer Definition des Deloitte Mittelstandsinstituts, welche sowohl eigentümer- und familiengeführte als mitunter auch managergeführte Unternehmen mit bis zu 3.000 Arbeitnehmern und einem Jahresumsatz von bis zu 600 Mio. EUR berücksichtigt, werden so zum Beispiel quantitative Abgrenzungsmerkmale³⁴ aufgeweicht.³⁵

2.1.3 Deutscher Mittelstand im internationalen Vergleich und historischen Kontext

Bedingt durch die thematisierten, qualitativen Definitionsmerkmale, welche ein weitaus umfangreicheres Verständnis des Terminus „Mittelstand“ ermöglichen als bloße quantitative Abgrenzungsmerkmale, stellt sich die Frage nach einer Äquivalenz des deutschen Mittelstands im europäischen Umland. Inwiefern verfügen die europäischen Partner der Bundesrepublik über ein vergleichbares unternehmerisches Konstrukt als Motor ihrer Volkswirtschaft?

Denn, in vielen Volkswirtschaften des Kontinents gilt der Mittelstand als Grund des wirtschaftlichen Erfolgs Deutschlands und trägt zu einer stärkeren Krisenfestigkeit im Vergleich zu anderen europäischen Staaten bei. Weiterhin wird ihm eine essenzielle Rolle bei der Ausbildung junger Arbeitnehmer zugeschrieben.³⁶ In einem Sozialstaat mit staatlichen Renten für Menschen nach ihrer Erwerbstätigkeit ein entscheidender Faktor. Diese jungen Arbeitnehmer übernehmen einen entscheidenden Anteil am künftigen Wirtschaftswachstum des Bundes. Im europäischen Vergleich liegt Deutschland mit einer Jugendarbeitslosenquote³⁷ von 5,3% nennenswert unter dem europäischen Durchschnitt von 13,3%.³⁸ KMU ermöglichen den Großteil der auf dem deutschen Arbeitsmarkt

³² oder ihre Familienangehörigen

³³ Vgl. IfM (o. J.a), <https://www.ifm-bonn.org/definitionen/mittelstandsdefinition-des-ifm-bonn>.

³⁴ wie beispielsweise die des HGB, der EU-Kommission und des IfM Bonn

³⁵ Vgl. BECKER ET AL. (2015), S. 5.

³⁶ Vgl. JAHN (2018), S. 18.

³⁷ Stand Mai 2022.

³⁸ Vgl. STATISTA (2022a), S. 1.

angebotenen Ausbildungsplätze.³⁹ Es ist dahingehend nur logisch, dass der Mittelstand auch von staatlicher Seite Unterstützung erfährt.⁴⁰

Die positiven Synergien der Wechselwirkung von Politik auf Mittelstand, Mittelstand auf Gesellschaft und Gesellschaft auf Politik fördern sowohl eine stabile Wirtschaft als auch gesellschaftlichen Zusammenhalt. Aufgrund dieser bedeutenden Merkmale gilt das Modell international als erstrebenswert. Deutschlands europäische Nachbarländer versuchen daher, dieses Konstrukt zu adaptieren.⁴¹ Eine verlässliche Vergleichsbasis auf qualitativer Ebene, wie der Eigentümer und Leitungsebene, zu identifizieren ist aufgrund der amtlichen Statistiken als einziger Quelle nicht möglich. Nichtsdestotrotz lässt sich der deutsche Mittelstand auf quantitativer Basis mit der Unternehmenskultur im Ausland vergleichen. Als Basis gelten hier zumeist die Grenzwerte der EU-Kommission.

Einer Auswertung des IfM-Bonn auf Basis des quantitativen Abgrenzungsmerkmals der Arbeitnehmeranzahl zufolge, differenziert sich der deutsche Mittelstand nicht auffällig vom Rest der Europäischen Union. Der Anteil der KMU an allen Unternehmen (-0,2 Prozentpunkte), der Anteil der von ihnen erwirtschafteten Wertschöpfung (-4 Prozentpunkte) und der Anteil der dort beschäftigten Arbeitnehmer (-6 Prozentpunkte) fällt sogar niedriger aus als im europäischen Durchschnitt. Festhalten lässt sich, dass deutsche KMU im Vergleich hinsichtlich der Unternehmensgröße deutlich über dem europäischen Durchschnitt auf dem ersten Platz liegen. Folgerichtig ist die Dichte an kleinen und mittleren Unternehmen hier am geringsten.⁴² Soll dem deutschen Mittelstand eine Sonderstellung innerhalb der EU eingeräumt werden, so müssen die Gründe dafür außerhalb der quantitativen Daten zu finden sein.

Eine Erklärung könnte in seiner historischen Bedeutung für die nach dem zweiten Weltkrieg junge Bundesrepublik liegen. So gilt der Mittelstand als entscheidender Erfolgsfaktor für das Wirtschaftswunder der Nachkriegszeit. Er galt als Synonym für Wiederaufbau, Wachstum und Beschäftigung – und ist dies noch heute.⁴³ Damit verbunden wird eine hohe Innovationskraft, welche Deutschland zurück in den Kreis der wirtschaftsstarken Nationen brachte. In der gesellschaftlichen Erinnerungskultur prägte

³⁹ Im Jahr 2020 bieten Kleinst-, kleine und mittlere Unternehmen in Deutschland 79,9% der Ausbildungsplätze an, vgl. hierzu IfM (2021), <https://www.ifm-bonn.org/statistiken/mittelstand-im-einzelnen/auszubildende>.

⁴⁰ Zum Beispiel durch speziell auf den Mittelstand zugeschnittene Förderkredite der KfW-Bank.

⁴¹ Vgl. JAHN (2018), S. 2.

⁴² Vgl. IfM (o. J.b), <https://www.ifm-bonn.org/statistiken/mittelstand-im-einzelnen/kmu-im-eu-vergleich>.

⁴³ Vgl. GOEKE (2008), S. 1.

sich das Charakteristikum – der Mittelstand trägt die deutsche Wirtschaft – ein und trug es über die nationalen Grenzen hinaus.

Ergänzend zu möglicherweise historisch bedingten Ursachen des wirtschaftlich starken deutschen Mittelstandes kann die sich von den europäischen Mitgliedsstaaten unterscheidende Unternehmenskultur untersucht werden. Unternehmenskulturen beruhen auf Überzeugungen, Wertvorstellungen und Handlungsmustern, die sich im Laufe der Unternehmensgeschichte gebildet haben.⁴⁴ Sie stellen ein immaterielles Konzept dar, wirken auf Abläufe und Mitarbeiter und können zudem einen durchaus entscheidenden Wettbewerbsvorteil erzeugen.⁴⁵

In Konklusion unterstreichen die genannten, wissenschaftlich nicht untermauerten, Vermutungen über die Entstehung des Unikats „Deutscher Mittelstand“ das fehlende Verständnis dafür, was ebenjenes Wirtschaftssegment von anderen europäischen KMU unterscheidet, und spiegelt zudem den wissenschaftlichen Status Quo über nicht vereinheitlichte Abgrenzungsmerkmale wider.

⁴⁴ Vgl. HOFSTEDE (2001), S. 297.

⁴⁵ Vgl. HOFSTEDE (2001), S. 225.

2.2 Klassische Finanzierungsformen

Eine gesicherte Finanzierung ist für Unternehmen die Luft zum Atmen. Ohne sie kann kein operatives Geschäft geführt, keine langfristige Strategie entwickelt und keine notwendige Investition getätigt werden. Die den Unternehmen zur Verfügung stehenden Finanzierungsmöglichkeiten lassen sich dabei in Innenfinanzierung/ Eigenkapitalfinanzierung und Außenfinanzierung/ Fremdkapitalfinanzierung unterteilen.⁴⁶ Der Begriff „Finanzierung“ kann hierbei sowohl im engeren Sinne (i. e. S.) als auch im weiteren Sinne (i. w. S.) verstanden werden. Steiner und Wöhe et al. definieren den Terminus i. e. S. als bloße Finanzmittelbeschaffung⁴⁷, während i. w. S. die Finanzmitteldisposition, sprich die frühzeitige Sicherstellung der Versorgung mit Eigen- und Fremdkapital sowie der Vermeidung von Ineffizienz, hinzugezählt wird.⁴⁸

Bei der Eigenkapitalfinanzierung bringen Unternehmen die notwendigen Mittel selbstständig auf. Weiterhin wird zwischen Selbstfinanzierung und sonstiger Innenfinanzierung unterschieden.⁴⁹ Bei der Fremdkapitalfinanzierung liegen die Kapitalquellen außerhalb des Unternehmens. Meistens bedienen sich Unternehmen an Darlehen der Kreditinstitute.⁵⁰ Ein weiterer grundlegender Unterschied zwischen den Finanzierungsmöglichkeiten besteht in ihrer dem Unternehmen zur Verfügung stehenden Dauer. Während über selbstfinanziertes Kapital dauerhaft verfügt werden kann, unterliegt fremdfinanziertes Kapital einer zeitlichen Befristung der kreditgebenden Institution.⁵¹

Kapital gibt es jedoch nicht kostenlos. Für beide Arten der Kapitalbeschaffung/ Finanzierung entstehen dem Unternehmen Zinsaufwendungen. Bei der Innenfinanzierung werden die Kapitalkosten durch die Renditeerwartung der Eigenkapitalgeber abgebildet. Bei Fremdfinanzierungsformen durch entsprechende Verzinsung der Fremdkapitalgeber. Zudem können Unternehmen ihre Finanzierungsformen nicht frei nach Belieben wählen. Innenfinanzierungen müssen entweder aus Gewinnrücklagen abgeschlossener Geschäftsjahre oder aus bereitgestelltem Vermögen der Gesellschafter gebildet werden.⁵² Bei unzureichenden Jahresüberschüssen, Jahresfehlbeträgen oder fehlender Unterstützungsbereitschaft der Gesellschafter müssen

⁴⁶ Vgl. BECKER ET AL. (2015), S. 8.

⁴⁷ Vgl. STEINER (1993), S. 1021; WÖHE ET AL. (2009), S. 4.

⁴⁸ Vgl. MARX (1993), S. 47; EILENBERGER (2003), S. 1.

⁴⁹ Vgl. BUSSE (2003), S. 659; ZANTOW/DINAUER (2011), S. 46.

⁵⁰ Vgl. BECKER ET AL. (2015), S. 8.

⁵¹ Vgl. KOSS (2006), S. 16.

⁵² Vgl. BECKER ET AL. (2015), S. 16.

Unternehmen bei Liquiditätsengpässen oder zur Finanzierung anstehender Investitionen auf Fremdkapital zurückgreifen. Die Risikoerwartung der Fremdkapitalgeber spiegelt sich in den dem Unternehmen gewährten Zinssätzen wider. Sind sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalquellen ausgereizt droht dem Unternehmen die Insolvenz.

In den folgenden Kapiteln werden die fundamentalen Finanzierungsformen für deutsche Mittelständler vorgestellt und in Hinblick auf die jeweils inhärenten Vor- und Nachteile eingeordnet. Dabei unterscheidet sich das Ausmaß der Nutzung jener Finanzierungsformen teils erheblich voneinander.

2.2.1 Eigenkapitalfinanzierung

In der Praxis sind drei wesentliche Eigenkapitalfinanzierungsformen zu nennen. Als eher klassisch können in diesem Kontext die Finanzierung aus Gewinnrücklagen vergangener Geschäftsjahre und Kapitalrücklagen seitens der (Alt-)Gesellschafter gesehen werden. Der Einsatz von Private Equity stellt eine eher progressive Form der Eigenkapitalfinanzierung dar, welche innerhalb des vergangenen Jahrzehnts zunehmend an Bedeutung gewann.

2.2.1.1 Kapitalrücklagen und Kapitalerhöhungen

Kapitalrücklagen und Kapitalerhöhungen stellen neben den in Kapitel 2.2.1.2 beschriebenen Gewinnrücklagen die gängigste Form der Eigenkapitalfinanzierung bei Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH) dar. Sie werden durch Einlagen der Unternehmensgesellschafter gebildet. Da die dem Unternehmen zufließenden Mittel nicht aus der eigenen Geschäftstätigkeit generiert werden, sondern von außen stammen, werden sie als Außenfinanzierung charakterisiert. Nach § 272 Abs. 2 HGB wird nach vier verschiedenen Arten der Kapitalrücklagen unterschieden:

- Betrag, der bei der Ausgabe von Anteilen einschließlich von Bezugsanteilen über den Nennbetrag oder, falls ein Nennbetrag nicht vorhanden ist, über den rechnerischen Wert hinaus erzielt wird;
- Betrag, der bei der Ausgabe von Schuldverschreibungen für Wandlungsrechte und Optionsrechte zum Erwerb von Anteilen erzielt wird;

- Betrag von Zuzahlungen, die Gesellschafter gegen Gewährung eines Vorzugs für ihre Anteile leisten;
- Betrag von Zuzahlungen, die Gesellschafter in das Eigenkapital leisten.⁵³

Das Prinzip der Kapitalrücklagen durch Gesellschafter ist trivial. Es handelt sich um freiwillige Einzahlungen, welche keiner satzungsmäßigen Grundlage unterliegen. Mit einfacher Mehrheit der Gesellschaftsversammlung kann eine solche Zuzahlung in das Eigenkapital erfolgen.⁵⁴ Mit Erreichen der einfachen Mehrheit geht ebenfalls die Einwilligung einher, dass die Zuzahlung nicht als Ertrag ausgewiesen wird.⁵⁵ Anders als beispielsweise ein Gesellschafterdarlehen muss eine Kapitalrücklage nicht zurückgezahlt werden, da sie dauerhaft im Unternehmen verbleibt. Ebenso wird kein direkter Zinssatz⁵⁶ fällig, welcher unmittelbare Auswirkungen auf Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) hätte. Insofern können Kapitalrücklagen durch Zuzahlungen der Gesellschafter eine für mittelständische Unternehmen attraktive Perspektive sein, insbesondere in wirtschaftlich schwierigen Zeiten. Diese Prämisse gilt jedoch unter dem Vorbehalt, dass die Gesellschafter a) in der Lage sind, eine solche Einlage zu tätigen und b) gewillt sind, weiteres (privates) Kapital in die Gesellschaft einzulegen.⁵⁷ Insbesondere zuerst genannte Prämisse sei mit Vorsicht zu genießen, da der deutsche Mittelstand durch seine weitläufigen Abgrenzungsmerkmale neben großen Unternehmen auch kleine Betriebe umfasst. So kann die Fähigkeit, private finanzielle Reserven in das eigene Unternehmen zu stecken, von Gesellschafter zu Gesellschafter verschieden sein.

Eine erwähnenswerte, weitere gängige Praxis stellen Kapitalerhöhungen dar. Auch sie bringen der Gesellschaft liquide Mittel ein. Diese können sowohl aus Mitteln des bestehenden Gesellschafterkreises als auch aus Mitteln neuer Gesellschafter stammen. Neben dem Zuwachs der liquiden Mittel verbessern die Gesellschaften im selbe Zuge auch ihre Eigenkapitalquote, was sich wiederum positiv auf die in Kapitel 2.2.2.1 beschriebenen Ratingverfahren der Kreditinstitute auswirkt. Ein wichtiger Faktor, da sich die Eigenkapitalausstattung des Mittelstands im Vergleich zu börsennotierten Unternehmen als gering erweist.⁵⁸ Nach § 52 GmbHG obliegt den Altgesellschaftern ein Vorkaufsrecht bei der Ausgabe neuer Anteile. Mit Blick auf den Ablauf einer

⁵³ Vgl. § 272 Abs. 2 HGB

⁵⁴ Sofern nicht anders in Gesellschaftervereinbarung festgehalten.

⁵⁵ Vgl. OTT (2021), S. 1.

⁵⁶ Indirekt stellt die Renditeerwartung der Gesellschafter ebenfalls Kapitalkosten dar.

⁵⁷ Vgl. OTT (2021), S. 1.

⁵⁸ Vgl. BECKER ET AL. (2015), S. 54.

Kapitalerhöhung durch Gesellschafter bietet das GmbHG zwei verschiedene Alternativen:⁵⁹

1. Bildung neuer Geschäftsanteile
2. Erhöhung des Nennbetrags bestehender Geschäftsanteile

Weiterhin besteht die Möglichkeit des sog. genehmigten Kapitals⁶⁰ durch den Gesellschaftervertrag des Unternehmens. Dieser Paragraf ermächtigt die Geschäftsführer für maximal fünf Jahre nach Eintragung der Gesellschaft, das Kapital bis zu einem bestimmten Grenzwert zu erhöhen. Dazu werden neue Anteile gegen Einlagen ausgegeben. Das neue Kapital darf jedoch die Hälfte des bestehenden Stammkapitals nicht übersteigen.

Eine weitere gängige Methode stellt die Einlage durch Sachanlagen dar. Neben der Einlage liquider Mittel erlaubt das GmbHG dieses Vorgehen explizit durch § 56. Im Gegensatz zu den monetär einfach zu bewertenden finanziellen Mitteln müssen sich die Gesellschafter vor Durchführung einer solchen Kapitalerhöhung auf den Wert eben jener Sacheinlage verständigen. Dies erfolgt durch die formelle Beschlussfassung über die Erhöhung des Stammkapitals.

Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft PwC ermittelte im Jahr 2020 ein auffällig hohes Volumen an Kapitalerhöhungen am deutschen Kapitalmarkt. So wurden im dritten Quartal insgesamt 6,6 Mrd. EUR an frischem Kapital durch Kapitalerhöhungen aufgenommen. In erster Linie auch, um Investitionen zu finanzieren.⁶¹

Kapitalrücklagen und Kapitalerhöhungen bieten insbesondere auch mittelständischen Unternehmen eine praktikable Möglichkeit das Liquiditätspolster auszubauen. Im Gegensatz zur Fremdkapitalfinanzierung muss sich die Gesellschaft keinem Ratingverfahren unterziehen – sofern das Kapital durch bereits bestehende Gesellschafter bereitgestellt wird. Neu in den Gesellschafterkreis tretende Investoren werden das betroffene Unternehmen hingegen sehr wohl einer Bewertung unterziehen, ehe sie ihr Kapital dort investieren. In finanzielle Schwierigkeiten geratene Unternehmen können sich somit am ehesten über das Kapital der bereits bestehenden Gesellschafter finanzieren. Ob die bereits bestehenden Gesellschafter jedoch die finanziellen Reserven

⁵⁹ Vgl. § 57h Abs. 1 GmbHG

⁶⁰ Vgl. § 55a GmbHG

⁶¹ Vgl. PwC (2020), abrufbar unter: <https://www.PwC.de/de/pressemitteilungen/2020/new-normal-im-deutschen-emissionsmarkt-kapitalerhoeungen-ziehen-deutlich-an.html>.

aufbringen können, um ihre Gesellschaft nachhaltig liquider aufzustellen, bleibt ein individueller Faktor.

2.2.1.2 Gewinnrücklagen

Mit einem Jahresüberschuss abgeschlossene Geschäftsjahre ermöglichen es den Unternehmen, ihre Eigenkapitalquote durch Gewinnthesaurierung zu erhöhen. Nach dem Grundkapital und den Kapitalrücklagen stehen die Gewinnrücklagen an dritter Stelle der Eigenkapitalposten. Gemäß § 266 Abs. 3 HGB unterteilen sich Gewinnrücklagen in die folgenden Bestandteile:

- Gesetzliche Rücklage
- Rücklage für Anteile an einem herrschenden oder mehrheitlich beteiligten Unternehmen
- Satzungsmäßige Rücklagen
- Andere Gewinnrücklagen⁶²

Die Unterteilung der Gewinnrücklagen ist jedoch abhängig von der Rechtsform der Gesellschaft. Die gesetzlichen Rücklagen gelten nicht für die beim Mittelstand häufig gewählte Rechtsform der GmbH. Nach § 150 Abs. 2 AktG sind Aktiengesellschaften (AG) und Kommanditgesellschaften auf Aktien (KGaA) im Interesse des Gläubigerschutzes dazu verpflichtet, solange 5% ihres Jahresüberschusses in die gesetzliche Rücklage einzustellen, bis diese zusammen mit der Kapitalrücklage nach § 272 Abs. 2 Nr. 1 bis 3 HGB 10% des Grundkapitals erreicht. Mit Blick auf GmbH obliegt die Entscheidung zur Verwendung des Jahresüberschusses der Gesellschafterversammlung. Die den Gesellschaftern gemäß dem Verhältnis ihrer Geschäftsanteile zustehenden Gewinne können nach Beschluss innerhalb der Gesellschaft verbleiben. Eine gesetzlich vorgegebene Mindestrücklage, wie bei den Aktiengesellschaften, ist nicht zu bilden.⁶³ Rücklagen für Anteile an einem beherrschten oder mehrheitlich beteiligten Unternehmen ist nach § 272 Abs. 4 HGB in Höhe des Betrags anzusetzen, der auf der Aktivseite der Bilanz den Anteilen an dem beherrschenden oder mehrheitlich beteiligten Unternehmen entspricht. Bei Veräußerung oder dauerhafter Wertminderung dieser Anteile ist der Betrag auch innerhalb des

⁶² Vgl. § 266 Abs. 3 HGB

⁶³ Vgl. STOPKA/URBAN (2017), S. 463.

Eigenkapitals zu mindern. Satzungsmäßige Rücklagen können, sofern gemäß § 58 AktG in der Satzung der Gesellschaft festgehalten, über die gesetzlich notwendige Rücklage hinausgehen. Andere Gewinnrücklagen umfassen schließlich all jene Arten, die nicht in das Definitionsspektrum der drei erstgenannten Rücklagearten fallen.

Die auf Basis erwirtschafteter Gewinnüberschüsse ermöglichte (offene) Selbstfinanzierung über Gewinnrücklagen ist von der Charakteristik her sowohl Eigen- als auch Innenfinanzierung. Damit unterscheidet sie sich zur Finanzierung über Kapitaleinlagen. Diese stellt auch eine Form der Eigenfinanzierung dar, erfolgt aber mit vom Unternehmen nicht selbst erwirtschafteten liquiden Mitteln.⁶⁴ Zu beachten ist hierbei, dass die Innenfinanzierung lediglich mit bereits versteuerten Überschüssen geschehen kann. Der Nettoertrag, nach bereits geleisteter Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag sowie Gewerbesteuer, kann als Gewinnrücklage verwendet werden.

In Anbetracht makroökonomisch schwieriger Zeiten durch Coronapandemie und Ukraine-Krieg und damit einhergehenden sinkenden Umsatzerlösen, welche branchenübergreifend feststellbar sind, geraten Unternehmen mitunter in wirtschaftliche Schieflage. Das Ausbleiben von Gewinnen nimmt ihnen somit die Möglichkeit durch Erhöhung der Gewinnrücklagen die Eigenkapitalquote zu stärken. Eine an den Unternehmenszielen orientierte adäquate Innenfinanzierung wird schwieriger umzusetzen. Diese Form der Unternehmensfinanzierung kommt somit nur für Mittelständler infrage, die auch in Krisenzeiten Gewinne erzielen können und – obgleich gesetzlicher, satzungsmäßiger oder durch Gesellschafterbeschlüsse festgestellter Richtlinien – diese ihrem Eigenkapital zuführen können.

2.2.1.3 Private Equity

Private Equity spielt insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen seit einigen Jahren eine zunehmend wichtigere Rolle. Es stellt eine Form des Beteiligungskapitals dar, welches durch institutionelle Anleger über einen gewissen Zeitraum investiert wird. Damit wird es im Gegensatz zum Public Equity nicht am öffentlichen Kapitalmarkt bezogen. Die Beteiligungsgesellschaften verfolgen in erster Linie die Absicht, durch Kauf und Halten der Anteile, an der Steigerung des Unternehmenswertes zu partizipieren und

⁶⁴ Vgl. STOPKA/URBAN (2017), S. 461.

diese anschließend gewinnbringend zu veräußern. Die Anlegedauer ist dabei mittelfristig orientiert, d.h. es handelt sich weder um kurzfristige Daytrading-Investments noch um mehrere Generationen umfassende Beteiligungen. Von hohem Interesse für die Beteiligungsgesellschaften sind die mit dem Kauf der Anteile verbundenen Einflussmöglichkeiten auf das Unternehmen. Strategische Einflussnahme ist nur bei ausreichend hohem Stimmanteil möglich. Die Schwellenwerte unterscheiden sich dabei individuell durch Gesellschaftervereinbarungen. So kann die alleinige Entscheidungshoheit in Bezug auf die Unternehmensausrichtung bereits ab 50% gegeben sein – oder aber, je nach Sperrminoritäten der Minderheitsgesellschafter, deutlich darüber. Die Abgabe der strategischen Entscheidungshoheit schreckt viele mittelständische Unternehmen allerdings von der Nutzung des Private Equity ab. In zu großer Divergenz zu den familiengetriebenen, langfristigen Strategien stünden die Intentionen der Beteiligungsgesellschaften. Infolgedessen könnte das qualitative Merkmal des Mittelstands – die Einheit aus Eigentum und Leitung – als nicht mehr gegeben angesehen werden. Private Equity Gesellschaften investieren daher zunehmend auch in Minderheitsanteile, mit denen sie rein finanzielle Interessen verfolgen und auf gravierende strategische Einflüsse verzichten. Nach der Finanzmarktkrise 2007/2008 erfreute sich Private Equity steigender Beliebtheit. Während das Investitionsvolumen 2009 noch rund 3 Mrd. EUR betrug, konnte bis zum Jahr 2019 eine Steigerung von 547% auf rund 16,6 Mrd. EUR verzeichnet werden. In den beiden Folgejahren ist, auch aufgrund der Corona-Pandemie, ein Rückgang auf 12,6 Mrd. EUR zu beobachten.⁶⁵ Durch anhaltende geopolitische Spannungen dürfte sich dieser Trend fortsetzen.

2.2.2 Fremdkapitalfinanzierung

Neben den dargestellten Eigenkapitalfinanzierungsformen bietet die Fremdkapitalfinanzierung das zweite Standbein zur Unternehmensfinanzierung. Sie ist aus zwei Gründen besonders interessant. Zum einen erlaubt sie Unternehmen, ergänzend zur Eigenkapitalfinanzierung, eine gesunde Form der Unternehmensfinanzierung. Abhängig von dem aktuellen Zinsniveau darf sie als kostengünstiger angesehen werden als eine ausschließliche Finanzierung über Eigenkapital.⁶⁶ Zum anderen ist die Fremdkapitalfinanzierung zweites, notwendiges Standbein, wenn die

⁶⁵ Vgl. STATISTA (2022c), S. 1.

⁶⁶ Da der Kapitalzinssatz des Fremdkapitals niedriger ist als die Renditeerwartung der Eigenkapitalgeber.

Unternehmensfinanzierung nicht alleinig aus Eigenmitteln gestemmt werden kann. Zumeist haben Entscheidungsträger in mittelständischen Unternehmen eine Zielvorstellung ihrer Eigenkapitalquote. Ist diese Quote erreicht respektive übertroffen, kann Fremdkapital aufgenommen werden, um sowohl Liquidität als auch Flexibilität zu steigern.⁶⁷ Eine Durchmischung aus Eigenkapitalfinanzierung und Fremdkapitalmischung gehört dabei zur gängigen wirtschaftlichen Praxis. Die diversifizierte Nutzung mehrerer Finanzierungsformen wird auch im Mittelstand angewendet.⁶⁸ Insbesondere die Fremdkapitalfinanzierung bietet hierzu allerlei Möglichkeiten.

2.2.2.1 Bankkredite

Als gängiges Instrument im Bereich der Fremdkapitalfinanzierung gilt der klassische Bankkredit. Er ist das Mittel der Wahl, sobald Unternehmen Kapital an externer Stelle aufnehmen.⁶⁹ Im Dezember 2023 lag das Volumen der in Anspruch genommenen Bankkredite von Unternehmen und Selbstständigen bei 1.872,8 Mrd. EUR.⁷⁰ Im Jahr 2016 nutzen über 520.000 KMU einen Bankkredit zur Tätigung nötiger Investitionen.⁷¹ Im internationalen Vergleich mit dem amerikanischen Markt zeigt sich eine überproportional starke Fokussierung der europäischen Wirtschaft, in Deutschland im Wesentlichen durch den Mittelstand definiert, auf die Nutzung von Bankkrediten als Finanzierungsform.⁷²

Damit finanzierungsbedürftige Mittelständler einen solchen Kredit in Anspruch nehmen können, müssen sie sich bei dem Kreditinstitut ihrer Wahl einem Ratingverfahren unterziehen. Das Ratingverfahren berücksichtigt neben quantitativen Bewertungsmaßstäben der Unternehmensbonität und Ertragslage auch qualitative Merkmale, wie eine Beurteilung der Managementleistung und dem Geschäftsmodell. Das Ergebnis des Ratingverfahrens bedingt die Kreditkonditionen. Desto höher das Rating, desto bessere Konditionen werden dem Unternehmen angeboten.

⁶⁷ Vgl. BECKER ET AL. (2015), S. 114.

⁶⁸ Vgl. BECKER ET AL. (2015), S. 114.

⁶⁹ Vgl. GLENK (2019), S. 77.

⁷⁰ Vgl. STATISTA (2025), S. 1.

⁷¹ Vgl. DIMLER ET AL. (2018), S. 28.

⁷² Vgl. BENDEL ET AL. (2016), S. 39.

Im Hinblick auf den Ablauf eines solchen Verfahren seien die Änderungen durch Basel III zu erwähnen. Dieser Standard wurde als Lehre aus der Finanzmarktkrise 2007/2008, welche ihren Ursprung durch die Insolvenz der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers nahm, gezogen. Zentralbanken erkannten, dass Kreditinstitute in schweren Krisenzeiten nur ungenügend durch eigene Eigenkapitalrücklagen abgesichert waren. Die Regelungen von Basel III, welche in diesem Kapitel ebenfalls dargestellt werden, erforderten genauere Überprüfungen bei beantragten Unternehmenskrediten. Der erhöhte Aufwand zur Beurteilung der Bonität schlug sich schließlich in den dem Unternehmen angebotenen Konditionen nieder. Demgegenüber stand jahrelang das langanhaltende Niedrigzinsniveau, vorgegeben durch den Leitzins der EZB. Mit steigendem Zinsniveau erschwerten folglich zwei wesentliche Einflussfaktoren die Aufnahme von Fremdmitteln bei Kreditinstituten.

Die Aufnahme von Fremdkapital bei Kreditinstituten darf somit nicht als trivial angesehen werden. Vermeintlich fehlende Finanzierungsalternativen manövrieren Entscheidungsträger von mittelständischen Unternehmen oftmals in eine Sackgasse und Abhängigkeit ihrer Hausbanken. Doch insbesondere in wirtschaftlich schwierigen Zeiten ist die Suche nach Finanzierungsalternativen unabdingbar. Krisenzeiten sorgen zudem für strategisches Umdenken in den Geschäftsführungen der deutschen Wirtschaft. Einer Befragung des Bundesverbandes Factoring für den Mittelstand⁷³ Anfang 2021 nach, möchten 49% der Befragten aufgrund der Covid-19 Pandemie die Bindung zu ihrer Hausbank lockern. 42% der Befragten erachten es als sinnvoll, Finanzierungsalternativen zu prüfen. 12% der Befragten tun dies bereits.⁷⁴

Basel III

Die im Rahmen dieser Dissertation aufgeworfene Fragestellung nach der Fähigkeit des Kapitalmarktes als Finanzierungsalternative für den deutschen Mittelstand lässt sich nicht ohne den Status Quo der Mittelstandsfinanzierung, überwiegend basierend auf Bankkrediten, verstehen. Komplex gewordene Verfahren zur Bewilligung eines Kredites lassen sich nicht ohne die den Banken auferlegten, strengeren Anforderungen durch Basel III verstehen.

⁷³ Unter 1.685 Entscheidungsträgern von Unternehmen mit einem Jahresumsatz zwischen 2,5 und 50 Mio. EUR.

⁷⁴ BFM (2021), <https://www.bundesverband-factoring.de/pressemitteilungen/item/150-mittelstandsfinanzierung-strategien-und-hemmnisse-in-krisenzeiten>.

Basel III ist ein vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht geschaffenes Rahmenwerk, welches ergänzende Empfehlungen zu dem im Jahr 2004 geschaffenen Regelwerk Basel II beinhaltet. Ziel sind stabile europäische Banken, besonders in Krisenzeiten.⁷⁵ Es fordert von den Kreditinstituten eine Stärkung des Eigenkapitals durch Vorsorgemaßnahmen, wie etwa Kapitalpuffern. Zudem wird eine Verschuldungsobergrenze (Leverage Ratio) festgelegt, welche ergänzend um zwei neu geschaffene Liquiditätskennzahlen⁷⁶ (Liquidity Coverage Ratio und Net Stable Funding Ratio) die Handlungsfähigkeit der Banken sicherstellen soll. Die Umsetzung des Rahmenwerks erfolgte in mehreren Etappen. Erste Teile der Empfehlungen wurden bereits 2010 beschlossen. Im Jahr 2019 wurde mit dem europäischen Bankenpaket die bereits erwähnte Leverage Ratio als verbindliche einheitliche Anforderung (Umsetzung Mitte 2021) eingeführt. Finale Empfehlungen wurden im Jahr 2023 umgesetzt. Für Banken gelten mit diesen Fristen verpflichtende Vorgaben.⁷⁷ Basel III beruht im Wesentlichen auf drei zentralen Säulen:

- Höheren Kapitalanforderungen
- Schärferer Überprüfung
- Höheren Offenlegungsstandards

Kreditinstitute stehen bei der Beurteilung eines Kreditantrags somit erschwerter Beurteilungskriterien gegenüber. Neben dem entstehenden Aufwand zur Beurteilung der Bonität fallen weniger beantragende Unternehmen in den Bereich der Kreditwürdigkeit.

⁷⁵ Vgl. HOFMANN/ZIRKLER (2015), S. 61.

⁷⁶ Ausreichende Liquidität ist für Kreditinstitute essenziell um in Krisenzeiten ausreichend solvent zu sein

⁷⁷ BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN (2022).

Doch trotz dieser erschwerten Bedingungen bei der Kreditvergabe ist das Volumen der vergebenen Kredite in den letzten Jahren – auch nach Einführung von Basel III – erheblich gestiegen. Dies belegt Abbildung 1 mit den seit der Finanzmarktkrise 2007/2008 gebilligten Krediten deutscher Banken gegenüber inländischen Unternehmen und wirtschaftlich Selbständigen.

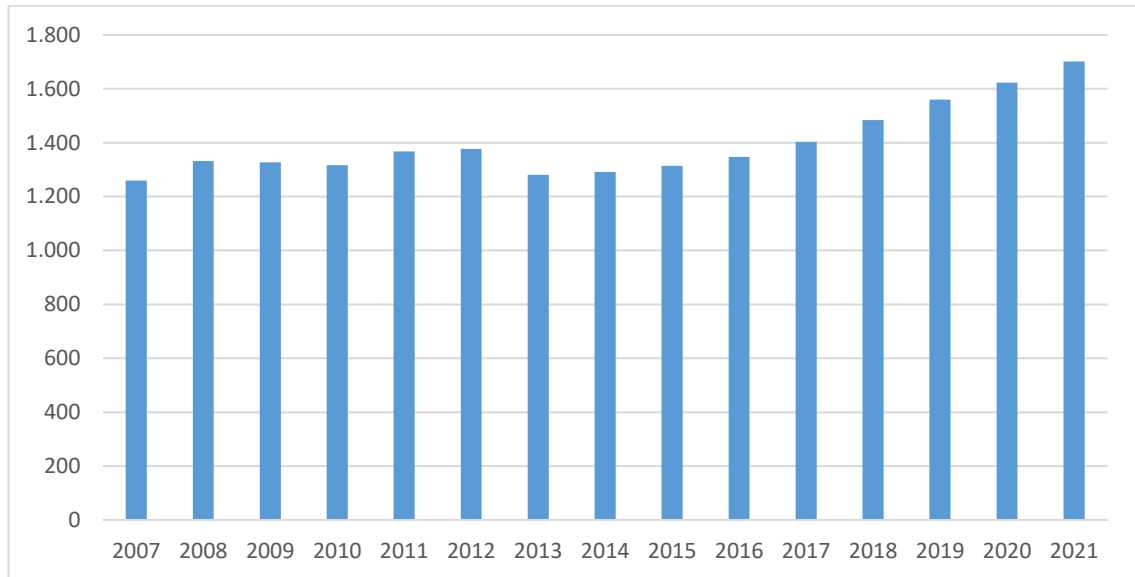


Abb. 1: Kreditvolumen deutscher Banken an inländische Unternehmen und wirtschaftlich Selbständige seit 2007 in Mrd. EUR, eigene Darstellung nach Statista.⁷⁸

Ratingverfahren

Die Präferenz des Mittelstands, sich bei Bedarf an Kreditangeboten der Banken zu bedienen, macht eine Beurteilung der kreditbeantragenden Unternehmen für die Kreditinstitute essenziell. Neben einer bloßen Beurteilung der Kreditfähigkeit, welche einer jeden juristischen Person zugeschrieben wird, stellt insbesondere die Kreditwürdigkeit der Unternehmen eine entscheidende Rolle dar. Kreditinstitute beurteilen anhand der Kreditwürdigkeit das Ausfallrisiko ihres herausgegebenen Darlehns. Diese Beurteilung erfolgt durch Ratingverfahren.⁷⁹ Zu unterteilen sind sie in interne Bankenratingverfahren und externe Ratingverfahren. Während die internen Bankenratings nur selten Dritten zugänglich gemacht werden, verfolgen externe Ratings durch unabhängige Ratinggesellschaften das Ziel, die breite Öffentlichkeit über den Liquiditätsstatus eines Unternehmens zu informieren. Diese externen Ratings sind

⁷⁸ Vgl. STATISTA (2022b), S. 1.

⁷⁹ Vgl. DIMLER ET AL. (2018), S. 41.

insbesondere für kapitalmarktorientierte Unternehmen von Interesse und werden daher in Kapitel 2.3.3 erörtert, während das Augenmerk dieses Kapitels auf die Bankenratings gerichtet ist. Die Relevanz der Ratingverfahren und insbesondere der Ratingklassifizierung erklärt sich durch die daraus resultierenden Kreditkonditionen. Eine schlechte Bonität bedingt schlechtere Konditionen. Durch Basel III und die damit einhergehenden strengeren Vorschriften für Banken wurde auch die Beurteilung der Kreditwürdigkeit strenger.

Ratingverfahren fußen auf einem mathematisch-statistischen Modell. Die Abstufungen des Ratingergebnisses ergeben einen Investmentgrad – oder einen Non-Investmentgrad.⁸⁰ Kerngedanke des Ratings ist die Einstufung der Zahlungsausfallwahrscheinlichkeit in mehreren Stufen.⁸¹ Die Einstufung erfolgt auf Basis von quantitativen Kriterien (Hard-Facts) und qualitativen Kriterien (Soft-Facts). Je höher das erreichte Rating, desto besser sind die dem Unternehmen gewährten Konditionen, die sich zumeist in niedrigeren Zinssätzen widerspiegeln. Während die Hard-Facts insbesondere aus errechneten Kennzahlen der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung bestehen, berücksichtigen die Soft-Facts qualitative Merkmale wie Unternehmenskultur, -strategie und -führung. Hinzugezogen werden branchenspezifische Charakteristika des Unternehmensumfeldes. An dieser Stelle wird das Wachstumspotenzial und die Ertragsstärke der Branche antizipiert.⁸² Die ermittelten Hard-Facts berücksichtigen insofern die retrospektive Performance des Unternehmens, die Soft-Facts hingegen prospektive Entwicklungsmöglichkeiten.

⁸⁰ Vgl. DEUTSCHE BUNDESBANK (2019), S. 4

⁸¹ Vgl. EVERLING (2006), S. 4ff.

⁸² Vgl. BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN (2010), S. 2.

Rating der Hardfacts	
Vermögenslage/-entwicklung	Ertragslage/-entwicklung
Finanzlage/-entwicklung	Cashflow-Analyse
Bilanzpolitik	Kontodatenanalyse
Rating der Softfacts	
Unternehmensplanungen	Marktstellung
Management/Strategie	Übrige Softfact-Risikoaktoren
Branchenrating	
Ggf. individuelle Rating.Komponente	

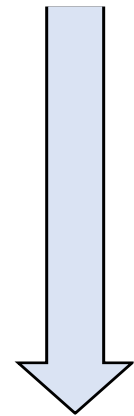


Abb. 2: Exemplarisches Vorgehen zur Ermittlung des Ratingergebnisses, eigene Darstellung in Anlehnung an BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN (2010), S. 8.

Die durch Jahresabschlussanalyse gewonnenen Erkenntnisse liefern dem prüfenden Kreditinstitut einen umfassenden Eindruck der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des kreditbeantragenden Unternehmens.⁸³

Durch Analyse der Vermögenslage treffen Kreditinstitute Annahmen zur Widerstandsfähigkeit der Unternehmen. Weiterhin steigert eine günstige Kapitalstruktur⁸⁴ das Ratingergebnis. Zur Beurteilung wird das ausgewiesene Eigenkapital ins Verhältnis zum Gesamtkapital oder Fremdkapital gesetzt. Ergebnis sind Eigenkapitalquote und Verschuldungsgrad. Insbesondere die Höhe der Eigenkapitalquote symbolisiert Haftungspotenzial für die Bank, wodurch die Gefahr des Kapitalverlustes sinkt. Als Maßstäbe etablierten sich 20% bis 30%.⁸⁵ Eine Erhöhung des Eigenkapitals (vgl. dazu [Kapitel 2.2.1](#)) begünstigt somit die Kreditkonditionen der Bank.

Finanz-, respektive Liquiditätslage dienen zur Beurteilung der Unternehmensliquidität. Eine gute Liquiditätslage suggeriert dahingehend schnelle, flexible Reaktionszeiten des Unternehmens auf unvorhergesehene mikro- und makroökonomische Ereignisse.⁸⁶ Die analysierten Bilanzpositionen gliedern sich hierbei nach ihrer Liquidierbarkeit. So besitzen liquide Mittel, z.B. Bankguthaben oder Wertpapiere eine hohe Liquidierbarkeit, Grundstücke, Gebäude oder Sachanlagen eine geringe Liquidierbarkeit, da mit ihnen kein schneller Verkaufserlös erzielt werden kann. Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie Vorratsvermögen sind dazwischen einzuordnen. Je nach Einbezug der zuvor genannten Bilanzpositionen – ins Verhältnis zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten

⁸³ Vgl. GROLL (2004), S. 1.

⁸⁴ Im Sinne von den zu erwartenden Kreditkonditionen begünstigend.

⁸⁵ Vgl. POLUSCHNY (2007), S. 36.

⁸⁶ Vgl. WEINRICH/ JACOBS (2007), S. 25.

des Unternehmens gesetzt – ergeben sich drei verschiedene Liquiditätsgrade mit zugrundeliegenden Maßstäben.⁸⁷

Neben Vermögens- und Finanzlage stellt eine Beurteilung der Ertragslage einen wichtigen Bestandteil bei Ermittlung der quantitativen Ratingkennzahlen dar. Im Vordergrund steht die Ermittlung der Rentabilität eines Unternehmens. Rentable Unternehmen implizieren Unternehmenswachstum, gutes Management sowie ein stabiles, wachsendes Geschäftsumfeld. Für Kreditinstitute ist dies von besonderer Relevanz. Nur rentable Unternehmen sind in der Lage ihre Finanzverbindlichkeiten vertragsgemäß zu tilgen. Die Ermittlung der Ertragskennzahlen erfolgt aus GuV- sowie Bilanzpositionen. Dabei werden Erfolgsgrößen in das Verhältnis zum dafür eingesetzten Kapital gesetzt.

Möglichkeiten der Verbesserung des Rating-Ergebnisses

Unternehmen, mit schlechter Bonität und einem daraus resultierenden negativen Rating haben die Möglichkeit durch bilanzpolitische Maßnahmen sowie Verbesserung der Soft-Facts einen positiven Einfluss auf ihre Einstufung vorzunehmen. Diese Möglichkeiten umfassen kurz- sowie langfristig umsetzbare Strategien. Dennoch sei erwähnt, dass nicht jedwede Ratingkomponente einen Ansatz zur positiven Beeinflussung bietet, insbesondere im Bereich der Soft-Facts. So können Unternehmen ihre Ausrichtung innerhalb des strategischen Umfeldes zwar steuern, die makroökonomischen Faktoren jedoch nicht.

Die Beeinflussung der Hard-Facts obliegt der Unternehmensführung. Quantitative Ratingkennzahlen können durch Bilanzpolitik im Interesse des Unternehmens verbessert werden. Bilanzpolitik beschreibt in diesem Sinne alle rechtlich zulässigen Gestaltungsspielräume der Gesetzgebung. Sie ist, im engeren Sinne, die bewusste und zweckorientierte Gestaltung des Jahresabschlusses.⁸⁸ Im weiteren Sinne nutzt sie Informationsasymmetrien zwischen Bilanzierendem und Bilanzadressaten zum Vorteil des Bilanzierenden aus.⁸⁹ Dadurch kann sich, alleinig durch die Existenz von Bilanzierungswahlrechten und bilanzpolitischen Spielräumen, die Darstellung des Unternehmens von der tatsächlichen Lage unterscheiden.

⁸⁷ Zum weiteren Studium sei an dieser Stelle auf VOLLMUTH/ZWETTLE (2020), S. 65f. verwiesen.

⁸⁸ Vgl. WÖLTJE (2016), S. 172.

⁸⁹ Vgl. KÜTING (2006), S. 2.

Die Wichtigkeit einer soliden Eigenkapitalausstattung wurde bereits erläutert. Sie symbolisiert Haftungspotenzial für Kreditinstitute. Neben der Eigenkapitalquote ist die Liquiditätslage von hoher Relevanz. Für Unternehmen können folgende Faktoren zur Verbesserung beider Ratingkennzahlen in Betracht gezogen werden:

- Leasing / Sale-and-lease-back
- Factoring
- Mezzanine-Finanzierung⁹⁰
- Ungenutztes Anlagevermögen
- Aktivierungswahlrecht immateriell geschaffener Wirtschaftsgüter

Leasingverfahren bieten Unternehmen die Möglichkeit Wirtschaftsgüter über einen gewissen Zeitraum zu nutzen, ohne dabei die Anschaffungskosten zu tragen. Zu berücksichtigten sind dabei Art des Leasingguts und Leasingdauer, um eine Bilanzierung beim Leasinggeber zu gewährleisten. Werden diese Kriterien berücksichtigt, schon das zum einen den Liquiditätsbestand des Leasingnehmers und sorgt durch die Nicht-Aufnahme in der eigenen Bilanz dafür, dass diese nicht verlängert wird. Infolgedessen nimmt das vorhandene Eigenkapital einen größeren Teil am Gesamtkapital ein.⁹¹ Sale-and-lease-back Verfahren beschreiben den Verkauf von Anlagevermögen mit anschließendem Leasing. Durch den Verkauf kann Liquidität generiert und die Bilanz verkürzt werden.⁹²

Factoring dient Unternehmen zur kurzfristigen Realisierung ausstehender Forderungen. Durch Nutzung wird die Bilanzsumme verkürzt und die verfügbare Liquidität gesteigert. Dazu werden die Forderungen des Unternehmens an einen Factor verkauft, an die Kunden des Unternehmens wiederum die ausstehende Zahlung für sich zu leisten haben.⁹³ Neben der zeitnahen Realisierung offener Forderungen vermindert Unternehmen dadurch auch das Zahlungsausfallrisiko. Für die Übernahme dieses Risikos erhebt der Factor eine Gebühr, d.h. das Unternehmen verkauft die Forderung unter dem eigentlichen Buchwert.⁹⁴

Mit Blick auf das Anlagevermögen eines Unternehmens bieten sich zwei Möglichkeiten zur positiven Beeinflussung des Ratingergebnisses an. Ungenutztes Anlagevermögen

⁹⁰ Näher beschrieben in Kapitel 2.2.3.1.

⁹¹ Vgl. EVERLING/LANGEN (2013), S. 130.

⁹² Vgl. GRUNDMANN (2021), S. 4.

⁹³ Vgl. HARMS (2013), S. 139.

⁹⁴ Vgl. HARMS (2014), S. 72.

liefert dahingehend keinen Beitrag zur Erzielung von Cashflows oder Umsatzerlösen. Zudem verursacht es Leerkosten.⁹⁵ Eine Veräußerung dieser Altlasten schafft u.U. Liquidität und legt stille Reserven offen.⁹⁶ Das Wahlrecht zur Aktivierung von immateriellen Wirtschaftsgütern stellt die zweite, durchaus nennenswerte, Möglichkeit zur Verbesserung des Ratingergebnisses dar. Seit Einführung des BilMoG im Jahr 2009 dürfen Entwicklungskosten, sofern die notwendigen Voraussetzungen erfüllt sind, aktiviert werden. Dies stärkt das Eigenkapital und verbessert das Jahresergebnis, da zuvor angefallene Entwicklungsaufwendungen zunächst nicht GuV-wirksam erfasst wurden.⁹⁷

Die Beeinflussung der relevanten Soft-Facts kann mitunter nicht kurzfristig erfolgen. Managementqualitäten oder die aufgebaute Beziehung zur Hausbank bedürfen fortwährender Aufmerksamkeit.

Die genannten bilanzpolitischen und qualitativen Stellschrauben der Ratingkomponenten können somit unter verschiedenen Zeithorizonten praktiziert werden. All jene genannten quantitativen Möglichkeiten sind allerdings immer unter dem Aspekt möglicher Wechselwirkungen zu betrachten. So kann die Nutzung von Factoring beispielsweise kurzzeitig Liquidität schaffen, doch das dadurch abgekühlte Klima zu den eigenen Kunden sollte stets mit Blick auf die holistische Unternehmensstrategie betrachtet werden.

Bankenkredite sind oftmals erste Wahl bei der Fremdkapitalfinanzierung. In wirtschaftlich schwierigen Zeiten allerdings auch oftmals letzter Ausweg für Unternehmen, sollten die Gesellschafter nicht in der Lage sein, ihre Gesellschaft vor Illiquidität zu bewahren. Wirtschaftlich gut aufgestellten Unternehmen gelingt der Abschluss auf Basis eines guten Ratingergebnisses leichter als wirtschaftlich schlecht aufgestellten Unternehmen. Die seit Basel III strengeren Anforderungen an die Kreditinstitute steigern die Dringlichkeit für Unternehmen, sich nicht mehr ausschließlich auf die Hausbank zu stützen und neue Wege der Unternehmensfinanzierung zu gehen.

⁹⁵ Z.B. durch anfallende Wartungskosten oder Abschreibungen.

⁹⁶ Vgl. EVERLING/LANGEN (2013), S. 131.

⁹⁷ Vgl. EVERLING/LANGEN (2013), S. 131.

2.2.2.2 Fördermittel

Seit 2022 erleben die Volkswirtschaften weltweit eine lange nicht dagewesene Rezession. Durch die Covid-19 Pandemie und den russischen Angriffskrieg auf die Ukraine stellen sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen seit Anfang 2020 als kaum vorhersehbar und äußerst schwierig dar. Brüchige Lieferketten, Personalmangel und gestiegene Energiekosten, begleitet von einer zwischenzeitlich allgemein hohen Inflation, erfordern eine nie dagewesene Agilität von Unternehmen. Langfristplanungen sind kaum noch aufzustellen. Entscheidungsträgern obliegt die schwierige Aufgabe, ihre Firmen sicher durch diese makroökonomische Ungewissheit zu steuern. Der deutsche Staat hat die Gefahr einer möglichen Reihe an Insolvenzen für die Volkswirtschaft erkannt und Instrumente zur Abfederung dieser Risiken geschaffen. Die Nachfrage nach Fördermitteln nahm mit Beginn der Pandemie zu.

Sie können somit von Unternehmen als Alternative zur Finanzierung angesehen werden. Auch sie betreffen das bilanzielle Fremdkapital, sind im Grunde als subventionierte Kredite staatlicher Institutionen zu sehen. Für sie gelten allerdings gesonderte Regeln. Die ungehinderte Finanzierung europäischer Staaten und dort ansässiger Unternehmen soll zwecks Wettbewerbsgedanken ausgeschlossen sein. Denn nach europäischem Recht gelten Fördermittel an private Unternehmen als Beihilfen und stellen eine (potenzielle) Wettbewerbsverfälschung dar. Die EU räumt allerdings Ermessensspielräume ein, welche regionale und/oder branchenabhängige Beihilfen von diesen Verboten befreien. Der Zweck solch staatlicher Fördermittel ist dabei klar definiert. So können sie zur Überbrückung von Marktversagen (ob gesamtheitlich oder auf einzelne Branchen beschränkt) oder zur Sicherstellung besonderer staatlicher Interessen, wie z.B. der Energiewende und dem damit einhergehenden Ausbau erneuerbarer Energien, eingesetzt werden. Die Ausgestaltung der Fördermaßnahmen ist breit diversifiziert. Sie zeigen sich durch steuerliche Förder- und Entlastungsmaßnahmen, Zuschüsse, Bürgschaften, geförderte Darlehen oder Beteiligungen der öffentlichen Hand.⁹⁸

Fördermittel sind, wie auch klassische Bankenkredite, eine altgediente Form der Unternehmensfinanzierung, wenngleich sie im direkten Vergleich ein deutlich geringeres Volumen einnehmen. Zwischen 1991 und 2001 flossen insgesamt knapp 31 Mrd. EUR an Fördergeldern in überwiegend (97%) mittelständische Unternehmen.⁹⁹ Die

⁹⁸ Vgl. DIMLER ET AL. (2018), S. 273 ff.

⁹⁹ Vgl. RÖHL (2002), S 1 f.

Wichtigkeit der Fördermittel für den deutschen Mittelstand lässt sich auch auf Basis der in jüngerer Vergangenheit durch die KfW Bankengruppe¹⁰⁰ herausgegebenen Kredite beschreiben. Zwischen 2014 und 2019 wurden deutsche Unternehmen im Durchschnitt mit 49 Mrd. EUR pro Jahr finanziell unterstützt. Ein durch die Covid-19 Pandemie bedingter sprunghafter Anstieg auf 106 Mrd. EUR wurde 2020 verzeichnet.¹⁰¹

Seit ihrem Gründungsjahr 1948 entwickelte sich die KfW-Bankengruppe zu einem international anerkannten Vorbild für moderne Förderungstätigkeit.¹⁰² Ihre Wichtigkeit für den Mittelstand wird unter Betrachtung der Kreditvergabepolitik deutlich. Im Jahr 2014 gingen 98% der bereitgestellten Mittel an kleine und mittlere Unternehmen mit einem Jahresumsatz von unter 50 Mio. EUR. Die Hälfte dieser Zusagen lag unterhalb eines Volumens von 50.000 EUR.¹⁰³ Bei durchschnittlich 49 Mrd. EUR zwischen 2014 und 2019 und 49% mit einem Volumen von unter 50.000 EUR entspricht dies gut 480.000 geförderten mittelständischen Unternehmen.

Der Fremdkapitalcharakter von Fördermitteln wird bei näherer Betrachtung deutlich. Die bereitgestellten Mittel müssen mit einer festen Tilgungsstruktur innerhalb einer bindenden Laufzeit zurückgezahlt werden. Weiterhin inkludieren auch die Fördermittel Zinssätze mit Zinsbindung.¹⁰⁴ Dabei ist der Mittelstand gezielter Adressat der Fördermittel, wie beispielsweise bei der Klimaschutzoffensive oder Hilfen während der Covid-19 Pandemie. Die dargestellte wissenschaftliche Diskussion um die korrekte Definition des Mittelstands wird dabei auch von der KfW Bankengruppe aufgegriffen. Sie orientiert sich dabei nicht an zuvor dargestellten Abgrenzungsmerkmalen, sondern schafft eigene. So können Unternehmen, welche folgende Merkmale erfüllen, einen Kredit im Rahmen der Klimaschutzoffensive beantragen:

1. Jahresumsatz unter 500 Mio. EUR
2. Mehrheitlich in Privatbesitz und Teil der gewerblichen Wirtschaft
3. Kommunale Unternehmen
4. Einzelunternehmer und Freiberufler¹⁰⁵

Besonderes Merkmal – insbesondere in Abgrenzung zu klassischen Bankkrediten – stellen tilgungsfreie Anlaufjahre der Fördermittel dar. In diesen Anlaufjahren muss

¹⁰⁰ An der der Bund mit 80% und die Bundesländer mit 20% beteiligt sind.

¹⁰¹ Vgl. STATISTA (2021), S. 1.

¹⁰² Vgl. SCHRÖDER (2015), S. 371.

¹⁰³ Vgl. SCHRÖDER (2015), S. 374.

¹⁰⁴ Vgl. KfW, (2021), S. 1.

¹⁰⁵ Vgl. KfW, (2021), S. 1.

lediglich die Zinslast von den Unternehmen getragen werden. Dies schont sowohl die Liquidität der Unternehmen als auch die GuV, da sich etwaige Tilgungsaufwendungen nicht negativ auf das Jahresergebnis auswirken. Den Unternehmen steht ein längerer Zeitraum zur Umsetzung der angestrebten Maßnahmen bereit. Der Zinssatz orientiert sich hierbei an den Zinsentwicklungen der Kapitalmärkte und an den wirtschaftlichen Verhältnissen sowie der Bonität der Unternehmen.¹⁰⁶

Die allgemeine Entwicklung seit 2001 beschreibt einen gravierenden Anstieg der genutzten Fördermittel und unterstreicht das Bedürfnis der deutschen Unternehmenskultur nach immer weitgehenden Finanzierungsalternativen. Doch nicht nur das. Neben dem Bedürfnis beschreibt dieser Anstieg den Leidensdruck des Mittelstands, in Krisenzeiten ausreichend Liquidität zur Fortführung seines Geschäftes bereitzustellen. Bei strengeren Vergabeprozessen der eigenen Hausbanken – oder gar einer Kreditabsage – wird die Notwendigkeit von Fördermitteln größer und stellt meist die letzte Möglichkeit dar, eine Insolvenz abzuwenden. Neben diesem Aspekt unterstützen Fördermittel jedoch auch junge Unternehmen in ihrer Aufbauphase. Start-Ups entwickeln Zukunftstechnologien und sichern das Wirtschaftswachstum der Zukunft. Doch auch ihnen stehen bei der Kreditvergabe gewöhnlicher Kreditinstitute Hürden gegenüber. Es lässt sich somit konstatieren, dass Fördermittel einen wichtigen Bestandteil der Unternehmensfinanzierung darstellen.

2.2.3 Mischformen

Neben den beschriebenen Formen der Eigen-, respektive Fremdkapitalfinanzierung sind Mischformen zu beobachten. Sie können aufgrund ihrer Ausgestaltung weder eindeutig der einen noch der anderen Art zugewiesen werden und weisen Charakteristika beider Finanzierungsformen auf. Erwähnenswerte Varianten der Mischformen sind insbesondere die Mezzanine-Finanzierung und die Nutzung von Wandeldarlehen.

2.2.3.1 Mezzanine-Finanzierung

Die Nutzung von Mezzanine-Finanzierungen kann für mittelständische Unternehmen eine interessante Alternative zu den klar abgrenzbaren Finanzierungsformen der Eigen-

¹⁰⁶ Vgl. KfW, (2021), S. 4 ff.

und Fremdkapitalseite darstellen. Je nach Vereinbarung der Vertragspartner weist sie sowohl Merkmale der Eigenkapital- als auch der Fremdkapitalfinanzierung auf. Auf Seiten der Eigenkapitalfinanzierungscharakteristika können eine unbefristete Laufzeit, eine erfolgsabhängige Vergütung, eine Verlustbeteiligung oder die Nachrangigkeit im Insolvenzfall der Gesellschaft beschrieben werden. Die Fremdkapitalfinanzierungscharakteristik kann durch eine befristete Laufzeit, einen festen Rückzahlungsanspruch oder auch fest vereinbarten Zinszahlungen entstehen. Dabei ist die individuelle Ausgestaltung derart flexibel, dass die agierenden Parteien der Mezzanine-Finanzierung ganz bewusst eher einen Eigenkapital- oder Fremdkapitalcharakter verleihen können. Die Einordnung als Mischform wird insbesondere klar, wenn Rendite- und Risikoerwartung betrachtet werden. In der Praxis liegt die Renditeerwartung des Finanzierers zwar über den Zinssätzen eines klassischen Kredites, allerdings unter der der Unternehmensgesellschafter. Auch mit Blick auf die Haftung im Insolvenzfall wird der Charakter als Mischform deutlich. So besteht ein Nachrang gegenüber den klassischen Fremdkapitalgebern, jedoch ein Vorrang gegenüber den Inhabern.¹⁰⁷

Die Mezzanine-Finanzierung bietet verschiedene Möglichkeiten der Ausgestaltung. Am häufigsten lassen sich stille Gesellschafter, nachrangige Darlehen, Genussrechtskapital, Options- und Wandelanleihen beobachten. Durch stille Einlagen eines Gesellschafters am Handelsgewerbe des Unternehmens können Werte dem Betriebsvermögen hinzugerechnet werden. Nach außen hin ist ein solcher Geschäftsvorfall nicht zu erkennen. Der Gesellschafter partizipiert weiterhin durch seine Beteiligung an Jahresüberschüssen oder Fehlbeträgen an der Leistung des Unternehmens. Durch diese Verflechtung kann das Vorgehen der Equity Mezzanine zugeordnet werden. Nachrangige Darlehen, z.B. durch Gesellschafterdarlehen bereitgestellt, zeichnen sich durch den Nachrang zu den Verbindlichkeiten der Fremdkapitalgeber aus. Im Insolvenzfall des Unternehmens werden sie erst nach Begleichung aller anderer Darlehen bedient. Da der Darlehensgeber durch den Nachrang ein gewisses Risiko eingeht, steigt die Renditeerwartung dementsprechend. Im Vergleich zu abgeschlossenen Bankenkrediten oder Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen wird sie höher liegen. Trotz Feststellung von Charakteristika der Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung ist die

¹⁰⁷ Vgl. BECKER/PEPPMEIER (2018), S. 215 f.

Unternehmensfinanzierung über nachrangige Darlehen eher der Debt Mezzanine zuzuordnen.

Mit Blick auf Genussrechtskapital ist die Einordnung in Equity oder Debt Mezzanine weniger deutlich feststellbar. Es kann, je nach Ausgestaltung, sowohl dem Eigen- als auch dem Fremdkapital zugeordnet werden. Unter Genussrechten verbergen sich schuldrechtliche Verträge, die dem Kapitalgeber Vermögenrechte gewähren. Darunter können Gewinnbeteiligungen, feste oder variable Verzinsungen des eingesetzten Kapitals oder auch der Bezug von Sach- und Dienstleistungen fallen. Sofern das Genussrechtskapital nachrangig zu behandeln, langfristig angelegt¹⁰⁸ und zur Gewinnbeteiligung befähigt, fällt seine Zuordnung in die Equity Mezzanine. Die Rechtsform der Gesellschaft, ob Aktien- oder Personengesellschaft, spielt bei der Bildung dieser Genussrechtsverträge keine Rolle.¹⁰⁹ Options- und Wandelanleihen oder auch Wandeldarlehen werden als gesonderte Form des Mezzanine-Kapital im Folgekapitel behandelt.

Die Nutzung von Mezzanine-Kapital wurde insbesondere durch den US-amerikanischen Markt in Deutschland populär. Das wird auch durch das Volumen der global abgerufenen Mittel durch Mezzanine-Finanzierung deutlich. Zwischen 2008 und 2021 verdoppelte es sich auf mittlerweile rund 166 Mrd. USD.¹¹⁰ Mittelständische Unternehmen können die Mischform des Mezzanine-Kapitals nutzen, um die Eigenkapitalstruktur ihrer Bilanz zu verbessern, ohne dabei auf Stimmanteile verzichten zu müssen.¹¹¹ Durch die bessere Eigenkapitalquote verbessert obendrein das Ratingergebnis bei den Kreditinstituten.¹¹²

2.2.3.2 Wandeldarlehen

Wandeldarlehen stellen eine Form der eigenkapitalnahen Finanzierung dar. Ihr Charakter zeigt sich mit Aushändigung jedoch eher dem Fremdkapital zugehörig. Die klassische Darlehensschuld wird jedoch nicht, wie für gewöhnlich, durch Rückzahlungen getilgt,

¹⁰⁸ Anlagedauer von mindestens fünf Jahren.

¹⁰⁹ Vgl. BECKER/PEPPMEIER (2018), S. 218 ff.

¹¹⁰ Vgl. <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/handelsblatt-serie-alternativen-zum-kredit-niedrigzinsen-und-corona-machen-die-eigenkapitalaehnliche-finanzierung-mezzanine-attraktiv/27084524.html?ticket=ST-5779605-f1uqxwVa4542eHeKWuj-ap3>.

¹¹¹ Vgl. DIMLER ET AL. (2018), S. 32.

¹¹² Vgl. LINK (2014), S. 150.

sondern in Unternehmensanteile gewandelt – auch wenn die Möglichkeit zur Rückzahlung meist besteht.

Wandeldarlehen spielen insbesondere in der Start-Up Finanzierung eine tragende Rolle, da sie als zunächst gewährtes Darlehen schnelle und flexible Investitionsentscheidungen ermöglichen. Sie sichern ausreichende Liquiditätsreserven zwischen Finanzierungsrunden. Als Hybrid aus Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung werden sie mit der Absicht, das Darlehen zu einem späteren Zeitpunkt in Anteile am Eigenkapital zu konvertieren, dem Mezzanine-Kapital zugewiesen.¹¹³ Die Rahmenbedingungen der späteren Wandlung sind dabei vorab definiert. Wandeldarlehen bieten Investoren somit die Möglichkeit, prospektiv Einflussnahme durch Stimmrechte am Eigenkapital zu sichern.

¹¹³ Vgl. COLLIN/SCHMINCKE (2021), S. 291.

2.3 Kapitalmarktbasierte Finanzierungsformen

Der Kapitalmarkt ergänzt die zuvor dargestellten Finanzierungsformen um eine potenziell nennenswerte Alternative. Doch insbesondere im Mittelstand stellt er eine unterrepräsentierte Form der Finanzierung dar.¹¹⁴ Von den in Deutschland agierenden Unternehmen in siebenstelliger Höhe waren im Jahr 2020 lediglich 438 an der Börse gelistet.¹¹⁵ Auch die Kapitalmärkte bieten den dort finanzierten Unternehmen Möglichkeiten der Eigenkapital- und Fremdkapitalfinanzierung. Auf Seite der Eigenkapitalfinanzierung ist dies in erster Linie die Möglichkeit Aktien, also Anteile des Unternehmens zu handeln. Über emittierte Anleihen können Unternehmen Fremdkapital aufnehmen. Sie zählen zum Bereich der Schuldverschreibungen.

2.3.1 Aktienemission

Der aktienbasierte Handel von Unternehmensanteilen an öffentlichen Kapitalmärkten zählt zu den bedeutendsten Treibern unserer Weltwirtschaft. Er beschreibt die Herausgabe von Unternehmensanteilen im Rahmen der Außenfinanzierung von Aktiengesellschaften. Durch diese Form der Unternehmensfinanzierung fließt der Gesellschaft durch Erhöhung des Grundkapitals Liquidität zu.¹¹⁶ Insbesondere die Finanzierung über den Aktienhandel obliegt strengen regulatorischen Anforderungen und ist, sofern die Gesellschaft nicht bereits börsennotiert ist, eine beachtliche Herausforderung für mittelständische Unternehmen – gerade auch im Vergleich zum klassischen Bankkredit. Denn auch wenn die Kreditvergabe seit verpflichtender Anwendung von Basel III strengeren Prüfungsschemata entspricht, ist sie weniger normiert als der Aktienhandel. Diese beiden Formen der Unternehmensfinanzierung unterscheiden sich dabei nicht nur aufgrund der Tatsache, dass es sich einerseits um Eigen- und andererseits um Fremdkapitalfinanzierung handelt.

Besondere Herausforderungen stellen die Art der Rechtsform, die rechnungslegungsspezifischen Vorschriften, die Veröffentlichungspflichten und nicht zuletzt der damit verbundene Kostenapparat dar. Kapitel 2.3.3 widmet diesen Herausforderungen einen detaillierten Blick. Zur Beurteilung der eingangs gestellten Forschungsfrage, ob der Kapitalmarkt ein attraktives Finanzierungsinstrument für den

¹¹⁴ Vgl. BENDEL ET AL. (2016), S. 44 f.

¹¹⁵ Vgl. STATISTA (2021b), S. 1.

¹¹⁶ Vgl. <https://www.gabler-banklexikon.de/definition/aktienemission-55494>, Zugriff am 29.01.2025.

deutschen Mittelstand darstellen kann, ist eine eingehende Betrachtung der damit verbundenen Komplexität notwendig.

Möchte ein Unternehmen den Aktienhandel zur Finanzierung nutzen, stellt sich nach rechtlichen und regulatorischen Hürden auch die Frage der Ausgestaltung des Anteilshandels. Im Wesentlichen wird zwischen Stamm- und Vorzugsaktien unterschieden, die sich hinsichtlich ihrer Mitspracherechte unterscheiden. So sind Vorzugsaktien durch fehlendes Mitbestimmungsrecht auf den Hauptversammlungen der Unternehmen gekennzeichnet. Das fehlende Stimmrecht wird dabei zumeist durch eine erhöhte Dividendenzahlung kompensiert. Dabei blickt die Nutzung von Vorzugsaktien auf eine lange Historie zurück. Das nach dem ersten Weltkrieg in Deutschland knapp gewordene inländische Kapital musste zwangsläufig durch ausländische Investoren aufgestockt werden.¹¹⁷ Um deren Mitspracherechte im eigenen Unternehmen zu begrenzen, wurde das im § 185 HBG vom 10.05.1897 definierte Konstrukt der Mehrstimmrechtsaktien insofern ausgenutzt, dass bestimmte Aktiengattungen einen kleinen finanziellen Vorteil gewährten. Das heute noch in weiten Teilen gültige Aktiengesetz von 1937 schaffte dann endgültig sogenannte „Finanzierungsvorzugsaktien“ ohne Stimmrecht.¹¹⁸ Mit Neufassung des Aktiengesetzes von 1965 zogen Vorzugsaktien, wenn auch zu Beginn zögernd, an den Kapitalmärkten ein. Insbesondere bei familiengeführten Unternehmen erfreuen sie sich großer Beliebtheit, da die Emission von stimmrechtslosen Aktien den Einfluss von externen Kapitalgebern begrenzt.¹¹⁹

Aufgrund ihrer Beliebtheit bei familiengeführten Unternehmen sollen die Vorzugsaktien an dieser Stelle detaillierter beschrieben werden. Insbesondere auch in Hinblick auf ihre rechtliche Ausgestaltung. So sind bis auf die Ausnahme des Stimmrechts bei Vorzugsaktien dieselben Rechte zu gewähren wie bei Stammaktien.¹²⁰ Der finanzielle Vorteil, zu dessen Zweck auf das Stimmrecht verzichtet wird, besteht zudem nur so lange, wie Dividenden ausgezahlt werden. Das Stimmrecht lebt wieder in vollem Umfang auf, sobald diese in einem Jahr ausfällt und kann mit nachträglicher Ausschüttung wieder entfallen.¹²¹ Auch hinsichtlich der tatsächlichen Ausgestaltung ergeben sich bei Vorzugsaktien zweierlei Möglichkeiten. So können sie auf den reinen Vorzug gegenüber

¹¹⁷ Vgl. BEZZENBERGER (1991), S. 24 ff.

¹¹⁸ Vgl. KRIEBEL (1963), S. 175.

¹¹⁹ Vgl. DASKE/EHRHARDT (2005), S. 3.

¹²⁰ Vgl. § 140 Abs. 1 AktG.

¹²¹ Vgl. § 140 Abs. 2 AktG.

Stammaktien beschränkt sein oder mit einer tatsächlich höher vergüteten Dividende gezeichnet sein. Das Aktiengesetz verlangt an dieser Stelle lediglich den Vorzug gegenüber Stammaktien, nicht aber einen höheren Dividendenbetrag.¹²² Der gewährte Vorzug ist ebenfalls nicht durch die Gesetzgebung determiniert. Die beliebte Variante der Vorzugsaktien kann allerdings nicht beliebig ausgedehnt werden. Gemäß § 130 Abs. 2 AktG kann ein Unternehmen maximal 50% seines Grundkapital über Vorzugsaktien begeben.¹²³ Für familiengeführte Mittelständler, die keinerlei Einfluss über ihre Unternehmung aus der eigenen Hand zu geben gedenken, verbleibt folgerichtig eine maximale Anteilsquote von 50% im börslichen Handel. Dies ist dennoch oberhalb der für sinnvoll erachteten Mindestquote von 30%.

Mit Blick auf die deutschen Kapitalmärkte zeigt sich die sogenannte partizipierende Vorzugsaktie als beliebteste Variante. Sie beinhaltet über den satzungsmäßigen Dividendenvorzug hinaus einen Anteil am Bilanzgewinn. Der gewöhnliche Dividendensatz liegt zwischen vier und sechs Prozent des Aktienennwertes.

2.3.2 Anleihenemission

Unternehmensanleihen nehmen eine weitere wichtige Position innerhalb der Unternehmensfinanzierung ein. Sie sind nicht alleinig auf den Kapitalmarkt beschränkt, weisen dort jedoch das höchste Volumen auf. Im Jahr 2020 wurden insgesamt 104 Mrd. EUR am institutionellen Markt über Anleihen aufgenommen. Dabei gehen 47% des Emissionsvolumens auf die drei großen deutschen Automobilhersteller Volkswagen, BMW und Mercedes-Benz zurück. Besonders in Krisenzeiten stellen sie eine gefragte Alternative zur Sicherung der Liquidität dar. So erhöhte sich ihr Volumen im Rahmen der Finanzmarktkrise 2008 von 58 Mrd. EUR auf 106 Mrd. EUR.¹²⁴ Und auch für KMU sind über den Kapitalmarkt emittierte Anleihen kein Novum. In den 2010er Jahren erlebten Mittelstandsanleihen einen gewissen Boom an eigens für sie geschaffenen Segmenten der Börsenplätze. Unternehmen bekamen durch sie die Chance, alternativ zum Bankenkredit, Kapital von einer breiten Masse an Gläubigern aufzunehmen. Diese wiederum erfreuten sich aufgrund sinkender Zinsen der herkömmlichen Anlagemöglichkeiten an den neuerlichen Investitionsmöglichkeiten mit höherer

¹²² Vgl. § 139 Abs. 1 AktG.

¹²³ Vgl. § 139 Abs. 2 AktG.

¹²⁴ Vgl. STATISTA (2021c), S. 1.

Rendite.¹²⁵ Im Zeitraum von 2010 bis 2013 erhöhte sich die Anzahl der emittierten Anleihen von mittelständischen Unternehmen um 360%.¹²⁶ Die gesteigerte Nachfrage war auf das gute Renommee des deutschen Mittelstandes zurückzuführen.¹²⁷ In den darauffolgenden Jahren kam diese Nachfrage jedoch zum nahezu vollständigen Erliegen. Insolvenzen und Zahlungsausfälle ließen das Vertrauen in Mittelstandsanleihen sinken. Die BaFin billigte zwischen 2014 und 2016 rund 50% weniger Prospekte¹²⁸ als im vorher beschriebenen Zeitraum.¹²⁹ Nebenbei unterliegen Mittelstandsanleihen weiteren speziellen Risiken. So ist eine Besicherung der Anleihe, wie es bei Bankenkrediten üblich ist, nicht gesetzlich vorgeschrieben. Auch eine geringere Bekanntheit der Anleihen an sich und den speziellen Börsensegmenten erschweren den hochfrequentierten Handel mit den Papieren. Dies kann aus unternehmerischer Sicht zudem dazu führen, dass die angestrebte Summe mangels ausreichender Nachfrage schlicht nicht akquiriert werden kann.¹³⁰

Anleihen weisen einen engen Bezug zu klassischen Schuldscheindarlehen (SSD) auf. Beide Finanzierungsquellen bieten Unternehmen die Möglichkeit, ihre Finanzierungsalternativen zu diversifizieren. Voraussetzung für eine Nutzung jener Schuldscheindarlehen bleibt jedoch eine gesunde Bonität. In jüngerer Vergangenheit erfreuten sich Schuldscheindarlehen, deren Historie auf mehr als 100 Jahre zurückgeht, analog zu den Anleihen einer steigenden Beliebtheit. Die niedrige Zinspolitik der EZB trieb private und institutionelle Anleger in den Aktien- und Anleihenmarkt. Im Jahr 2022 gaben 7,27 Mio. Privatpersonen in Deutschland an, ihr Kapital u.a. in festverzinslichen Wertpapieren angelegt zu haben.¹³¹ Die hohe Nachfrage sowohl auf privater als auch institutioneller Seite impliziert die Attraktivität für die Unternehmenseite zur Zeichnung von Anleihen. Denn im Gegensatz zu volatilen Aktienwerten bieten die festverzinslichen Wertpapiere den Anlegern Sicherheit. Emotionale Verhaltensweisen, die mitunter Aktienwerte stark beeinflussen und somit erheblichen Einfluss auf die Wertentwicklung des Portfolios haben können, können im Anleihensegment weitestgehend ausgeschlossen werden. Dieser Trend spiegelt sich zudem in der Entwicklung der Emissionsvolumina

¹²⁵ Vgl. BAFIN (2017), S. 24.

¹²⁶ Vgl. STATISTA (2020b), S. 1.

¹²⁷ Mit ihm wurden Seriosität, Innovationskraft, familiäre Unternehmenskultur und Bodenständigkeit in Verbindung gebracht, vgl. dazu BAFIN (2017), S. 25.

¹²⁸ Erläuterung folgt im nachfolgenden Kapitel.

¹²⁹ Vgl. BAFIN (2017), S. 25.

¹³⁰ Vgl. BAFIN (2017), S. 26.

¹³¹ Vgl. STATISTA (2022d), S. 1.

von Schuldscheindarlehen wider. In jüngerer Vergangenheit erhöhte sich diese von 60 Mrd. EUR auf über 100 Mrd. EUR.¹³²

Bei Unternehmensanleihen sammeln die Unternehmen Kapital ihrer Investoren ein, um dieses über eine bestimmte Laufzeit zu einem festgelegten Zins zurückzuzahlen.¹³³ Dies unterstreicht den Fremdkapitalcharakter des Finanzierungsinstrumentes. Der Kapitalmarktcharakter wird bei Betrachtung der Ausgestaltung des Finanzierungsinstrumentes im Vergleich zum klassischen Schuldscheindarlehn deutlich. Grundlegendes Abgrenzungsmerkmal ist die Börsennotierung des emittierenden Unternehmens. Mit dieser Notierung wird die Anleihe der breiten Öffentlichkeit zugänglich gemacht und unterliegt somit den börsenspezifischen Anforderungen, welche in den folgenden Kapiteln näher beschrieben werden. Diese Anforderungen erhöhen die entstehenden Kosten für das Unternehmen im Vergleich zum klassischen Schuldscheindarlehen, welches nicht an öffentlich geregelten Handelsplätzen emittiert wird. Diese strengen Regelungen bieten jedoch ein Maß an Sicherheit für Anleger. Zudem dient die Börse als Absicherung für Anleger, da die Wertpapiere externen Ratings unterzogen werden. Im Gegensatz zu Schuldscheindarlehen sind Anleihen zudem leichter handelbar, da sie von einem Gläubiger auf einen anderen übertragen werden können. Somit bieten Anleihen dem Mittelstand ein potenziell größeres Publikum und höhere Nachfrage als es klassische Schuldscheindarlehen tun.

2.3.3 Hürden des Kapitalmarktzugangs

Um Finanzierungsoptionen am Kapitalmarkt nutzen zu können, sind bestimmte rechtliche Voraussetzungen zu erfüllen. Neben der Rechtsform der Gesellschaft sind die für kapitalmarktorientierte Unternehmen geltenden Rechnungslegungsvorschriften zu beachten. Dies hat gerade für den Mittelstand, dessen häufigste Rechtsform die der GmbH ist und der seine Rechnungslegung nach den Vorschriften des HGB auslegt, Folgen.

¹³² Vgl. DIMLER (2018), S. 91.

¹³³ Vgl. DIWALD (2013), S. 3.

2.3.3.1 Wahl der Rechtsform

Die Rechtsform von börsennotierten Unternehmen und die damit einhergehenden Implikationen ermöglichen es, fungible Anteile an den Kapitalmärkten zu handeln. In Deutschland sind vier verschiedene Rechtsformen an den Börsen zugelassen:

- Aktiengesellschaft
- Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA)
- GmbH & Co. KGaA
- Societas Europea (SE)

Für mittelständische Unternehmen, welche einen Börsengang anstreben, wird es somit nötig, die Rechtsform zu ändern. Denn die zumeist haftungslimitierten Rechtsformen wie der GmbH oder GmbH & Co. KG widersprechen der für den Kapitalmarkt notwendigen Teil- und Übertragbarkeit von Unternehmensanteilen. Die Änderung der Rechtsform kann grundsätzlich durch drei verschiedene Herangehensweisen erzielt werden:

- Verschmelzung
- Spaltung
- Formwechsel¹³⁴

Eine Verschmelzung zur Erlangung der Kapitalmarktfähigkeit bietet sich an, sofern eins der verschmelzenden Unternehmen bereits eine kapitalmarktfähige Rechtsform besitzt. Dies ist bei mittelständischen Unternehmen jedoch in der Regel nicht der Fall. Eine Spaltung hingegen kann eine attraktivere Variante darstellen. Hier können, nach detaillierter Klärung der Umtauschverhältnisse der Unternehmensanteile und Auflistung der zu übertragenden Vermögenswerte, einzelne Unternehmenssegmente ausgegliedert und am Kapitalmarkt platziert werden.¹³⁵

Die letzte beschriebene Möglichkeit zur Erlangung der Kapitalmarktfähigkeit stellt die Rechtsformänderung dar. Konträr zu den zuvor beschriebenen beiden Möglichkeiten ist bei jener Variante lediglich eine Gesellschaft beteiligt, welche ihre Unternehmungen fortan in einer auf dem Kapitalmarkt zugelassenen Rechtsform ausführt. Ist die AG das angestrebte Ziel, so wird von den Geschäftsführern der Gesellschaft ein Umwandlungsbericht angefertigt. Dieser regelt, analog zum Vorgehen bei der Unternehmensspaltung, die künftigen Beteiligungen und die Vermögensaufstellung. Die

¹³⁴ Vgl. HOLZBORN/ STIEFENHOFER LUTZ (2006), S. 46.

¹³⁵ Vgl. HOLZBORN/STIEFENHOFER LUTZ (2006), S. 54 ff.

Gesellschafter stimmen diesem Bericht anschließend zu. Nach rechtskräftiger Änderung der Unternehmensform hat sich ihre innere Ausgestaltung stark verändert.¹³⁶ Fortan besteht sie aus den Organen Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung. Der Vorstand ist das lenkende Organ der Gesellschaft – vergleichbar mit den Geschäftsführern der GmbH – und untersteht praktisch keiner Leitung seitens anderer Gesellschaftsorgane. Er muss jedoch bei strategischen Entscheidungen die Interessen seiner Aktionäre wahren. Zudem wird durch den Aufsichtsrat ein Kontrollgremium gebildet. Er beruft, überwacht und kontrolliert den Vorstand. Die Hauptversammlung der Aktionäre lässt sich mit der zuvor bestehenden Gesellschafterversammlung vergleichen. Hier werden grundsätzliche strategische Entscheidungen getroffen oder auch über Verwendung von Bilanzgewinnen entschieden.

Mit den beschriebenen Möglichkeiten geht für mittelständische Unternehmen ein hoher organisatorischer Aufwand einher. Je nach Größe des Unternehmens und Ausgestaltung der Gesellschafterzusammensetzung kann dieser es erforderlich machen, externe Unterstützung zu Rate zu ziehen.

Das Vorgehen zur Erlangung der Rechtsfähigkeit in Vorbereitung des Börsengangs ist bei AG und KGaA nahezu identisch. Daher wurde lediglich das Vorgehen in Bezug auf Aktiengesellschaften beschrieben.¹³⁷

Neben den beschriebenen Herausforderungen des Umwandlungsprozesses sind jedoch auch gesellschaftsinhärente Ausgestaltungsmerkmale der jeweiligen Rechtsform sowie öffentlichkeitswirksame Gesichtspunkte in den Entscheidungsprozess zu implementieren. Besonders für mittelständische Gesellschaften kann die Wahl einer KGaA sehr attraktiv sein. Denn das den Mittelstand charakterisierende qualitative Merkmal aus Eigentum und Leitung – und der damit einhergehenden intrinsischen Sorge um den Verlust der Einflussnahme – gestaltet sich in der KGaA als leichter zu bewahren. Hier hat der persönlich haftende Komplementär die alleinige Geschäftsführungskompetenz. Wird dieser Komplementär durch die Altgesellschafter gebildet, erlaubt es einen weitreichenden Einfluss auf die Gesellschaft. Nachteilig wirkt sich jedoch die öffentliche Wahrnehmung dieser Rechtsform auf die Fungibilität der Anteile aus. Da es sich um eine alleinig in Deutschland vorhandene Rechtsform handelt, ist sie ausländischen Investoren mitunter schwer vermittelbar. Daher bildet die klassische

¹³⁶ Vgl. HOLZBORN/STIEFENHOFER LUTZ (2006), S. 58 ff.

¹³⁷ Vgl. BARZ/SCHNOBRICH (2001), S. 52, S. 64, S. 70.

Form als Aktiengesellschaft auch bei kapitalmarktorientierten Mittelständlern die meistgenutzte Form. Hier kann der Einfluss wiederum durch die Ausgestaltung der Aktien gewahrt werden. Neben der bloßen Begrenzung der sich im freien Handel befindlichen Anteile können auch Vorzugsaktien – charakterisiert durch ihre Stimmrechtslosigkeit - gewährt werden.¹³⁸

2.3.3.2 Rechnungslegungsvorschriften für kapitalmarktorientierte Unternehmen

Neben der Wahl der Rechtsform gelten für kapitalmarktorientierte Unternehmen europaweit einheitliche Rechnungslegungsstandards. Diese dienen vor dem Hintergrund von Transparenz und internationaler Vergleichbarkeit dem Schutz von Aktionären und Erhöhung der Attraktivität potenzieller Kapitalgeber. Innerhalb der europäischen Union werden diese Aspekte durch die IFRS sichergestellt.¹³⁹ Zwischen dem national geltenden HGB und den internationalen IFRS sind erhebliche Unterschiede festzustellen. Während im deutschen HGB in erster Linie Vorsichtsprinzip und Gläubigerschutz die vordergründige Intention darstellen, umfasst die Grundphilosophie des IFRS die Darstellung entscheidungsnützlicher Informationen für Investoren.

Auf Basis der EU-Verordnung Nr. 1606/2002¹⁴⁰ wurde am 04. Dezember 2004 das Gesetz zur Einführung internationaler Rechnungslegungsstandards und zur Sicherung der Qualität der Abschlussprüfung – kurz: Bilanzrechtsreformgesetz (BilReG) – geschaffen. Als kapitalmarktorientiert gelten demzufolge Kapitalgesellschaften, wenn sie einen organisierten Markt zum Handel von ihr ausgegebener Wertpapiere in Anspruch nehmen oder sich von ihr ausgegebene Wertpapiere in der Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt befinden.¹⁴¹ Doch auch Unternehmen, auf die die Definition des § 264d HGB nicht zutrifft, dürfen gemäß IFRS bilanzieren, sofern ergänzende Vorschriften, z.B. den Lagebericht betreffend, berücksichtigt werden.¹⁴²

¹³⁸ Siehe Kapitel 2.3.1 und vgl. BöSL (2004), S. 31, S. 75 f.

¹³⁹ Vgl. HOMBURG (2004), S. 78.; die zugrundeliegende rechtliche Vorschrift wurde am 19. Juli 2002 durch die Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des europäischen Parlaments und des Rates geschaffen und in nationales Recht übersetzt.

¹⁴⁰ Sog. IAS-Verordnung

¹⁴¹ Vgl. § 264d HGB.

¹⁴² Vgl. § 315a HGB.

Die dabei wesentlichsten Unterschiede zwischen HGB und IFRS konformer Bilanzierung lassen sich wie folgt beobachten:

Gegenstand	HGB	IFRS
Vermögensgegenstände	Bewertung zu AK	Bewertung zu Marktpreisen
Goodwill	Unterliegt planmäßiger Abschreibung	Nur bei dauerhafter Wertminderung abzuschreiben
Selbstgeschaffene immaterielle Wirtschaftsgüter	Aktivierungsverbot	Aktivierungsgebot, wenn wirtschaftlicher Nutzen wahrscheinlich ist
Gewinne aus Auftragsfertigung	Nur nach Fertigstellung	Nach POC-Methode auch während der Auftragsfertigung ausweisbar
Jahresüberschüsse/-fehlbeträge	Nur mit realisierten Gewinnen ausgewiesen	Kann auch noch nicht realisierte Gewinne beinhalten
Steuerbemessung	Grundlage für Steuerbemessung	Keine Grundlage für Steuerbemessung

Tabelle 2.1: Wesentliche Bilanzierungsunterschiede zwischen HGB und IFRS, eigene Darstellung, angelehnt an Haufe (2022)¹⁴³.

Aufgrund wesentlicher Bewertungsunterschiede zwischen den Rechnungslegungsstandards können teils erhebliche Differenzen zwischen aufgestellten Bilanzen nach HGB und IFRS entstehen.

Neben den heterogenen objektiven Bewertungsgrundsätzen ist die Umstellung auf eine IFRS gestützte Bilanzierung bei mittelständischen Unternehmen mit besonderem Augenmerk zu betrachten. Die IFRS sind in erster Linie für die bereits kapitalmarktorientierten Unternehmen geschaffen worden und ziehen eine Umgewöhnung in langjährig gelernten Bilanzierungsweisen der Bilanzierenden nach sich.

Der Bundesverband der Deutschen Industrie e.V., der Bundesverband deutscher Banken und die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft EY definierten in einer Studie von 2008 mehrere Vor- sowie Nachteile der IFRS Bilanzierung in mittelständischen Unternehmen. Hier werden die Erschließung neuer Finanzquellen, verbesserte Unternehmenstransparenz und Vergleichbarkeit, Harmonisierung und Vereinfachung der Konzernrechnungslegung und

¹⁴³ Vgl. https://www.haufe.de/finance/buchfuehrung-kontierung/ifrs-oder-hgb-eine-entscheidungshilfe/unterschied-zwischen-ifrs-und-hgb-umstellung-auf-ifrs_186_448526.html, Zugriff am 29.01.2025

Angleichung von internem und externem Rechnungswesen als wesentliche Vorteile beschrieben.¹⁴⁴ Die Erschließung neuer Finanzquellen beschreibt die in dieser Arbeit untersuchte Eignung des Kapitalmarktes als Finanzierungsalternative für den deutschen Mittelstand und steht folgerichtig in gewisser Wechselwirkung zueinander. Insbesondere aber die Harmonisierung der Konzernrechnungslegung stellt einen wichtigen Bestandteil dar. So ist die Fähigkeit zur internationalen Anwendung der Standards auch für mittelgroße Unternehmen mit globalen Absatzmärkten und Tochtergesellschaften von bedeutendem Interesse.

Als nachteilig wurden die erhöhte Komplexität in der Bilanzierung, hohe Umstellungs-, Zusatz- und Folgekosten, vermehrte Bilanzierung zum beizulegenden Zeitwert, höhere Volatilität der Ergebnisse und die Reorganisation des existierenden Rechnungswesens identifiziert. Die Reorganisation des existierenden Rechnungswesens geht einher mit dem bereits beschriebenen erhöhten Aufwand und resultiert damit in Umstellungs-, Zusatz- und Folgekosten. Diese sind getrieben durch temporär erhöhten Personalaufwand, aber nicht abschließend darauf begrenzt. Neue Rechnungslegungsvorschriften sorgen in Form von Umgewöhnung zu Effizienzverlusten. Die höhere Volatilität der Ergebnisse wird durch die vermehrte Bilanzierung zum beizulegenden Zeitwert bedingt. Schwankende Marktwerte von beteiligten Unternehmen haben unmittelbaren Einfluss auf die Bilanz, sowohl unterjährig als auch zur finalen Bewertung am Bilanzstichtag.¹⁴⁵

Börseneintrittssegmente des deutschen Kapitalmarktes, die nicht Teil des regulierten Marktes sind¹⁴⁶, bieten mittelständischen Unternehmen – in Abhängigkeit der jeweils geltenden Geschäftsbedingungen – jedoch die Möglichkeit auf die Umstellung der internationalen Rechnungslegungsstandards zu verzichten. Dies gehört zum umfangreichen Maßnahmenpaket, den Kapitalmarkt für kleinere Unternehmen zu öffnen und die Attraktivität zu steigern. Der Verzicht auf die IFRS-Pflicht reduziert den Aufwand bei Durchführung des IPOs. Dieses Entgegenkommen wird u.a. im Segment Scale an der Frankfurter Wertpapierbörse, am Primärmarkt der Düsseldorfer Börse, dem Börsensegment für KMU und anderen Börsensegmenten praktiziert. Hier werden die Aktien nicht an regulierten Märkten, sondern im Freiverkehr (OTC) gehandelt.¹⁴⁷

¹⁴⁴ BUNDESVERBAND DER DEUTSCHEN INDUSTRIE E.V. ET AL. (2008), S. 8.

¹⁴⁵ BUNDESVERBAND DER DEUTSCHEN INDUSTRIE E.V. ET AL. (2008), S. 8.

¹⁴⁶ Und sich somit außerhalb der gesetzlichen Vorschriften zur Nutzung der IFRS befinden.

¹⁴⁷ Vgl. FREY/EY (2006), S. 123.

2.3.4 Kosten der Kapitalmarktfähigkeit

Die zuvor beschriebenen entstehenden Herausforderungen beim Gang an die Kapitalmärkte schreckt mittelständische Unternehmen im Allgemeinen ab. Denn ebenjene Herausforderungen sind sowohl mit erheblichen zeitlichem wie auch finanziellem Aufwand verbunden. Entscheidender Treiber in Hinblick auf die zu erwartenden Kosten des Börsengangs sind Emissionsvolumen und das gewählte Börsensegment. Je größer das angestrebte Volumen und desto strenger reguliert das Börsensegment, desto höher sind die damit einhergehenden Kosten. Mittelständische Unternehmen emittieren Anteile zumeist erstmalig in speziell dafür geschaffenen Eintrittssegmenten der Börsen. Dies ist zum einen auf die Unternehmenswerte und damit gekoppelten Anteile im Freiverkehr zurückzuführen. Zum anderen sind diese Segmente eigens für mittelständische Unternehmen geschaffen worden, um diesen zur Nutzung des Kapitalmarktes zu bewegen.

Eine angestrebte Listung in den Prime Standards internationaler Börsen (wie z.B. DowJones oder DAX40) erfordert einen weitaus größeren Aufwand als im Scale Segment der Frankfurter Börse oder dem Primärmarkt der Düsseldorfer Börse. Im Schnitt können Unternehmen mit bis zu 10% Kosten des Emissionserlöses rechnen.¹⁴⁸ Je kleiner der angestrebte Börsengang, desto niedriger fallen die dabei zu erwartenden Kosten an.¹⁴⁹

Die zu erwartenden Kosten basieren dabei auf klar identifizierbaren Treibern. Diese lassen sich in die folgenden, übergeordneten Kategorien einordnen:

1. Vorbereitungskosten
2. Börseneinführungskosten
3. Laufende Folgekosten¹⁵⁰

Die Vorbereitung eines Börsengangs nimmt insofern eine zentrale Bedeutung ein, da an dieser Stelle die notwendigen rechtlichen Rahmenbedingungen für eine Listung an den Kapitalmärkten geschaffen werden. Die Vorbereitungskosten umfassen die Umwandlung der Gesellschaftsform (sofern diese nicht bereits kapitalmarktfähig ist), die Bestellung des Aufsichtsrats, die Entwicklung des Unternehmensplans und die eigentliche Emissionsberatung. Die Wandlung von GmbH in AG inhäriert eine simple Vorgehensweise, während die Wandlung von einer Personengesellschaft in die

¹⁴⁸ Vgl. SCHULZ (2010), S. 102.

¹⁴⁹ Vgl. LÖHR (2006), S. 12.

¹⁵⁰ Vgl. <https://www.seefelder.de/going-public/kosten.php>, Zugriff am 29.01.2025.

Rechtsform der Aktiengesellschaft mit erhöhtem Aufwand verbunden ist. Je nach Sachlage dürften zwischen 15 Tsd. EUR und 50 Tsd. EUR zwecks Gesellschaftsumformung anfallen. Sofern bei dem angestrebten Börsengang eine Verschmelzung zweier oder mehrerer mittelständischer Unternehmen avisiert wird, können diese Umwandlungskosten durch weitergehende strukturelle Veränderungen weiter steigen.¹⁵¹ Eine Verschmelzung zweier oder mehrerer Mittelständler mit anschließendem Börsengang stellt allerdings eine seltene Ausnahme in der Praxis dar. Ein weiterer wichtiger Bestandteil der Vorbereitungsphase ist die Durchführung der Due Diligence. Da diese durch externe Berater und/oder Wirtschaftsprüfer durchgeführt wird, können Kosten zwischen 70 Tsd. EUR und 100 Tsd. EUR entstehen.¹⁵² Die Bestellung des Aufsichtsrats und die Entwicklung des Unternehmensplans lassen jeweils Kosten von bis zu 50 Tsd. EUR entstehen. Durch den Unternehmensplan kommt dabei der synergetische Effekt zustande, dass eklatante Unternehmensrisiken, aber auch -chancen, aufgezeigt werden. Eine im Rahmen der Vorbereitungsphase genutzte Emissionsberatung kann Kosten zwischen 150 Tsd. EUR und 300 Tsd. EUR verursachen.¹⁵³ Sie stellt somit den nennenswertesten Anteil innerhalb der 1. Phase dar, kann aber in der darauffolgenden Börseneinführung zu erheblichen Einsparpotenzialen führen. Je nach Nutzung und Ausgestaltung der genannten Bestandteile führt die Vorbereitung des IPOs zu Kosten zwischen 285 Tsd. EUR und 500 Tsd. EUR.

Ist die Vorbereitung des Börsengangs abgeschlossen, kann dieser vollzogen werden. Die dabei entstehenden Börseneinführungskosten stellen den zweiten, signifikanten Kostentreiber eines angestrebten IPOs dar. Innerhalb dieser Kategorie können die Platzierungsprovision des Bankenkonsortiums, die Erstellung des Verkaufsprospekts, die Börsenzulassungsgebühr und anschließende Roadshows und Bewerbung der eigenen Aktien als nennenswerte Positionen erachtet werden.¹⁵⁴ Die Höhe der Platzierungsprovision hängt dabei im Wesentlichen mit dem angestrebten Emissionsvolumen zusammen. Desto größer die angestrebte Kapitalaufnahme, desto mehr Kosten ergeben sich für das Bankenkonsortium. In der Regel dürfen Unternehmen mit 4 – 6% des Emissionserlöses rechnen. Für Mittelständler ergibt sich jedoch eine von Relevanz behaftete Besonderheit. Ihre emittierten Anteile ziehen weit weniger öffentliche und fachliche Aufmerksamkeit auf sich, als es bei großen Konzernen und ihren

¹⁵¹ Vgl. BÖSL (2004), S. 183.

¹⁵² Vgl. RUSS (2005), S. 257.

¹⁵³ Vgl. <https://www.seefelder.de/going-public/kosten.php>, Zugriff am 29.01.2025.

¹⁵⁴ Vgl. <https://www.seefelder.de/going-public/kosten.php>, Zugriff am 29.01.2025.

Börsengängen der Fall ist. Die Platzierungsprovision orientiert sich deshalb am oberen Ende der zuvor genannten Bandbreite. Die Größe von mittelständischen Unternehmen, das damit einhergehende niedrige Emissionsvolumen und die geringe öffentliche Bekanntheit bilden ein signifikantes Platzierungsrisiko. So kann eine erfolgreiche Durchführung des IPOs im Vorhinein nicht garantiert werden. Das Risiko des Abbruchs eines Börsengangs wird in dieser Unternehmenskategorie von den Banken höher eingeschätzt als bei Großkonzernen. Bis dato entstandene Aufwendungen können durch den erfolgreichen Börsengang nicht kompensiert werden. Eine vertraglich vereinbarte Break-Up-Fee kann daher bis zu 250.000 EUR betragen und erhöht die Börseneinführungskosten um einen elementaren Bestandteil.¹⁵⁵ Neben der Übernahme des Platzierungsrisikos durch das Bankenkonsortium übernimmt dieses auch die Erstellung des von der BaFin zu billigenden Wertpapierprospektes. Hier dürfen Kosten in Höhe von 60.000 bis 90.000 EUR angesetzt werden. Durch Übersetzung, Druck und Versand kann der kumulative Betrag der Wertpapierprospekterstellung auf bis zu 120.000 bis 165.000 EUR ansteigen. Ein schwierig zu antizipierender Kostentreiber stellen Roadshows und Werbung dar. Hier obliegt es den Unternehmen, in welchem Umfang sie tätig werden möchten. Richtwerte lassen eine Bandbreite von 100.000 EUR bis zu 1,5 Mio. EUR als realistisch erahnen.

Nennenswerte Folgekosten stellen insbesondere die Mitgliederhauptversammlung, die Erstellung der Jahresabschlüsse und Investor Relations Management dar. Die Nennung der Jahresabschlusskosten, im Rahmen von 100.000 bis 250.000 EUR, darf jedoch durchaus zur Diskussion gestellt werden, da sich diese insbesondere auch nach Unternehmensgröße und konzernstruktureller Aufstellung der Gesellschaft richtet und ohnehin einen wesentlichen Kostenblock in der jährlichen Unternehmensplanung einnimmt. Ergänzend zu den Jahresabschlüssen sind unterjährige Veröffentlichungen von Quartals- und Halbjahresberichten nach § 52 und § 53 der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse jedoch verpflichtend. Die Kosten der Mitgliederversammlung variieren folgerichtig, analog zu Werbekosten und Kosten für abgehaltene Roadshows, je nach betriebenem Aufwand und Umfang. Als Bandbreite können 50.000 EUR bis 250.000 EUR angesetzt werden.¹⁵⁶

¹⁵⁵ Vgl. BöSL (2004), S. 179 ff.

¹⁵⁶ Vgl. <https://www.seefelder.de/going-public/kosten.php>, Zugriff am 29.01.2025.

Letztendlich ergibt sich die Erkenntnis, dass die Kosten der Kapitalmarktfähigkeit nicht pauschalisiert werden können. Die Zusammensetzung aus fixen und variablen Bestandteilen, die je nach Ausgestaltung des an den Kapitalmarkt strebenden Unternehmens gebildet wird, ermöglicht jedoch einen kalkulierbaren Korridor der zu erwartenden Kosten. Die folgenden Abbildungen tragen untere und obere Grenzen anhand eines beispielhaften Unternehmens im Wert von 250 Mio. EUR und einem angestrebten Emissionsvolumen von 62,5 Mio. EUR zusammen.

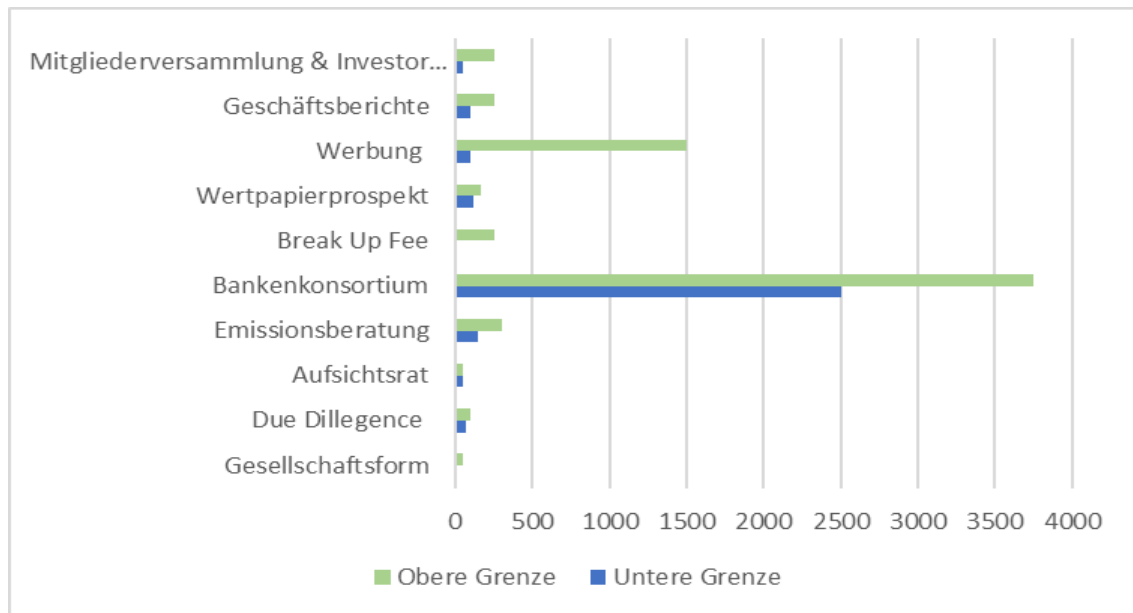


Abb. 3: Exemplarische Darstellung der Bandbreite der Kosten eines Börsengangs mit einem Emissionsvolumen von 62,5 Mio. EUR in Tsd. EUR, eigene Darstellung in Anlehnung an Bösl, Russ und Seefelder.¹⁵⁷

Je nach Ausgestaltung der variablen Bestandteile von Kapitalmarktzugangskosten beträgt die literaturbasierte Bandbreite zwischen 3,155 und 6,665 Mio. EUR.

2.3.5 Eintritt im Scale Segment

Um kleinen und mittelgroßen Unternehmen Zugang zum Kapitalmarkt bieten zu können, bietet die Frankfurter Börse ein eigens geschaffenes Segment für den Eintritt an ihrem Börsenplatz an. Das Scale Segment ist Teil des Open Market¹⁵⁸ und bietet eine Alternative zu den von der Europäischen Union geregelten General und Prime Standards.

¹⁵⁷ Vgl. Bösl (2004), Russ (2005) und <https://www.seefelder.de/going-public/kosten.php>, Zugriff am 29.01.2025.

¹⁵⁸ Ehemals als Freiverkehr beschrieben.

Dieser wird, anders als der General und der Prime Standard, von der Börse selbst reguliert. Mit dieser eigenen Regulierung schafft die Börse eigens definierte Anforderungen an das Transparenzlevel der Unternehmen. Die Unternehmen können somit das Transparenzlevel ihrer Emission selbst bestimmen.¹⁵⁹

Die folgende Abbildung beschreibt die Marktstruktur der Frankfurter Börse.

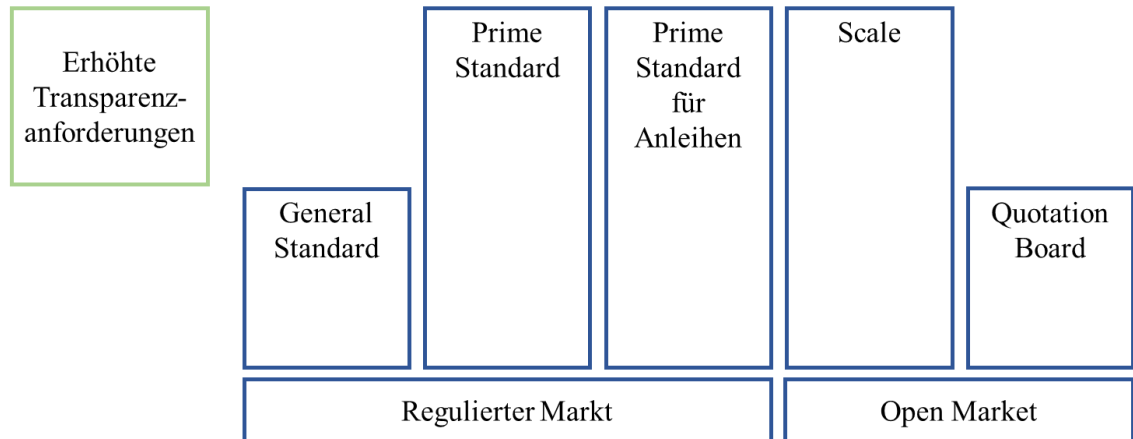


Abb. 4: Marktsegmente der Frankfurter Börse, eigene Darstellung nach Frankfurter Börse.¹⁶⁰

Zugrundeliegende Motivation der die Transparenz betreffenden Regulierungen ist die Sicherstellung ausreichender Informationen für Anleger. Nur mit ausreichender Informationssicherheit können Investoren ein klares Bild über Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Unternehmen erhalten. Wird diese Informationssicherheit nicht durch den regulierten Markt gebildet, so wird diese adäquat durch die Börse selbst sichergestellt. Der Open Market mit dem Segment Scale ist somit ein privatrechtliches Segment. Unterteilt wird dieses dann wiederum in einen Bereich zur Eigenkapitalfinanzierung (Scale für Aktien) und einen Bereich zur Fremdkapitalfinanzierung (Scale für Anleihen). Das Scale Segment für Aktien hat 2017 den Entry Standard abgelöst. Die Anforderungen basieren auf denen des Open Markets, gehen jedoch darüber hinaus, um die Informationssicherheit für Anleger zu erhöhen. So müssen beispielsweise innerhalb von sechs Monaten nach Abschluss des Geschäftsjahres testierte Jahresabschlüsse inkl. Lagebericht auf der Unternehmenshomepage veröffentlicht werden. Zudem gilt die Pflicht zur Veröffentlichung sog. Adhoc-Mitteilungen, also unmittelbaren Mitteilungen börsenrelevanter und eventuell den Aktienkurs beeinflussender Informationen über das

¹⁵⁹ Vgl. <https://www.boerse-frankfurt.de/wissen/maerkte-und-segmente/marktstruktur-der-frankfurter-boerse>, Zugriff am 29.01.2025.

¹⁶⁰ Vgl. <https://www.boerse-frankfurt.de/wissen/maerkte-und-segmente/marktstruktur-der-frankfurter-boerse>, Zugriff am 29.01.2025.

Unternehmen. Analog zum General Standard und Prime Standard des regulierten Marktes unterliegt das Scale Segment der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) und somit der Beaufsichtigung der BaFin. Diese kontrolliert das Segment in Hinblick auf Insiderhandel und Marktmissbrauch. Weiterhin müssen die Unternehmen einen Research Bericht von einem genehmigten Finanzpartner der Frankfurter Börse erstellen lassen und für mindestens 24 Monate auf der Unternehmenshomepage bereitstellen.¹⁶¹ Das Scale Segment für Anleihen bietet kleinen und mittelgroßen Unternehmen die Möglichkeit Fremdkapital über den Kapitalmarkt aufzunehmen. Mit einem maximalen Nominalbetrag von 1.000 EUR pro Anleihe werden die festverzinslichen Wertpapiere anlegerfreundlich gehalten. Auch für die Anleihenemission gelten besondere, über die Regulierungen des Open Market hinausgehende, Transparenzanforderungen zur Gewährleistung der Informationssicherheit. So müssen vor Emission folgende Informationen bereitgestellt werden:

1. Wertpapierprospekt
2. Unternehmenskalender
3. Testierter Jahresabschluss
4. Bonitätseinstufung einer Rating-Agentur und Bilanzkennzahlen

Nach Emission des Wertpapiers sind zudem folgende Folgepflichten zu bedienen:

1. Aktuelle Jahres- und Halbjahresberichte
2. Jährliche Folge-Ratings
3. Mindestens einmal pro Jahr eine Analysten- und Investorenveranstaltung¹⁶²

¹⁶¹ Vgl. <https://www.boerse-frankfurt.de/wissen/maerkte-und-segmente/scale-fuer-aktien>, Zugriff am 29.01.2025.

¹⁶² Vgl. <https://www.boerse-frankfurt.de/wissen/maerkte-und-segmente/scale-fuer-anleihen>, Zugriff am 29.01.2025.

2.4 Theorien der neuen Institutionenökonomik und Stewardship-Theorie

Das in dieser Dissertation bearbeitete Themengebiet der Mittelstandsfinanzierung mit der aufgeworfenen Fragestellung nach der Eignung kapitalmarktbasierter Finanzierungsmöglichkeiten als Diversifizierungsoption lässt sich im Kontext zentraler Theorien der Wirtschaftslehre diskutieren. Insbesondere die Theorien der neuen Institutionenökonomik bieten eine solche Diskussionsgrundlage und werden deshalb in diesem Kapitel skizziert.

Die Theorien der neuen Institutionenökonomik (NIÖ) werden im wissenschaftlichen Diskurs der vergangenen Jahrzehnte als verstärkt zentrale Elemente zur Erklärung sozialökonomischer Zusammenhänge verstanden.¹⁶³ Dies resultiert in einer stets wachsenden Anzahl von Beiträgen, Büchern und Zeitschriften. Wesentliche Persönlichkeiten dieses Forschungsgebietes wurden in der Vergangenheit zudem mit dem Nobelpreis geehrt.¹⁶⁴

Die NIÖ untersucht, im Gegensatz zur neoklassischen Theorie, wie der institutionelle Rahmen (von Tauschprozessen) entsteht, welche Wirkungen er entfaltet und setzt seine Existenz nicht als gegeben voraus.¹⁶⁵ In der Neoklassik wird den entscheidenden Individuen bei Vorliegen vollständiger Informationen vollständig rationales Handeln unterstellt, um ihren Nutzen zu maximieren. Im Kontext der NIÖ werden hingegen eingeschränkte Rationalität und opportunistisches Verhalten angenommen, sprich, dass die Individuen zwar rational handeln, aber nicht über eine vollständige Informationslage verfügen.¹⁶⁶

Aufgrund der umfangreichen und weit ausdifferenzierten Interpretationen dieser Theorien wird im Folgenden darauf verzichtet, detailliert auf die Entstehungsgeschichte der NIÖ, der einzelnen Bestandteile inklusive ihrer Wechselwirkungen und Beziehungen zueinander und der Abgrenzung zur Neoklassik verzichtet.

¹⁶³ Vgl. FURUBOTN/RICHTER (2010), S. 1 ff.

¹⁶⁴ Ronald Coase 1991, Douglass C. North 1993 und Elinor Ostrom mit Oliver Williamson 2009.

¹⁶⁵ Vgl. [https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/neue-institutionenoeconomik-38077#:~:text=Die%20Neue%20Institutionen%C3%B6konomik%20\(NI%C3%96\)%20ist,u.a.%20Williamson%2C%20Jensen%20und%20Meckling](https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/neue-institutionenoeconomik-38077#:~:text=Die%20Neue%20Institutionen%C3%B6konomik%20(NI%C3%96)%20ist,u.a.%20Williamson%2C%20Jensen%20und%20Meckling).

¹⁶⁶ Vgl. HEINRICH/LOBIGS (2003), S. 246.

Im Rahmen dieser Dissertation werden folgende Theorien der NIÖ näher beschrieben und im Kontext der Forschungsergebnisse diskutiert:

- Prinzipial-Agent-Theorie
- Property-Rights-Theorie (Theorie der Verfügungsrechte)
- Transaktionskostentheorie

Im Kontext der Prinzipial-Agenten-Theorie wird zudem häufig die Stewardship-Theorie als Gegenentwurf herangezogen. Daher werden ihre Bestandteile im Folgenden ebenfalls skizziert. Es ist jedoch wichtig, diese Theorien nicht isoliert voneinander, sondern vielmehr als Bestandteil eines holistischen Theoriekonstruktes zu verstehen.

2.4.1 Prinzipial-Agent-Theorie

Die Prinzipial-Agent-Theorie beschreibt die Beziehung zweier Akteure zueinander. Der Prinzipal delegiert auf vertraglicher Basis eine Aufgabe an den Agenten. Da der Agent auf Anweisung des Prinzipals handelt, beeinflusst sein Handeln nicht nur ihn selbst, sondern auch den Prinzipal.¹⁶⁷

Die Beziehung beider Akteure verfügt jedoch über zwei wesentliche Probleme. Zum einen herrscht zwischen Prinzipal und Agent eine Informationsasymmetrie, zum anderen verfolgen beide Akteure divergente Interessen. Die Informationsasymmetrie kann dabei vom Agenten zu seinem Vorteil ausgenutzt werden.

Die Interessendivergenzen resultieren aus der opportunen Eigenschaft des Agenten, bei einer fixierten Entlohnung den eigenen Arbeitsaufwand zu minimieren, um möglichst hohen individuellen Nutzen aus dem Vertrag mit dem Prinzipal zu ziehen. Der Prinzipal hingegen ist jedoch an einer bestmöglichen Ausführung der an den Agenten übertragenen Aufgabe interessiert. Beide Interessen laufen somit zuwider.¹⁶⁸

Aufgrund dieses theoretischen Konzepts ist die Berücksichtigung der Prinzipial-Agent-Theorie zur adäquaten Beantwortung der Forschungsfragen von wesentlicher Bedeutung. Wenn bei mittelständischen Unternehmen, deren wichtiges Charakteristikum die Einheit aus Eigentum und Leitung ist, Prinzipal und Agent durch Aktienemission nicht mehr in einem Individuum vereint sind, resultiert dies möglicherweise in Informationsasymmetrie

¹⁶⁷ Vgl. PICOT ET AL. (2020), S. 25.

¹⁶⁸ Vgl. HÖRMANN/SCHERR (2012), S. 3.

und Interessensdivergenzen. Bei der überwiegend beobachtbaren Verweigerung der Kapitalmärkte als Finanzierungsoption für den Mittelstand könnte dies als einer der Verweigerungsgründe identifiziert werden.

2.4.2 Stewardship-Theorie

Bei der Beurteilung, ob die Prinzipal-Agent-Theorie als Verweigerungsgrund für kapitalmarktbasierende Finanzierungsformen herangezogen werden kann, bietet sich ein Diskurs in Verbindung mit der Stewardship-Theorie an. Denn zentrales Charakteristikum des deutschen Mittelstands ist eben auch die häufig miteinander einhergehende Einheit aus Eigentum und Leitung.¹⁶⁹ Infolgedessen kann womöglich kein Interessenskonflikt zwischen Prinzipal und Agent festgestellt werden, sind doch beide Rollen in einem Individuum vereint. Wenngleich erneut zu betonen ist, dass die Einheit aus Eigentum und Leitung nicht abschließendes Definitionskriterium des deutschen Mittelstands ist.¹⁷⁰

Die Stewardship-Theorie geht zurück auf die Soziologen Lex Donaldson und James H. Davids. Sie entwirft im Gegensatz zur Prinzipal-Agent-Theorie ein Menschenbild, welches intrinsische Motivation und altruistisches Verhalten zulässt.¹⁷¹ Damit läuft die zentrale Annahme, dass Menschen eben nicht ausschließlich monetär zu motivieren sind, konträr zu den Annahmen der Prinzipal-Agent-Theorie.¹⁷² Die Stewardship-Theorie unterstellt, dass Individuen bei steigender Bedürfnisbefriedigung weniger stark auf finanzielle Anreize reagieren. Infolgedessen treten Anreize wie die Übernahme von Verantwortung, das Bewältigen von herausfordernden Tätigkeiten, die Bildung und Steigerung der Unternehmensreputation und die Steigerung des eigenen Engagements in den Vordergrund. Somit können den in der Prinzipal-Agent-Theorie zwischen Prinzipal und Agent entstehenden Informationsasymmetrien und Interessensdivergenzen im Rahmen der Stewardship-Theorie entgegengewirkt werden, da Prinzipal und Agent, respektive Steward, kongruente Interessen verfolgen.¹⁷³

Die fundamental differenzierte Beschreibung des Individuums im Kontext der Stewardship-Theorie ist daher im Rahmen der Analyse der Forschungsergebnisse von

¹⁶⁹ Vgl. BECKER ET AL. (2015), S. 6.

¹⁷⁰ Vgl. dazu [Kapitel 2.1.1](#) und [Kapitel 2.1.2](#).

¹⁷¹ Vgl. DONALDSON/DAVIDS (1991), S. 51.

¹⁷² Vgl. DONALDSON/DAVIDS (1991), S. 51.

¹⁷³ Vgl. VELTE (2010), S. 285 ff.

großer Bedeutung, da sie bedeutende Charakteristika des deutschen Mittelstands erklären kann.

2.4.3 Property-Rights-Theorie

Im Kontext der Property-Rights-Theorie wird zwischen vier verschiedenen Kategorien des Eigentumsrechts unterschieden. Der Wert von Gütern ergibt sich hier nicht aus physischen oder materiellen Eigenschaften, sondern vielmehr aus dem Verfügen über diese vier Rechte:

1. Nutzungsrechte
2. Veränderungsrechte
3. Gewinnaneignungsrechte
4. Veräußerungsrechte¹⁷⁴

Desto mehr dieser Eigentumsrechte gebündelt werden können, desto höher ist der Wert bestimmter Güter. Die Aufteilung o.g. Rechte auf verschiedene Personen oder Personengruppen hingegen resultiert in einer Wertminderung. Welge und Eulerich beschreiben daher, dass der Nutzen eines Gutes für die Eigentümer somit umso höher ist, desto höher diese Verfügungsrechte an dem Gut sind.¹⁷⁵

Wird der Argumentation dieser Theorie gefolgt, resultiert ein gewisses Optimum in den zuvor beschriebenen Charakteristika mittelständischer Unternehmen. Der klassische Mittelstand, mit seiner Einheit aus Eigentum und Leitung, bündelt diese Verfügungsrechte gewissermaßen in dem das Unternehmen leitenden Gesellschafter. Aus diesem Grund ist die Property-Rights-Theorie im Rahmen dieser Dissertation erwähnenswert, gehen doch mit Kapitalmarktfinanzierung möglicherweise (Teil-)Verluste dieser Verfügungsrechte einher. Für mittelständische Entscheidungsträger dürfte somit im Kontext der Property-Rights-Theorie ein großes Interesse in der Wahrung ihrer Verfügungsrechte liegen. Die Fragestellung nach Gestaltungsmöglichkeiten im Kontext der Kapitalmarktfinanzierung zur Vermeidung des Verlustes von Verfügungsrechten ist somit von Wesentlichkeit.

¹⁷⁴ Vgl. SACK (2019), S. 93 f.

¹⁷⁵ Vgl. WELGE/EUERLICH (2014), S. 10 f.

2.4.4 Transaktionskostentheorie

Die Transaktionskostentheorie wurde maßgeblich vom Institutionenökonom Oliver E. Williamson geprägt, welcher Transaktionen anstelle von Rohstoffen in den Fokus seiner Analysen rückte. Williamson beschreibt eine Transaktion als den Übergang oder die Übertragung eines Gutes oder einer Leistung über eine technisch abgrenzbare Schnittstelle. Er zieht dabei einen Vergleich zu mechanischen Systemen, in denen es zu Friktionen wie Energieverlusten oder mangelhaft funktionierenden Komponenten kommen kann.¹⁷⁶ Analog dazu versteht er Transaktionskosten als jegliche Aufwände oder Nachteile, die im Zusammenhang mit einer Transaktion von den beteiligten Akteuren getragen werden müssen. Dies umfasst nicht nur monetäre Kosten, sondern auch andere Belastungen oder Einschränkungen. Die Existenz von Transaktionskosten erklärt sich durch die unvollständige Informationslage der Akteure, welche dazu führt, dass Verträge häufig unvollständig sind, welches ein grundlegendes Konzept der Neuen Institutionenökonomik ist.¹⁷⁷ Da hohe Transaktionskosten als problematisch angesehen werden, liegt ein Schwerpunkt von Williamsons Überlegungen darauf, Mechanismen zu finden, die diese Kosten verringern können. Besonders betont er dabei die Rolle effektiver und funktionierender Governance-Strukturen als Mittel zur Reduktion von Transaktionskosten.

Im Kontext der hier diskutierten Eignung kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen für mittelständische Unternehmen sind diese Auswirkungen der hohen Transaktionskosten zu berücksichtigen. Sofern ein mittelständisches Unternehmen, zuvor geleitet durch die Tätigkeit des Gesellschafters, auf Anleihen oder Aktienemission zurückgreift, könnte dies Implikationen auf Effizienz und Effektivität der Governance-Strukturen im Sinne von Williamson haben. Im Falle einer Einheit aus Eigentum und Leitung eines Unternehmens können somit geringe Transaktionskosten unterstellt werden.

¹⁷⁶ Vgl. WILLIAMSON (1981), S 549 ff.

¹⁷⁷ Vgl. WELGE/EULERICH (2014), S. 12.

2.5 Literaturbasierte Analyse des Kapitalmarktes als Finanzierungsalternative für den deutschen Mittelstand

Unternehmensfinanzierungskonzepte stellen eine grundlegende Säule der Betriebswirtschaftslehre dar. Doch die vergangenen Jahr(-zehnt)e deckten eine grundlegende Unterversorgung des Mittelstands im Hinblick auf nutzbare Alternativen auf. Die Hälfte aller mittelständischen Unternehmen hat die ausreichende Entwicklung ihrer Finanzierungskonzepte in der Vergangenheit vernachlässigt.¹⁷⁸ Bereits um die Jahrtausendwende waren die meisten Insolvenzen durch unzureichende Finanzierung zu begründen.¹⁷⁹ Die dargestellten Finanzierungsformen, obgleich eigenkapital-, fremdkapitalbasiert oder aus einer Mischform bestehend, können die vorhandenen Symptome einer finanziellen Unterversorgung lindern, sind aber je nach Ausgestaltung, Umfang und Zugangsvoraussetzungen nicht für alle KMU/Mittelständler geeignet. Der Weg an den Kapitalmarkt kann das bestehende Finanzierungsportfolio sinnvoll ergänzen. Gewiss ist diese Möglichkeit aber nicht für alle Mittelständler geeignet, da der bereitgestellte Freeflow der Kapitalanteile ein bestimmtes Volumen nicht unterschreiten sollte. Dies impliziert ein Mindestmaß an Unternehmenswert. In Anbetracht der Forschungsabsicht dieser Dissertation zeichnet sich somit bereits im Rahmen der theoretischen Grundlagen eine Eingrenzung auf mittelständische Unternehmen mit einem zugrundeliegenden Unternehmenswert in ein- bis dreistelliger Millionenhöhe ab.

2.5.1 Strukturierte Literaturrecherche

Deutsche mittelständische Unternehmen sind ein bisher breit erforshtes Gebiet. Eine systematische Literaturrecherche erscheint daher unablässig. In den folgenden Kapiteln wird daher zunächst die Zielsetzung und Methodik der systematischen Literaturrecherche selbst beschrieben, ehe eine prozessual gestützte Verdichtung und Interpretation dieser Ergebnisse erfolgt. Ziel des Kapitels ist eine literaturbasierte Beantwortung der Forschungsfrage. Aus den gewonnenen Erkenntnissen können folgend entsprechend konkretisierte Forschungsfragen hinsichtlich der empirischen Untersuchung abgeleitet werden.

¹⁷⁸ Vgl. FISCHL (2011), S. 13.

¹⁷⁹ Vgl. DOWLING/DRUMM (2002), S. 26.

2.5.1.1 Zielsetzung und Relevanz

Der literaturbasierte Forschungsansatz dient zunächst als Mechanismus zur Identifikation, Analyse und Interpretation bis dato erzielter Forschungsergebnisse, welche für das eigene Forschungsunterfangen von Relevanz sind.¹⁸⁰ Die aggregierten Forschungserkenntnisse dienen in der Folge als Fundament der identifizierten Forschungslücke und begründen die eigenen Forschungsaktivitäten.¹⁸¹ Eine Literaturanalyse dient darüber hinaus häufig als Grundlage für die systematische Ableitung von Forschungsfragen. Neben dieser einleitenden Funktion einer empirischen Untersuchung lassen sich auch eigenständige Literaturreviews identifizieren, die über eine rein begründende Rolle hinausgehen und idealerweise einen vertieften Erkenntnisgewinn in Bezug auf den untersuchten Forschungsgegenstand ermöglichen.¹⁸² Da kapitalmarktbasierende Finanzierungsformen trotz Nachfrage nach Finanzierungsalternativen seitens des Mittelstands kaum genutzt werden, wird diesem Ansatz der Literaturanalyse in dieser Arbeit Folge geleistet.

Ziel der folgenden, strukturierten Literaturanalyse ist es, den Stand der Forschung zu Kapitalmarktfinanzierungen des deutschen Mittelstands systematisch zu erfassen, zu synthetisieren und daraus präzise Forschungslücken abzuleiten, die die Basis für die darauf folgende empirische Untersuchung schaffen. Im Zentrum steht die Frage, unter welchen Bedingungen und mit welchen Konsequenzen kapitalmarktbasierende Eigen- und Fremdfinanzierungsinstrumente (insb. IPOs im Mittelstandssegment sowie börsennotierte Unternehmensanleihen) für mittelständische, häufig familien- oder eigentümergeführte Unternehmen in Deutschland attraktiv sind. Die Literaturanalyse verfolgt damit drei Teilziele:

1. Kartierung relevanter theoretischer und empirischer Beiträge
2. Bewertung der Evidenz entlang tragfähiger Analysekatoren
3. Ableitung eines konsistenten Forschungsbedarfs als Grundlage für das nachfolgende empirische Vorgehen.

Die Relevanz der Literaturanalyse ergibt sich erstens aus dem theoretischen Beitrag: Kapitalmarktfinanzierung im Mittelstand berührt zentrale Perspektiven der Neuen Institutionenökonomik. Aus Principal-Agent-Sicht stehen Agency-Kosten,

¹⁸⁰ Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 113; KITCHENHAM/CHARTERS (2007), S. 3.

¹⁸¹ Vgl. KITCHENHAM/CHARTERS (2007), S. 3.

¹⁸² Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 11

Informationsasymmetrien und Anreizkompatibilität bei einer Öffnung zum Kapitalmarkt im Vordergrund¹⁸³; die Stewardship-Theorie betont hingegen intrinsische Motive und langfristige Orientierung von Eigentümer-Geschäftsführern¹⁸⁴; die Property-Rights-Theorie adressiert Verschiebungen von Verfügungsrechten (Kontrolle, Residualeinkommen, Entscheidungsrechte) im Zuge von Listing- bzw. Anleiheemissionen¹⁸⁵; die Transaktionskostentheorie ermöglicht eine Einordnung der zusätzlichen Offenlegungs-, Compliance- und Kapitalmarkt-Interaktionskosten gegenüber alternativen Finanzierungswegen.¹⁸⁶ Eine systematische Verdichtung der Literatur entlang dieser theoretischen Linien schafft ein integriertes Bezugsrahmenwerk, das widersprüchliche Befunde ordnet und theoriegeleitete Hypothesen bzw. Leitfragen für die empirische Analyse ableitet.

Zweitens besitzt das Thema hohe praktische Relevanz für Eigentümer- und Familienunternehmen: Die Abwägung zwischen Wachstums- und Investitionsfinanzierung einerseits und Wahrung von Kontrolle, Identität und Diskretion andererseits ist für mittelständische Unternehmen besonders ausgeprägt.¹⁸⁷ Kapitalmarktinstrumente versprechen breiteren Zugang zu Kapital, potenziell niedrigere Kapitalkosten, Signaleffekte gegenüber Kunden und der Öffentlichkeit sowie strategische Flexibilität.¹⁸⁸ Dem stehen u. a. erhöhte Transparenz- und Governance-Anforderungen, potenzielle Mitspracherechte externer Kapitalgeber, Marktdruck und Fixkosten der Kapitalmarktfähigkeit sowie die Kosten zur Erlangung der Kapitalmarktfähigkeit gegenüber.¹⁸⁹ Eine strukturierte Literaturanalyse macht diese Trade-offs explizit, identifiziert erfolgsrelevante Bedingungen und liefert so handlungsleitende Implikationen für Entscheidungsträger im Mittelstand, aber auch für Berater, Börsensegmente und den Kapitalmarkt regulierende Institutionen und Behörden.

Drittens ist die Literaturanalyse anschlussfähig an die Forschungsstrategie der Arbeit. Sie dient nicht nur der Kontextualisierung, sondern fungiert als Ausgangspunkt für die systematische Herleitung der Forschungsfragen sowie der Kategorienbildung im

¹⁸³ [Vgl. dazu Kapitel 2.4.1.](#)

¹⁸⁴ [Vgl. dazu Kapitel 2.4.2.](#)

¹⁸⁵ [Vgl. dazu Kapitel 2.4.3.](#)

¹⁸⁶ [Vgl. dazu Kapitel 2.4.4.](#)

¹⁸⁷ Vgl. BECKER ET AL. (2015), S. 6; RISCHBIETER (2014), S. 94 ff.

¹⁸⁸ Vgl. RISCHBIETER (2014), S. 94 ff.; DEMARY ET AL. (2015), S. 22 ff. und S. 34.

¹⁸⁹ Vgl. BENDEL ET AL. (2016), S. 51 f.; HOLZBORN/ STIEFENHOFER LUTZ (2006), S. 46., BUNDESVERBAND DER DEUTSCHEN INDUSTRIE E.V. ET AL. (2008), S. 8., SCHULZ (2010), S. 102. und BÖSL (2004), S. 179 ff.

empirisch-qualitativen Teil. Damit erfüllt die Literaturanalyse eine Doppelrolle als (a) State-of-the-Art-Synthese und (b) methodische Brücke zwischen Theorie und Empirie.

Aus der Sicht des Forschungsstands begründen mehrere Beobachtungen die Notwendigkeit einer strukturierten Aufarbeitung:

1. Der Mittelstand ist heterogen (Branchen, Eigentümerstrukturen, Wachstumsphasen), was zu verstreuten und teils inkonsistenten Befunden führt;
2. Vergleichsstudien zu Alternativen (z. B. bankbasierte Finanzierung, Private Debt/Equity vs. Börse) mit explizitem Blick auf Kontroll- und Identitätsaspekte sind begrenzt;
3. Historische Entwicklungen in Mittelstandssegmenten führen zu nachhaltigen Vertrauensproblemen zwischen den Akteuren;
4. Mit der europäischen Kapitalmarktunion soll ein umfassendes Rahmenwerk für kapitalmarktbasierter Mittelstandsfinanzierung geschaffen werden.

Zusammenfassend verfolgt die Literaturanalyse das übergeordnete Ziel, ein transparentes, replizierbares und theoriegeleitetes Bild des Forschungsstands zu zeichnen und daraus klar begründete Forschungsfragen abzuleiten, die sowohl wissenschaftlichen Fortschritt ermöglichen als auch praxisrelevante Entscheidungsunterstützung für den deutschen Mittelstand bieten. Sie bildet damit den konzeptionellen Anker der Arbeit und markiert den Übergang zum methodischen Vorgehen des empirischen Teils.

2.5.1.2 Methodisches Vorgehen

Das methodische Vorgehen der Literaturanalyse orientiert sich maßgeblich am von Templier und Paré entwickelten Framework zur Durchführung und Bewertung von Literaturreviews. Dieses Rahmenwerk gilt als einer der umfassendsten methodischen Ansätze, da es unterschiedliche Review-Typen (narrative, developmental, cumulative, aggregative) systematisiert und zugleich ein Prozessmodell mit sechs zentralen Schritten bereitstellt¹⁹⁰:

1. Problemformulierung
2. Systematische Suche
3. Screening der identifizierten Studien

¹⁹⁰ Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 116.

4. Qualitätsbewertung
5. Datenauszug
6. Analyse und Synthese der Ergebnisse.

Zentraler Anspruch des Frameworks ist die Sicherstellung von methodischer Rigorosität, Relevanz und methodologischer Kohärenz. Rigorosität bezieht sich dabei auf die Nachvollziehbarkeit und Strenge des Vorgehens, Relevanz auf den praktischen und theoretischen Nutzen des Reviews, und Kohärenz auf die Passung zwischen Forschungsfrage, Zielsetzung und angewandter Methodik.¹⁹¹ Damit wird gewährleistet, dass Literaturreviews nicht bloß eine deskriptive Zusammenstellung einzelner Studien darstellen, sondern einen eigenständigen, wissenschaftlich belastbaren Beitrag zur Wissensakkumulation leisten.

Das Framework von Templier und Paré integriert und verdichtet zahlreiche etablierte methodische Empfehlungen aus verschiedenen Disziplinen.¹⁹² Diese Integration bietet den Vorteil, dass die unterschiedlichen Ansätze systematischer Reviews – von narrativen über konzeptionelle bis hin zu aggregativen und quantitativen Ansätzen – in einem gemeinsamen Referenzrahmen zusammengeführt werden. Für die vorliegende Arbeit bedeutet dies, dass sowohl breiter explorative als auch theoriegeleitete Elemente der Literaturlauswertung berücksichtigt werden können.

Im Kontext dieser Dissertation dient die Orientierung am Framework von Templier und Paré zudem zweifach: Erstens stellt es die methodische Legitimation und Transparenz der durchgeführten Literaturlauswertung sicher. Zweitens erlaubt es, die Ergebnisse in einem klar strukturierten Prozess zu systematisieren und so eine direkte Anschlussfähigkeit für die Ableitung der Forschungsfragen sowie für die Kategorienbildung im empirischen Teil herzustellen.

Die Problemformulierung¹⁹³ (1) bildet dabei den Ausgangspunkt durch die präzise Formulierung der Forschungsfragen sowie die Definition der für die Untersuchung zentralen Konzepte. Dies bildet zudem die Grundlage für die Identifizierung zu nutzender Schlüsselbegriffe (u.a. „Kapitalmarktfinanzierung“, „Mittelstand“, „Familienunternehmen“, „IPO“, „Mittelstandsanleihe“, „KMU“, „SME“, „Capital

¹⁹¹ Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 114.

¹⁹² Siehe u.a. COOPER (1998); KITCHENHAM/CHARTERS (2007); WEBSTER/WATSON (2002); OKOLI (2015) UND ARKSEY/O'MALLEY (2005).

¹⁹³ Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 115.

Market“, „Financing“). Diese klare Abgrenzung ermöglichte eine fokussierte Suche und eine konsistente Auswahl der relevanten Quellen.¹⁹⁴

Im Rahmen der systemischen Suche¹⁹⁵ (2) erfolgt eine Literaturrecherche in anerkannten wissenschaftlichen Datenbanken (u. a. Katalog Plus TU Dortmund, wiso Wirtschaftswissenschaften, Beck-online, Scopus, Journal of Finance, EBSCO, Google Scholar) sowie in praxisnahen Quellen. Um eine möglichst vollständige Abdeckung zu erreichen, wird eine Kombination von Suchansätzen verwendet: elektronische Datenbanksuche, manuelle Durchsicht einschlägiger Journals und Sammelbände.¹⁹⁶ Suchstrings kombinieren zudem deutsch- oder englischsprachige Schlüsselbegriffe (z. B. „capital market financing SMEs“, „Mittelstandsanleihe“, „family business IPO“, „SME bond“).

Das Screening¹⁹⁷ (3) erfolgt anschließend in einem zweistufigen Verfahren: zunächst über Titel- und Abstract-Sichtung, anschließend über die Volltextprüfung. Der Screeningprozess wird dabei durch ein PRISMA-Flow-Chart dargestellt. Einschlusskriterien sind u. a. direkter Bezug zum Mittelstand und kapitalmarktbezogenen Finanzierungsformen und/oder zu theoretischen Bezügen der Neuen Institutionenökonomik im Kontext des Forschungsgegenstandes. Ausschlusskriterien sind der fehlende Bezug (auch geografisch) zum Thema und/oder rein deskriptive Darstellungen ohne analytische Tiefe.¹⁹⁸

Die im Anschluss erfolgende Qualitätsbewertung¹⁹⁹ (4) zur Sicherstellung der Aussagekraft wurden ausschließlich Quellen berücksichtigt, die entweder in peer-reviewten Journals publiziert oder methodisch transparent aufbereitet sind (im Falle von Reports und Studien). Die Qualitätskriterien beziehen sich dabei auf die methodische Fundierung, Nachvollziehbarkeit und Relevanz der Befunde.²⁰⁰ Auf ein starres Punktesystem zur Bewertung der Qualität wird jedoch bewusst verzichtet, da heterogene Literatur differenzierte Bewertungsmaßstäbe hinsichtlich der Qualitätsbewertung notwendig macht.

¹⁹⁴ Siehe auch ARKSEY/O'MALLY (2005); WEBSTER/WATSON (2002) S. xv.

¹⁹⁵ Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 116.

¹⁹⁶ Siehe auch KITCHENHAM/CHARTERS (2007); LIBERATI ET AL. (2009); SHEA ET AL. (2007)

¹⁹⁷ Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 116.

¹⁹⁸ Siehe auch OXMAN/GUYATT (1988); LEVY/ELLIS (2006)

¹⁹⁹ Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 116.

²⁰⁰ Siehe auch JESSON ET AL. (2011); KITCHENHAM/CHARTERS (2007);

Für jede eingeschlossene Studie werden die Kerndaten anschließend systematisch erfasst²⁰¹ (5): Autor(en) und Jahr, Quellenart, theoretische Perspektive, sofern vorhanden (z. B. Principal-Agent, Stewardship), Untersuchungsgegenstand und -zielsetzung sowie zentrale Ergebnisse. Diese systematische Kodierung ermöglicht somit eine transparente Vergleichbarkeit.

Die Analyse und Synthese²⁰² (6) folgt im letzten Schritt dem konzeptzentrierten Ansatz von Webster und Watson und orientiert sich zugleich am Logikmodell von Templier und Paré. Die Befunde werden inhaltlich geordnet und in Bezug zu dem theoretischen Bezugsrahmen gesetzt. Dadurch kann sowohl eine systematische Kartierung des Forschungsstands als auch eine Ableitung bestehender Forschungslücken erfolgen.

Zusammenfassend zeichnet sich das methodische Vorgehen durch eine iterative und dokumentierte Vorgehensweise aus, die eine Replizierbarkeit der Recherche sicherstellt. Die Orientierung an den etablierten Leitlinien gewährleistet, dass die Literaturanalyse sowohl die Anforderungen wissenschaftlicher Strenge als auch die Praxisrelevanz erfüllt.

2.5.1.3 Such- und Auswahlprozess

Problemformulierung

Die Problemformulierung stellt gemäß Templier und Paré den ersten und zugleich zentralen Schritt einer strukturierten Literaturanalyse dar. Sie umfasst die präzise Definition der Zielsetzung, Forschungsfragen und zentralen Konzepte sowie die Abgrenzung des Untersuchungsfeldes. Durch diese Festlegung wird die notwendige methodologische Kohärenz zwischen Erkenntnisinteresse und Analyseverfahren sichergestellt und die Grundlage für die nachfolgenden Phasen der Literaturanalyse gelegt.²⁰³ Bereits Cooper betont in seiner Taxonomie, dass die Qualität einer Literaturobwohlung maßgeblich von einer klaren Problemdefinition und Zielausrichtung abhängt.²⁰⁴

Für die vorliegende Arbeit ergibt sich die Problemstellung aus der übergeordneten Forschungsfrage, inwieweit Kapitalmarktfinanzierungen eine realistische und attraktive

²⁰¹ Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 116 f.

²⁰² Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 117.

²⁰³ Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 113 f.

²⁰⁴ Vgl. COOPER (1988), S. 105 ff.

Alternative zur klassischen Bankenfinanzierung für den deutschen Mittelstand darstellen. Dabei gilt es, die theoretischen Grundlagen (insbesondere Perspektiven der Neuen Institutionenökonomik) ebenso zu berücksichtigen wie die praktischen Herausforderungen mittelständischer, häufig familien- und eigentümergeführter Unternehmen, Investoren, Börsen und Kapitalmärkte sowie regulierender Instanzen.

Die Problemformulierung erfolgt somit in mehreren Schritten:

1. Begriffsdefinitionen: Zentrale Konzepte wie Mittelstand, Familienunternehmen, Kapitalmarktfinanzierung, Initial Public Offering (IPO), Mittelstandsanleihen, KMU, SME, Capital Market, Financing, Bonds wurden präzisiert. Cooper differenziert für Reviews grundlegende Dimensionen (Fokus, Ziel, Perspektive, Abdeckung, Organisation, Publikum), die für die Eingrenzung der Untersuchung zentral sind.²⁰⁵
2. Fokussierung: Der Untersuchungsrahmen beschränkt sich auf Beiträge im Kontext börslicher Eigen- und Fremdfinanzierungsformen (IPO, Kapitalerhöhungen, Mittelstandsanleihen), während außerbörsliche Alternativen (z. B. Private Equity, Private Debt, Crowdfunding) nicht berücksichtigt werden. Eine klare Scope-Definition entspricht der Empfehlung von Arksey & O'Malley, die auf die Notwendigkeit methodischer Abgrenzung zwischen systematischen und scoping-orientierten Reviews hinweisen.²⁰⁶
3. Theorieintegration: Als analytische Linse dienen Theorien der Neuen Institutionenökonomik – Principal-Agent-, Stewardship-, Property-Rights- und Transaktionskostentheorie – die die besonderen Herausforderungen mittelständischer Unternehmen beim Zugang zum Kapitalmarkt strukturieren helfen. Der Einsatz theoretischer Fundierungen entspricht der Empfehlung von Webster & Watson, Reviews nicht lediglich deskriptiv, sondern theorie- und konzeptzentriert zu gestalten.²⁰⁷
4. Erwartete Erkenntnisziele: Auf Basis der Literaturanalyse sollen (a) bestehende Erkenntnisstände systematisiert, (b) Forschungslücken identifiziert und (c) Kategorien für die nachfolgende empirische Untersuchung entwickelt werden.

²⁰⁵ Vgl. COOPER (1988), S. 109.

²⁰⁶ Vgl. ARKSEY/O'MALLEY (2005), S. 21 ff.

²⁰⁷ Vgl. WEBSTER/WATSON (2002), S. xiii f.

Okoli verweist darauf, dass die Problemformulierung nicht nur die Suchstrategie, sondern auch die Datenerhebung und Synthese maßgeblich beeinflusst.²⁰⁸

Ergänzend betonen Levy & Ellis, dass die Problemdefinition zugleich sicherstellen muss, dass das Review eine solide theoretische Grundlage für das Forschungsvorhaben schafft, die Methodologie begründet und den wissenschaftlichen Beitrag klar legitimiert.²⁰⁹

Durch die beschriebene Problemformulierung wird sichergestellt, dass die Literaturanalyse nicht bloß eine deskriptive Sammlung darstellt, sondern einen gezielten, theoriegestützten Beitrag zur Einordnung und Erklärung der Kapitalmarktfinanzierung im Mittelstand liefert. Gleichzeitig ermöglicht sie eine transparente Begründung der später eingesetzten Such- und Auswahlstrategien.²¹⁰

Systematische Suche

Die systematische Literatursuche bildet den zweiten Schritt des Frameworks nach Templier und Paré. Ziel dieser Phase ist es, die relevanten Beiträge zum Forschungsfeld möglichst vollständig, transparent und replizierbar zu identifizieren. Hierzu wird eine Kombination mehrerer Suchstrategien eingesetzt, um sowohl die Breite als auch die Tiefe der verfügbaren Literatur zu erfassen.²¹¹

Ein zentrales Qualitätskriterium der Suche ist ihre Strukturierung und Dokumentation. Der Prozess wird auch als „Input-Phase“ beschrieben und besagt, dass die Qualität der Suchstrategie den gesamten weiteren Review-Prozess bestimmt.²¹²

Tabelle 3.1 zeigt die der systematischen Literaturrecherche zugrundeliegenden Datenbanken.

Übersicht Datenbanken
TU Dortmund Katalog Plus
wiso Wirtschaftswissenschaften
Beck-Online
Scopus
Journal of Finance
EBSCO
Google Scholar

Tabelle 3.1: Übersicht Datenbanken

²⁰⁸ Vgl. OKOLI (2015), S. 884 f.

²⁰⁹ Vgl. LEVY/ELLIS (2006), S. 182 ff.

²¹⁰ Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 115; LIBERATI ET AL. (2009), S. 2 f.

²¹¹ TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 114

²¹² Vgl. LEVY/ELLIS (2006), S. 189 ff.

Es wird dabei bewusst auf eine Vielzahl an Quellen zurückgegriffen, um einen potenziellen Publikationsbias zu vermeiden.²¹³

Tabelle 3.2 gibt eine Übersicht über die genutzten Schlüsselbegriffe und Suchstrings, mit denen die zuvor genannten Datenbanken durchsucht werden:

Deutsch	Englisch
Mittelstand	-
KMU	SME
Börsengang	IPO
Familienunternehmen	Family Owned companies
Kapitalmarktfinanzierung	Capital Market Financing
Finanzierung	Financing
Anleihen	Bonds
Mittelstandsanleihen	SME Bonds
Mittelstandsfinanzierung & Kapitalmarkt	SME Financing & Capital Markets
Kapitalmarkt & Finanzierungsalternative	Capital Market & Financing Alternative
KMU & Kapitalmarkt	SME & Capital Markets
KMU & Finanzierungsalternative	SME & Financing Alternative
Mittelstand & Finanzierungsalternative	-

Tabelle 3.2: Übersicht Schlüsselbegriffe und Suchstrings in Deutsch und Englisch

Die Beschreibung sowohl der Schlüsselbegriffe als auch der Suchstrings folgt dabei der Empfehlung von Okoli, um durch explizite Offenlegung der Suchstrategien die Replizierbarkeit zu gewährleisten.²¹⁴ Sämtliche Suchen wurden zudem protokolliert (Datenbank, Suchstring, Datum, Trefferanzahl, Anzahl relevanter Artikel). Eine solche Transparenz entspricht den Forderungen des PRISMA-Statements nach vollständiger Nachvollziehbarkeit der Informationsquellen.²¹⁵

Durch die Kombination dieser Suchstrategien wird sichergestellt, dass die Literatursammlung umfassend und methodisch abgesichert erfolgt. Gleichzeitig wird die Grundlage für das nachfolgende Screening geschaffen, bei dem die Relevanz der identifizierten Treffer überprüft und in einem PRISMA-Diagramm dokumentiert wird. Da besonders im Falle von nicht miteinander kombinierten Suchstrings teilweise nicht handhabbare Mengen an Suchtreffern zu beobachten waren, wurden diese iterativ verfeinert.²¹⁶ Dieses Vorgehen folgt den Empfehlungen der Literatur, die eine iterative

²¹³ Vgl. KITCHENHAM/CHARTERS (2007), S. 15 f.

²¹⁴ Vgl. OKOLI (2015), S. 893 f.

²¹⁵ Vgl. LIBERATI ET AL. (2009), S. 7 ff.

²¹⁶ Z.B. die Limitation auf geographisch relevante Schwerpunkte (Deutschland, Europa).

Verfeinerung der Suchstrategie zur Gewährleistung von Relevanz und Replizierbarkeit empfehlen.²¹⁷

Screening

Im Anschluss an die systematische Literaturrecherche erfolgte das Screening der identifizierten Studien gemäß dem dritten Schritt des sechsstufigen Vorgehensmodells von Templier und Paré. Ziel dieses Schrittes ist es, aus der initialen Treffermenge jene Publikationen auszuwählen, die einen hinreichenden inhaltlichen und methodischen Bezug zur Forschungsfrage aufweisen, und gleichzeitig die Grundlage für eine transparente und nachvollziehbare Eingrenzung des Literaturkorpus zu schaffen.²¹⁸ Das Screening wurde als mehrstufiger, sequenzieller Auswahlprozess konzipiert und orientiert sich an etablierten Leitlinien systematischer Literaturreviews, die eine schrittweise Reduktion der Treffermenge unter Anwendung klar definierter Ein- und Ausschlusskriterien empfehlen.²¹⁹

Das Screening erfolgte dabei in drei Teilschritten:

1. Titel-Screening
2. Abstract-Screening
3. Volltext-Screening / -prüfung

In einem ersten Schritt wurden sämtliche durch die systematische Suche identifizierten Treffer einer Titelprüfung unterzogen. Ziel dieser Stufe war es, offensichtlich themenfremde Publikationen frühzeitig auszuschließen und die Anzahl potenziell relevanter Studien auf ein praktikables Maß zu reduzieren.²²⁰

Ausgeschlossen wurde insbesondere Literatur, die keinen Bezug zur Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) bzw. zum Mittelstand aufwies oder sich ausschließlich mit allgemeinen kapitalmarkttheoretischen, makroökonomischen oder finanzmarktpolitischen Fragestellungen ohne expliziten KMU-Bezug befassten. Der Fokus lag dabei auf Publikationen, deren Untersuchungsgebiet Deutschland umfasst. Teilweise wurden ergänzende Publikationen hinzugezogen, die zwar nicht explizit auf den deutschen Kapitalmarkt und den deutschen Mittelstand beschränkt sind, jedoch

²¹⁷ Vgl. KITCHENHAM/CHARTERS (2007), S. 15, OKOLI (2015), S. 883 und TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 114.

²¹⁸ Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 126 ff.

²¹⁹ Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 127; OKOLI (2015), S. 899 und KITCHENHAM/CHARTERS (2007), S. 20.

²²⁰ Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 127 und LIBERATI ET AL. (2009), S. 4 f.

Ergebnisse im Interesse der übergeordneten Fragestellung beinhalten. Publikationen, deren Titel einen potenziellen Bezug zur Kapitalmarktfinanzierung, zu kapitalmarktnahen Finanzierungsinstrumenten oder zur Finanzierungsstruktur von KMU erkennen ließen, wurden in die nächste Screening-Stufe übernommen.

In der zweiten Stufe erfolgte eine systematische Analyse der Abstracts der verbleibenden Publikationen. Ziel dieser Phase war es, die inhaltliche Passfähigkeit zur Forschungsfrage präziser zu prüfen und Studien mit vernachlässigbarem oder implizitem Themenbezug auszuschließen.²²¹ Als zentrale Kriterien für die Übernahme in die anschließende Volltextprüfung galten der explizite Bezug zu mittelständischen Unternehmen, die Behandlung von kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen (und hier im wesentlichen Börsengang und Anleihe) als Finanzierungsalternative von ebenjenseitigen mittelständischen Unternehmen und eine empirische, konzeptionelle oder systematische Auseinandersetzung mit der Thematik. Beiträge in nicht wissenschaftlichen Zeitschriften (z.B. *Handesblatt*) wurden ergänzend übernommen, sofern sie hinreichend wesentliche Ergebnisbeiträge beinhalten. Diese Kriterien entsprechen der von Templier und Paré geforderten inhaltlichen Relevanzprüfung vor dem Übergang zur detaillierten Analyse.²²² Publikationen, die primär andere Finanzierungsformen ohne Vergleichs- oder Bezugsperspektive behandelten oder Kapitalmarktfinanzierung lediglich beiläufig erwähnten, wurden ausgeschlossen.

In der dritten Stufe wurden die verbleibenden Publikationen einer Volltextprüfung unterzogen. Ziel dieser Stufe war es, abschließend zu beurteilen, ob die Werke einen substanziellen Erkenntnisbeitrag zur Beantwortung der Forschungsfrage leisten und somit für den Datenauszug und die anschließende Analyse geeignet sind. Im Rahmen dieser Prüfung wurden folgende Aspekte wesentliche überprüft:

1. inhaltliche Tiefe und analytische Substanz,
2. expliziter Erkenntnisbeitrag zur Kapitalmarktfinanzierung von KMU,
3. Nachvollziehbarkeit und Stringenz der Argumentation,
4. empirische Fundierung bzw. theoretische Einbettung, sofern vorhanden,
5. Relevanz für die spätere Analyse und Synthese der Literatur.

²²¹ Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 127; LIBERATI ET AL. (2009), S. 4 f. und OKOLI (2015), S. 900 f.

²²² Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 129.

Diese Prüfung dient der finalen Bestimmung des Literaturkorpus, ohne bereits eine formale Qualitätsbewertung im engeren Sinne vorzunehmen.

Der gesamte Screening- und Auswahlprozess wurde transparent dokumentiert. Die Anzahl der identifizierten, gesichteten, ausgeschlossenen und final eingeschlossenen Studien wird in einem PRISMA-Flowchart visualisiert. Die Verwendung eines solchen Flussdiagramms entspricht den Empfehlungen zur transparenten Berichterstattung systematischer Literaturreviews.²²³

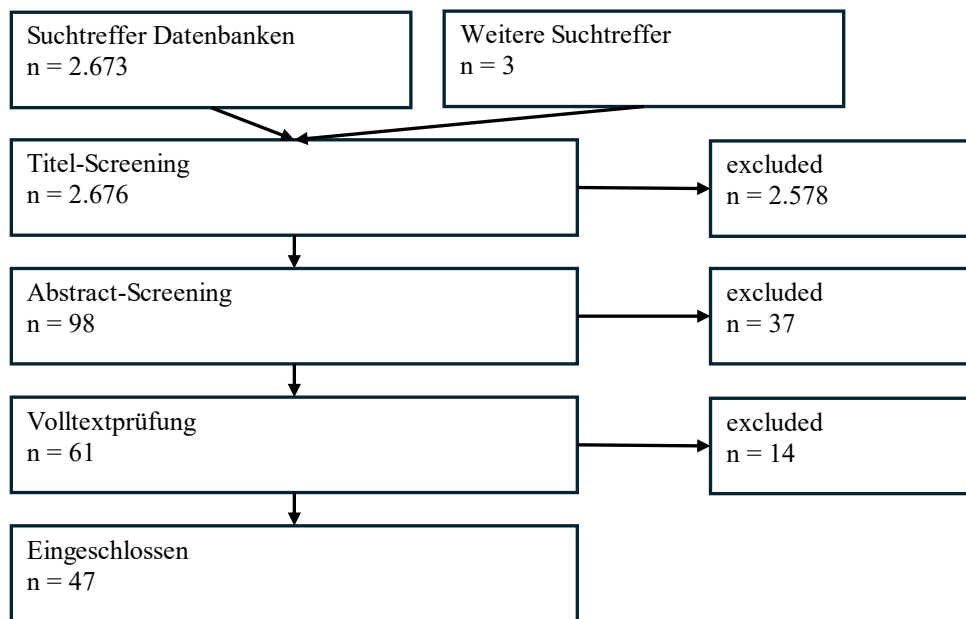


Abb. 5: PRISMA-Flowchart, eigene Darstellung nach Liberati et al. (2009).

Durch das mehrstufige Screening konnte die initiale Treffermenge von 2.676 schrittweise auf einen fokussierten und thematisch geeigneten Literaturkorpus reduziert werden. Der finale Korpus umfasst 47 wissenschaftliche und praxisorientierte Publikationen, die als Grundlage für den Datenauszug sowie die anschließende Analyse und Synthese der Literatur dienen.

Qualitätsbewertung

Nach Abschluss des Screenings erfolgte die Qualitätsbewertung der eingeschlossenen Studien. Die Qualitätsbewertung stellt den vierten Schritt im sechsstufigen Vorgehensmodell von Templier und Paré dar und dient dazu, die methodische Güte und Aussagekraft der ausgewählten Literatur systematisch zu reflektieren, bevor der

²²³ Vgl. LIBERATI ET AL. (2009), S. 3 f. und OKOLI (2015), S. 883 ff.

Datenauszug und die inhaltliche Analyse erfolgen.²²⁴ Ziel der Qualitätsbewertung ist es nicht, Studien ausschließlich auf Basis formaler Kriterien auszusondern, sondern die Belastbarkeit, Transparenz und Einordnung der jeweiligen Erkenntnisse im weiteren Analyseprozess sicherzustellen. Damit fungiert die Qualitätsbewertung als methodische Brücke zwischen der Auswahl der Literatur und der anschließenden Analyse und Synthese der Ergebnisse.²²⁵ Sie ist jedoch klar vom vorgelagerten Screening abzugrenzen. Während das Screening primär der inhaltlichen Relevanzprüfung und der pragmatischen Reduktion der Treffermenge dient, zielt die Qualitätsbewertung auf die methodische Güte und die Aussagekraft der verbleibenden Literatur ab. Okoli betont ausdrücklich, dass eine Studie trotz thematischer Relevanz methodische Schwächen aufweisen kann, deren Kenntnis für die spätere Interpretation der Ergebnisse entscheidend ist. Die Qualitätsbewertung dient daher nicht zwingend dem Ausschluss von Literatur, sondern der bewussten Einordnung ihrer Aussagekraft im Rahmen der Synthese.²²⁶ Sie orientiert sich dabei an etablierten Leitlinien zur Durchführung systematischer Literaturreviews. Als konzeptionelle Referenz dienen insbesondere die Empfehlungen von Okoli sowie die von Kitchenham et al. entwickelten Kriterien zur Bewertung primärer Studien. Die Verwendung mehrerer Referenzrahmen trägt der interdisziplinären und heterogenen Zusammensetzung des Literaturkorpus Rechnung, der sowohl empirische Studien als auch konzeptionelle, theoretische und praxisorientierte Beiträge umfasst.

Die Qualitätsbewertung erfolgte anhand aggregierter Kriterien, die sich aus der Literatur ableiten lassen und auf alle eingeschlossenen Beiträge angewendet wurden. Die Kriterien lassen sich in fünf übergeordnete Dimensionen gliedern:

1. Transparenz der Zielsetzung und Forschungsfrage²²⁷
2. Methodische Nachvollziehbarkeit²²⁸
3. Datenbasis und empirische Fundierung²²⁹
4. Theoretische Einbettung und Anschlussfähigkeit, sofern vorhanden²³⁰
5. Relevanz und Beitrag zur Forschungsfrage²³¹

²²⁴ Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 128 f.

²²⁵ Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 130.

²²⁶ Vgl. OKOLI (2015), S. 900 ff..

²²⁷ Vgl. KITCHENHAM/CHARTERS (2007), S. 11.

²²⁸ Vgl. KITCHENHAM/CHARTERS (2007), S. 11 f..

²²⁹ Vgl. KITCHENHAM/CHARTERS (2007), S. 12 und SHEA ET AL. (2007), S. 5.

²³⁰

²³¹ Vgl. OKOLI (2015), S. 901 f.

Dem ersten Kriterium wurde dabei Rechnung getragen, indem bewertet wurde, ob das jeweilige Werk eine klar formulierte Zielsetzung oder Forschungsfrage aufweist und ob diese im weiteren Verlauf der Arbeit konsequent verfolgt wird. Eine transparente Zieldefinition gilt als grundlegende Voraussetzung für die Nachvollziehbarkeit wissenschaftlicher Ergebnisse. Das zweite zentrale Qualitätskriterium ist die Nachvollziehbarkeit des methodischen Vorgehens. Bei empirischen Studien wurde geprüft, ob Datengrundlage, Erhebungsmethode und Auswertungsverfahren transparent dargestellt sind. Bei konzeptionellen und theoretischen Arbeiten wurde bewertet, ob Argumentationslogik, theoretische Herleitung und verwendete Quellen konsistent und schlüssig sind. Zudem wurde berücksichtigt, ob die verwendete Datenbasis geeignet ist, um die gezogenen Schlussfolgerungen zu stützen. Dazu zählen unter anderem Stichprobengröße, Datenerhebungszeitraum sowie die Angemessenheit der angewandten Analysemethoden, sofern zugrundeliegend. Das vierte Qualitätskriterium ist die theoretische Einbettung der Studien. Bewertet wurde, ob die jeweiligen Arbeiten explizit auf bestehende und die in dieser Arbeit besprochene theoretische Ansätze Bezug nehmen oder einen nachvollziehbaren konzeptionellen Rahmen entwickeln. Als letztes Element der Qualitätsbewertung wurde beurteilt, in welchem Umfang die jeweiligen Werke einen substantiellen Beitrag zur Beantwortung der Forschungsfrage leisten. Literatur mit hoher thematischer Nähe, klaren Ergebnissen oder relevanten konzeptionellen Beiträgen wurden entsprechend stärker gewichtet, ohne andere Literatur vollständig auszuschließen. Ergänzend sei erneut erwähnt, dass der Literaturkorpus sowohl wissenschaftliche Fachartikel als auch praxisorientierte Beiträge (z.B. Handelsblatt) umfasst. Templier und Paré weisen darauf hin, dass bei heterogenen Literaturquellen eine differenzierte Qualitätsbetrachtung erforderlich ist, die den jeweiligen Publikationstyp berücksichtigt. Entsprechend wurde die Qualitätsbewertung nicht als starres Punktesystem umgesetzt, sondern als strukturierte, qualitative Einordnung der untersuchten Literatur.²³² Daher wurde bewusst auch kein formales Scoring oder Ranking der Literatur vorgenommen, da dies bei der vorliegenden thematischen und methodischen Vielfalt zu einer Scheingenauigkeit führen würde. Stattdessen dient die Qualitätsbewertung der reflektierten Interpretation der Ergebnisse im Rahmen der Analyse und Synthese. Im Ergebnis der Qualitätsbewertung kann bestätigt werden, dass der eingeschlossene Literaturkorpus insgesamt eine ausreichende methodische und inhaltliche Qualität aufweist, um als Grundlage für den Datenauszug sowie die

²³² Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 130.

anschließende Analyse und Synthese der Literatur zu dienen. Methodische Unterschiede zwischen den Studien werden in den folgenden Kapiteln explizit berücksichtigt und bei der Interpretation der Ergebnisse reflektiert.

2.5.2 Ergebnisse der Literaturlauswertung

Nach Abschluss des Screenings und der Qualitätsbewertung liegt ein inhaltlich fokussierter und methodisch reflektierter Literaturkorpus vor, der als belastbare Grundlage für die weitere Auswertung dient. Während die vorangegangenen Schritte der systematischen Literaturrecherche primär der Auswahl und methodischen Einordnung der relevanten Studien dienten, richtet sich der Fokus im folgenden Kapitel auf die inhaltliche Auswertung der eingeschlossenen Literatur.

Im Folgenden werden die Ergebnisse der Literaturlauswertung dargestellt. Dies erfolgt entlang der von Templier & Paré empfohlenen Schritte des Datenauszugs (Schritt 5, Kapitel 2.5.2.1) sowie der anschließenden Analyse und Synthese (Schritt 6, Kapitel 2.5.2.2) der identifizierten Beiträge. Ziel ist es, die zentralen Inhalte, Muster und Erkenntnisse der Literatur systematisch zu erfassen, zu strukturieren und im Hinblick auf die Forschungsfrage dieser Arbeit zusammenzuführen.

2.5.2.1 Datenauszug Literaturkorpus

Den Ausgangspunkt bildet dabei der Datenauszug, der die Grundlage für die nachfolgenden Analyse- und Syntheseschritte bildet.

Nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über den eingeschlossenen Literaturkorpus.

Autoren/Jahr	Quellenart	Theoretischer Bezugsrahmen	Untersuchungsgegenstand / Zielsetzung	Zentrale Ergebnisse
Ahrweiler et al. (2003)	Sammelbandbeitrag	Pecking-Order (implizit)	Kombinierte Befragung von Mittelstandsunternehmen und Banken (n=136) zu bestehenden und neuen Finanzierungswegen, inkl. Kapitalmarkt- und Alternativinstrumenten.	Hohe Skepsis gegenüber neuen Finanzierungsformen abseits der Bankenkredite (Pecking-Order). Mittelständler müssen Kapitalstruktur strategisch planen. Banken müssen Beratung stärker auf

				Kapitalstruktur-optimierung ausrichten.
Grunow et al. (2006)	Monografie	n.v.	Überblick über moderne Unternehmensfinanzierung. Ziel ist die Darstellung verfügbarer Instrumente.	Kapitalmarktinstrumente sind Bestandteil moderner Finanzierungsstrategien. Strategische (Finanz)Planung ist Voraussetzung für ihren Einsatz.
Balz et al. (2012)	Zeitschriften-artikel	Pecking-Order-Theorie (implizit)	Mittelstandsanleihen als Finanzierungsinstrument. Ziel ist eine empirische Einordnung. Dazu wurden 172 bis dato nicht signifikant am Kapitalmarkt finanzierte KMU befragt.	Anleihen werden, wenn sie genutzt werden, für strategische Initiativen genutzt. Das Marktpotenzial ist somit vorhanden, aber risikobehaftet.
Balz et al. (2012)	Zeitschriften-artikel	n.v.	Mittelstandsanleihen als Teil einer Finanzierungsstrategie. Ziel ist konzeptionelle Einordnung.	Anleihen sind ein strategischer Baustein. Eine ganzheitliche Finanzierungsstrategie ist jedoch erforderlich.
Balz et al. (2012)	Zeitschriften-artikel	Prinzipal-Agent-Theorie (implizit)	Investorenverhalten bei Mittelstandsanleihen. Ziel ist die Analyse von Motiven. Durchführung einer empirischen Befragung von 712 privaten (607) und institutionellen (105) Anlegern.	Privatanleger unterschätzen Risiken. Informationsdefizite beeinflussen Anlageentscheidungen.
Bösl et al. (2012)	Sammelband	n.v.	Praxishandbuch zur erfolgreichen Emission von Mittelstandsanleihen. Ziel ist eine leitfadenähnliche Praxiserläuterung für interessierte Mittelständler.	Emission von Mittelstandsanleihen ist komplex. Strategische Vorbereitung einer Platzierung ist unabdingbar.
Preysing (2012)	Zeitschriften-artikel	n.v.	Entry Standard für Mittelstandsanleihen. Ziel ist eine Segmentdarstellung.	Niedrige Hürden erleichtern Zugang. Historische Qualitätsprobleme bleiben jedoch bestehen.
Teske (2012)	Zeitschriften-artikel	n.v.	Chancen des Mittelstandsanleihemarktes. Ziel ist eine Markteinschätzung.	Markt bietet Wachstumspotenzial. Qualitätsstandards sind jedoch entscheidend.

Blättchen et al. (2013)	Zeitschriften-artikel	Principal-Agent-Theorie (implizit), Pecking-Order (implizit)	Analyse der Kapitalmarktfinanzierung von Familienunternehmen. Ziel ist die Identifikation spezifischer Governance-Herausforderungen.	Anleihenemission ist als Einstieg in die Kapitalmarktfinanzierung niederschwelliger als ein Börsengang. Erlangung der Kapitalmarktfähigkeit, Transparenzanforderungen und Kontroll- und Einflussverluste sind zentrale Hürden.
Kinateder (2013)	Zeitschriften-artikel	n.v.	Aufarbeitung der vermehrten Nutzung von kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen durch mittelständische Unternehmen. Ziel ist eine Perspektivenanalyse.	Mittelstandsanleihen eignen sich als Finanzierungsalternative. Auf Anlegerseite sind jedoch erhöhte Risiken zu beachten.
Becker et al. (2014)	Zeitschriften-artikel	n.v.	Finanzmanagement im Mittelstand. Ziel ist eine praxisorientierte Darstellung auf Basis einer Umfrage in 187 Unternehmen.	Eine Professionalisierung der Finanzfunktion ist notwendig. Die Nutzung von Kapitalmarktinstrumenten erfordert Vorbereitung.
Drießlein et al. (2014)	Zeitschriften-artikel	Principal-Agent-Theorie, Transaktionskostentheorie	Struktur und Risiken von Mittelstandsanleihen. Ziel ist Risikoanalyse auf Basis von 69 emittierten Mittelstandsanleihen.	Hohe Risiken durch Nachrang und Covenantschwäche. Anleger sind unzureichend geschützt.
Feiler et al. (2014)	Monografie	n.v.	Bewertung von Mittelstandsanleihen als Finanzierungsinstrument. Ziel ist die Einordnung des Marktpotenzials.	Mittelstandsanleihen können funktionieren, wenn Marktstandards eingehalten werden. Professionalisierung ist entscheidend.
Rischbieter (2014)	Monografie	n.v.	Untersuchung des Wandels der Mittelstandsfinanzierung. Ziel ist es, Voraussetzungen für ein Gelingen von kapitalmarktbasierter Finanzierung mittelständischer Unternehmen zu identifizieren.	Kapitalmarktbasierter Finanzierung werden für den deutschen Mittelstand weiter an Bedeutung gewinnen. Zentrales Erfolgskriterium stellt die Akzeptanz einer hohen Transparenz seitens der Unternehmen dar.
Schiereck (2014)	Zeitschriften-artikel	n.v.	Fremdfinanzierung zwischen Bank und Kapitalmarkt. Ziel ist	Hybride Finanzierungsformen gewinnen an Bedeutung.

			eine Einordnung der Finanzierungsoptionen.	Kapitalmarkt ergänzt Bankenkredite bei der Fremdfinanzierung.
Teske (2014)	Zeitschriften-artikel	n.v.	Neustart des Mittelstands-anleihemarktes. Ziel ist Bewertung der Reformen.	Professionalisierung verbessert Marktqualität. Institutionelle Investoren gewinnen an Bedeutung.
Blanchard (2015)	Zeitschriften-artikel	Pecking-Order (implizit)	Reflexion des Verhältnisses zwischen Mittelstand und Kapitalmarkt aus praxisnaher Perspektive. Ziel ist eine entideologisierte Betrachtung der Kapitalmarkt-finanzierung.	Kapitalmarkt-finanzierung wird als strategische Option wichtiger, auch wenn der Bankkredit im Tagesgeschäft führend bleibt (Pecking-Order). Bonitätsstarke Mittelständler werden stärker umworben.
Demary et al. (2015)	Zeitschriften-artikel	n.v.	Ziel ist eine Analyse der Implikationen der Europäischen Kapitalmarktunion, welche explizit auch den KMU ernstzunehmende Finanzierungsalternativen bieten soll.	Erfolgsaussichten der Kapitalmarktunion müssen im Kontext des europäischen Investitionsdefizit gesehen werden. Erfolg der Kapitalmarktunion abhängig von zwei wesentlichen Faktoren: Ein stabiles Bankensystem und die Nutzung von Anleihen durch KMU.
Dombret et al. (2015)	Sammelband	n.v.	Politische Einordnung der europäischen Kapitalmarktunion	Integrierte Kapitalmärkte sind Ziel der EU. Umsetzung auf KMU-Ebene bleibt herausfordernd.
Fahrenschon et al. (2015)	Sammelband	n.v.	Rolle des Mittelstands in der deutschen Wirtschaft und dessen Finanzierungsbedingungen. Ziel ist eine politische Einordnung.	Der Mittelstand ist wirtschaftlich zentral, aber finanziell unter Druck. Kapitalmarkt-finanzierung wird politisch lediglich als Ergänzung gesehen.

Zeidler (2015)	Zeitschriften -artikel	n.v.	Kapitalmarkt als Wachstums-finanzierung für den Mittelstand. Ziel ist die Sensibilisierung für Alternativen.	Kapitalmarkt-finanzierung bietet Wachstumspotenzial . Frühzeitige Vorbereitung ist erfolgskritisch.
Bendel et al. (2016)	Zeitschriften -artikel	n.v.	Darstellung der Unternehmens-strukturen in Deutschland und der von ihr genutzten Finanzierungsformen im historischen Kontext (1997 – 2012). Im Zuge der Untersuchung erfolgt eine differenzierte Betrachtung von Großunternehmen und KMU, welche als Synonym zum Mittelstand interpretiert werden.	Starke Dominanz von klassischen Bankkrediten erkennbar. Zukünftig jedoch wachsende Bedeutung des Kapitalmarktes.
Mausbach et al. (2016)	Zeitschriften -artikel	n.v.	Entwicklung des Mittelstands-anleihemarktes. Ziel ist eine Markteinschätzung.	Markt bereinigt sich nach Ausfällen. Transparenz gewinnt an Bedeutung.
Döweling (2017)	Monografie (Dissertation)	Principal-Agent-Theorie, Transaktionskosten -theorie	Untersuchung der Anleihefinanzierung eigentümergeführter Mittelstandsunternehmen . Ziel ist die Analyse von Chancen und Risiken auf Basis einer Fallstudie von 172 Anleihen von 140 verschiedenen Emittenten.	Mittelstandsanleihen sind häufig strukturell nachrangig und risikobehaftet. Informations-asymmetrien und schwache Covenants erhöhen Ausfallrisiken.
Feiler (2017)	Zeitschriften -artikel	n.v.	Passfähigkeit von Kapitalmarkt und Mittelstand. Ziel ist eine Neubewertung.	Kapitalmarkt und Mittelstand sind kompatibel. Vertrauen ist zentraler Erfolgsfaktor.
Florstedt (2017)	Zeitschriften -artikel	n.v.	Marktversagen der Märkte von Mittelstandsanleihen zwischen 2010 und 2014. Ziel ist eine kritische Auseinandersetzung im Hinblick auf zukünftige Entwicklungen.	Regulatorische Anpassungen seitens der Gesetzgebung sind unabdingbar. Gelingen der Kapitalmarktunion kann nicht auf Lernkurven von Emittenten und Anlegern gestützt sein.
Randow (2017)	Zeitschriften -artikel	n.v.	Marktversagen bei Mittelstandsanleihen. Ziel ist rechtsökonomische Analyse.	Fehlanreize und Anlegerverhalten führen zu Fehlallokationen. Regulierung ist erforderlich.

Schammo (2017)	Zeitschriften-artikel	Stewardship-Theorie (implizit), Prinzipal-Agent-Theorie (implizit)	Vorhandensein von Informationsbarrieren in der Kapitalmarktunion. Ziel ist die Analyse der Marktinfrastruktur.	Informationsasymmetrien behindern Kapitalmarktzugang. Marktinfrastruktur ist entscheidend.
Schmidt (2017)	Zeitschriften-artikel	n.v.	Börsenreife des deutschen Mittelstands. Ziel ist eine Neubewertung.	Viele Unternehmen sind grundsätzlich börsenfähig. Vorbereitung ist entscheidend.
Schüler et al. (2017)	Zeitschriften-artikel	Prinzipal-Agent-Theorie (implizit)	Diagnose des Mittelstands-anleihemarktes. Ziel ist empirische Analyse.	Hohe Ausfallraten und Ratingverschlechterungen. Kapitalmarkt-fähigkeit ist entscheidend.
Thießen (2017)	Zeitschriften-artikel	Principal-Agent, Property-Rights-Theorie, Transaktionskostentheorie	Ursachen des Scheiterns von Mittelstandsanleihen. Ziel ist Erklärung von Marktversagen auf Basis einer empirischen Analyse von 20 Mittelstandsanleihen.	Marktversagen entsteht durch Informationsasymmetrien und fehlende Covenants. Reformbedarf für zukünftiges Gelingen notwendig.
Waliszewski (2017)	Zeitschriften-artikel	Institutionen-ökonomie (im Allgemeinen)	KMU-Finanzierung im Rahmen der Kapitalmarktunion. Ziel ist die Identifikation von Barrieren.	Informations- und Strukturbarrieren begrenzen den Kapitalmarktzugang. Institutionelle Reformen sind notwendig.
Brunkow et al. (2019)	Zeitschriften-artikel	n.v.	Zukunft der bankbasierten Mittelstandsfinanzierung. Ziel ist die Bewertung struktureller Veränderungen.	Banken bleiben wichtig, agieren jedoch restriktiver. Ergänzende Finanzierungsformen gewinnen zunehmend an Relevanz.
Wegerich et al. (2019)	Zeitschriften-artikel	n.v.	Auswirkungen regulatorischer Änderungen auf KMU. Ziel ist eine Problembeschreibung.	Regulatorische Fehlanreize gefährden börsennotierte KMU. Anpassungen sind notwendig.
Messing et al. (2020)	Zeitschriften-artikel	n.v.	Notwendigkeit neuer Finanzierungsquellen. Ziel ist politische Sensibilisierung.	Kapitalmarktfinanzierung wird wichtiger. Politische Unterstützung ist jedoch erforderlich.
Moritz et al. (2020)	Monografie	n.v.	Entwicklungen in der unternehmerischen Finanzierung. Ziel ist eine Systematisierung.	Finanzierungslandschaften werden vielfältiger. KMU benötigen flexible Finanzierungs-konzepte.

Bavoso (2021)	Zeitschriften-artikel	n.v.	Marktbasierte Finanzierung im Kontext der Kapitalmarktunion. Ziel ist eine kritische Bewertung.	Marktbasierte Finanzierung birgt systemische Risiken. Regulatorische Balance ist erforderlich.
Bongini (2021)	Zeitschriften-artikel	n.v.	Zugang zu marktbasierter Finanzierung in der Eurozone. Ziel ist ein Ländervergleich.	Kapitalmarktzugang variiert stark zwischen Ländern. Institutionelle Rahmenbedingungen sind entscheidend.
Loewen (2021)	Zeitschriften-artikel	n.v.	Entwicklung der Mittelstandsfinanzierung. Ziel ist eine Standortbestimmung.	Finanzierung befindet sich im Umbruch. Anpassungsdruck auf Unternehmen steigt.
Goeck (2022)	Zeitschriften-artikel	Pecking-Order-Theorie	Finanzierungsentscheidungen von KMU. Ziel ist die Erklärung von Präferenzen.	KMU bevorzugen interne Finanzierung. Kapitalmarktfinanzierung wird lediglich nachrangig genutzt.
Ambrus (2023)	Zeitschriften-artikel	n.v.	Schuldscheinmarkt im Mittelstand. Ziel ist die Bewertung des Instruments.	Schuldscheine sind flexibel und etabliert. Abgrenzung zur Anleihe bleibt aber relevant.
Bozintan (2023)	Zeitschriften-artikel	n.v.	Direktfinanzierung über Kapitalmärkte. Ziel ist der Vergleich von Instrumenten.	Kapitalmarktfinanzierung bietet Chancen und Risiken. Instrumentenwahl ist dabei kontextabhängig.
Sommer (2024)	Zeitschriften-artikel	n.v.	Rolle der Kapitalmärkte in der KMU-Finanzierung. Ziel ist eine internationale Einordnung.	Kapitalmärkte ergänzen bankbasierte Systeme. Staatliche Förderung kann Zugangsbarrieren senken.
Boccaletti et al. (2025)	Zeitschriften-artikel	Prinzipal-Agent-Theorie (implizit)	Wachstumseffekte marktbasierter Finanzierung in der EU. Ziel ist empirische Analyse auf Basis von Finanzdaten von 31.000 europäischen Unternehmen.	Kapitalmarktzugang fördert KMU-Wachstum. Öffentliche Unterstützung verstärkt Effekte.
Falkenhayn (2025)	Zeitschriften-artikel	n.v.	Kapitalmarktfähigkeit mittelständischer Unternehmen. Ziel ist die Identifikation von Voraussetzungen.	Governance und Transparenz sind Schlüsselfaktoren. Kapitalmarktfähigkeit ist mittelständischer Unternehmen ist gestaltbar.

Kaserer et al. (2025)	Zeitschriften-artikel	n.v.	Zusammenhang zwischen Finanzmarktstruktur und Wachstum. Ziel ist eine Bestandsaufnahme.	Kapitalmarkt-orientierte Systeme fördern Wachstum. KMU-spezifische Effekte bleiben offen.
Wiest (2025)	Monografie (Thesis)	n.v.	Rechtliche Erleichterungen für KMU-Börsengänge. Ziel ist die Bewertung regulatorischer Anpassungen.	Regulatorische Erleichterungen senken Markteintrittsbarrieren. Wirkung auf tatsächliche IPO-Zahlen bleibt allerdings offen.

Tabelle 3.3: Überblick Literaturkorpus, eigene Darstellung.

2.5.2.2 Synthese

In der Logik von Templier und Paré wird nun auf Basis des erstellten Datenauszugs eine Synthese des Literaturkorpus erstellt. Dies erfolgt entlang zentraler Akteursgruppen, die für den Zugang mittelständischer Unternehmen zu kapitalmarkt-basierten Finanzierungsformen von besonderer Relevanz sind. Diese Akteursgruppen – Mittelstand, Kapitalmärkte/Börsen, (mittelstandsnahe) Berater und Regulatorik/Gesetzgebung – bilden zugleich die Strukturgrundlage der empirischen Untersuchung in den Kapiteln 3 bis 5. Durch diese konsistente Strukturierung wird eine integrative Betrachtung von Literatur- und Studienergebnissen ermöglicht.

Perspektive des Mittelstands

Die Literatur zeigt, dass kapitalmarkt-basierte Finanzierungsformen aus Sicht mittelständischer Unternehmen durchaus als potenziell relevante Ergänzung zur klassischen Bankfinanzierung wahrgenommen werden. Insbesondere vor dem Hintergrund wachsender Finanzierungsbedarfe sowie restriktiverer Kreditvergabestandards wird der Kapitalmarkt als zusätzlicher Finanzierungskanal diskutiert, ohne jedoch die dominierende Rolle der Banken vollständig zu ersetzen.²³³ Diese Entwicklung scheint in jüngerer Vergangenheit an Bedeutung gewonnen zu haben.²³⁴ Gleichzeitig verdeutlicht die Literatur, dass die tatsächliche Nutzung kapitalmarkt-orientierter Instrumente im Mittelstand deutlich hinter der theoretisch verfügbaren Angebotsvielfalt zurückbleibt. Dieses Spannungsverhältnis bildet den

²³³ Vgl. BRUNKOW/FAHRHOLZ (2019) S. 704; BALZ ET AL. (2012a), S. 6 und SOMMER (2024), S. 1827.

²³⁴ Vgl. AHRWEILER ET AL. (2003), S. 386 und ZEIDLER (2015), S. 439.

Ausgangspunkt zahlreicher Beiträge, die sich mit den Ursachen der Zurückhaltung mittelständischer Unternehmen gegenüber Kapitalmarktfinanzierung befassen.²³⁵ Auf der Nutzenebene wird Kapitalmarktfinanzierung in der Literatur vor allem als Möglichkeit zur Diversifikation der Finanzierungsstruktur hervorgehoben. Zeidler, Grunow/Figgner und Balz et al. betonen, dass kapitalmarktbasierendes Kapital mittelständischen Unternehmen zusätzliche finanzielle Spielräume eröffnen kann, insbesondere bei wachstums- oder investitionsintensiven Vorhaben.²³⁶ Darüber hinaus wird der Kapitalmarkt als Instrument zur strategischen Flexibilisierung der Finanzierung betrachtet. Insbesondere Anleihen und schuldscheinähnliche Instrumente werden als geeignet beschrieben, um größere Finanzierungsvolumina zu realisieren, die Abhängigkeit von einzelnen Kreditinstituten zu reduzieren und somit Zukunftsperspektiven zu öffnen.²³⁷ Mitunter wird die Kapitalmarktfähigkeit von mittelständischen Unternehmen somit auch als Gradmesser für die Reife einer Organisation verstanden, da sie ein bestimmtes Niveau an Professionalität voraussetzt.²³⁸ Feiler und Becker et al. ergänzen zudem positive Auswirkungen auf die Reputation eines Unternehmens bei erfolgreichem Börsengang.²³⁹

Den potenziellen Vorteilen stehen aus Mittelstandssicht jedoch auch Hemmnisse gegenüber. Ein zentrales Argument betrifft die Kosten der Kapitalmarktfähigkeit, die in der Literatur wiederholt als wesentliche Eintrittsbarriere beschrieben werden. Neben einmaligen Emissions- und Transaktionskosten werden insbesondere laufende Kosten für Berichterstattung, Compliance und Investor Relations hervorgehoben, die für mittelständische Unternehmen relativ stärker ins Gewicht fallen als für Großunternehmen.²⁴⁰ Eng damit verbunden sind erhöhte Transparenz- und Offenlegungspflichten, die in der Literatur als kulturell und organisatorisch anspruchsvoll für den Mittelstand beschrieben werden. Mehrere Autoren weisen darauf hin, dass mittelständische Unternehmen traditionell eine zurückhaltende Informationspolitik verfolgen und die Offenlegung gegenüber anonymen Kapitalmarktinvestoren als erhebliche Veränderung empfinden.²⁴¹

²³⁵ Vgl. BLANCHARD (2015), S. 443 ff.; LOEWEN (2021), S. 12 ff. und MESSING/BRINKER (2020), S. 4.

²³⁶ Vgl. ZEIDLER (2015), S. 439; GRUNOW/FIGGNER (2006), S. 333 ff. und BALZ ET AL. (2012a) S. 7.

²³⁷ Vgl. BALZ ET AL. (2012a) S. 7; AMBRUS (2023), S. 227 ff. und SCHIERECK (2014), S. 1.

²³⁸ Vgl. GRUNOW/FIGGNER (2006), S. 308 ff. und ZEIDLER (2015), S. 438.

²³⁹ Vgl. FEILER/ULRICH (2014), S. 17 ff. und BECKER ET AL. (2014), S. 11.

²⁴⁰ Siehe dazu auch [Kapitel 2.3.4](#) und vgl. DÖWELING (2017), S. 56; DRIEBLEIN/WOLF (2014), S. 1 und RANDOW (2017), S. 161.

²⁴¹ Siehe dazu auch [Kapitel 2.3.3](#) und vgl. BLÄTTCHEN/NESPETHAL (2013), S. 188; FALKENHAYN (2025), S. 46; SCHAMMO (2017), S. 281 ff. und BECKER ET AL. (2014), S. 11.

Neben ökonomischen Argumenten betont die Literatur wiederkehrend auch identitäts- und governancebezogene Aspekte. Insbesondere eigentümer- und familiengeprägte Unternehmen verbinden Finanzierungsentscheidungen eng mit Fragen der Unabhängigkeit, Kontrolle und langfristigen Unternehmensausrichtung. Kapitalmarktfinanzierung wird dabei häufig als potenziell konfliktrichtig wahrgenommen.²⁴² Die Befürchtung eines Kontrollverlustes stellt ein zentrales Motiv der Zurückhaltung dar. In der Literatur wird dieses Motiv sowohl auf formale Einflussmöglichkeiten externer Kapitalgeber als auch auf indirekte Effekte wie erhöhte Governance-Anforderungen, formalisierte Entscheidungsprozesse und externe Erwartungshaltungen zurückgeführt.²⁴³

In der Gesamtsynthese lässt sich die Perspektive des Mittelstands somit als Abwägen zwischen ökonomischen und reputationsseitigen Nutzenpotenzialen und Kosten der Kapitalmarktfähigkeit sowie mit ihr einhergehenden Kontroll- und Identitätsrisiken zusammenfassen. Grundsätzlich wird die Kapitalmarktfähigkeit als gestaltbar angesehen. Die Synthese schafft ein grobes Verständnis für die Beobachtung, dass der deutsche Mittelstand den Kapitalmarkt trotz mangelnden Finanzierungsoptionen nur selektiv bis gar nicht nutzt.

Perspektive der Kapitalmärkte/Börsen

Aus Sicht der Börsen und Kapitalmärkte wird der Mittelstand in der Literatur grundsätzlich als potenziell attraktive, zugleich jedoch anspruchsvolle Emittentengruppe beschrieben. Einerseits repräsentieren mittelständische Unternehmen ein breites Spektrum wachstums- und investitionsorientierter Unternehmen mit langfristigem Kapitalbedarf, andererseits stellen begrenzte Transparenz, geringe Marktliquidität und ausgeprägte Heterogenität zentrale Herausforderungen für eine effiziente Kapitalmarktintegration dar.²⁴⁴ Mittelständische Unternehmen erfüllen die Anforderungen der Kapitalmärkte häufig nur eingeschränkt, was aus Marktsicht zu erhöhten Informations- und Transaktionskosten führt und die Attraktivität entsprechender Segmente begrenzt.²⁴⁵ Zudem bevorzugen die Börsen Unternehmen, die bereits vor dem Markteintritt ein hohes Maß an Kapitalmarktfähigkeit aufweisen, während kleinere,

²⁴² Vgl. SCHMIDT (2017), S. 8 und BECKER ET AL. (2014), S. 11.

²⁴³ Vgl. DÖWELING (2017), S. 61 ff.; DRIEBLEIN/WOLF (2014), S. 2 ff.; BECKER ET AL. (2014), S. 11 und THIEßEN/DÖWELING (2017), S. 138 ff.

²⁴⁴ Vgl. SCHMIDT (2017), S. 8.; KASERER ET AL. (2025), S. 132 und DOMBRET/KENADJIAN (2015), S. 7 ff.

²⁴⁵ Vgl. WALISZEWSKI (2017), S. 111 ff. und SCHAMMO (2017), S. 281 ff.

weniger transparente oder stark eigentümergeprägte Unternehmen aus Marktsicht als schwer integrierbar gelten.²⁴⁶

Ein zentrales, wiederkehrendes Thema in der Literatur ist die Rolle von Informationsasymmetrien. Aus Sicht der Kapitalmärkte erschweren begrenzte Offenlegung, kurze Unternehmenshistorien am Markt und fehlende Analystenabdeckung eine angemessene Bewertung mittelständischer Emittenten. Diese Informationsdefizite werden als wesentliche Ursache für Fehlbewertungen – vor allem durch private Anleger mit begrenztem Know-How -, Risikoaufschläge und geringe Investorenbeteiligung identifiziert.²⁴⁷ Insbesondere im Kontext der speziell von Börsenplätzen geschaffenen Segmente, in denen mittelständische Unternehmen Kapitalmarktfinanzierungen platzieren, werden diese Defizite hervorgehoben. Die niederschweligen Eintrittsstandards dieser Segmente erleichtern den Mittelständlern zwar den Zugang zum Kapitalmarkt, jedoch verweist ein erheblicher Teil der Literatur auf qualitative Defizite, unzureichende Marktstandards und daraus resultierende Reputationsschäden für den gesamten Markt.²⁴⁸ Besonders im Kontext der negativen Erfahrungen mit Mittelstandsanleihen zwischen 2010 und 2014 wird bis hin zum Marktversagen argumentiert.²⁴⁹

In der Gesamtsynthese zeigt sich, dass die Perspektive der Börsen und Kapitalmärkte durch eine selektive Offenheit gegenüber mittelständischen Emittenten geprägt ist. Kapitalmärkte sind grundsätzlich bereit, dem Mittelstand Zugang zu gewähren, knüpfen diesen Zugang jedoch an hohe Anforderungen an Transparenz, Standardisierung und Marktliquidität – insbesondere nach Scheitern des Marktes für Mittelstandsanleihen in den frühen 2010er Jahren. Dort, wo diese Voraussetzungen nicht erfüllt sind, treten Informationsasymmetrien, Liquiditätsprobleme und Vertrauensverluste auf. Diese Befunde verdeutlichen, dass die Zurückhaltung des Mittelstands und die Selektivität der Kapitalmärkte nicht isoliert zu betrachten sind, sondern sich gegenseitig verstärken. Damit bildet diese Perspektive eine inhaltliche Brücke zur nächsten Akteursgruppe, den Beratern und Intermediären, die als Vermittler zwischen Mittelstand und Kapitalmarkt fungieren.

²⁴⁶ Vgl. FALKENHAYN (2025), S. 46 und LOEWEN (2021), S. 13.

²⁴⁷ Vgl. BONGINI ET AL. (2021), S. 1693; SCHÜLER/ASCHAUER (2017), S. 206 ff.; THIEBEN/DÖWELING (2017), S. 138 ff.; DRIEBLEIN/WOLF (2014), S. 4 und RANDOW (2017), S. 159 ff.

²⁴⁸ Vgl. FALKENHAYN (2025), S. 46; SCHÜLER/ASCHAUER (2017), S. 206 ff. THIEBEN/DÖWELING (2017), S. 143; FLORSTEDT (2017), S. 147 ff.; MAUSBACH/SIMMERT (2016), S. 591 ff. und TESKE (2012), S. 9.

²⁴⁹ Vgl. RANDOW (2017), S. 159 und FLORSTEDT (2017), S. 148.

Mittelstandsnahe Berater

Die Literatur misst Beratern und Intermediären eine zentrale Rolle im Kontext der Kapitalmarktfinanzierung mittelständischer Unternehmen bei. Banken, Emissionshäuser, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Rechtsberater, Strategieberater und weitere spezialisierte Dienstleister fungieren als Vermittler zwischen Mittelstand und Kapitalmarkt und übernehmen damit eine Gatekeeper-Funktion, die sowohl den Zugang zum Kapitalmarkt als auch die Qualität der Emissionen maßgeblich beeinflusst.

Aus intermediärer Perspektive wird Kapitalmarktfinanzierung häufig als komplexer, beratungsintensiver Prozess beschrieben, der ohne externe Expertise für viele mittelständische Unternehmen kaum zu bewältigen ist. Entsprechend betont die Literatur die strukturelle Abhängigkeit des Mittelstands von Beratern bei der Vorbereitung, Strukturierung und Durchführung kapitalmarktorientierter Finanzierungen. Ein zentraler Aufgabenbereich der Berater besteht in der Herstellung von Kapitalmarktfähigkeit. Die Literatur beschreibt Berater als Übersetzer zwischen den Anforderungen des Kapitalmarktes und den organisatorischen, finanziellen und kulturellen Gegebenheiten mittelständischer Unternehmen. Dazu zählen insbesondere die Strukturierung von Finanzierungsinstrumenten, die Aufbereitung von Finanzinformationen sowie die Unterstützung beim Aufbau geeigneter Governance- und Reportingstrukturen.²⁵⁰

Darüber hinaus übernehmen Berater eine Selektions- und Filterfunktion, indem sie beurteilen, ob ein Unternehmen grundsätzlich kapitalmarktfähig ist und welches Instrument zum jeweiligen Unternehmen passt. In der Literatur wird diese Funktion als potenziell wertschöpfend, zugleich aber auch als machtvoll beschrieben, da sie den Zugang zum Kapitalmarkt faktisch vorstrukturiert.²⁵¹

Neben ihrer unterstützenden Rolle thematisiert die Literatur wiederholt zudem potenzielle Interessenkonflikte auf Seiten der Berater. Insbesondere im Kontext von Mittelstandsanleihen wird darauf hingewiesen, dass erfolgsabhängige Vergütungsmodelle und Transaktionsorientierung Anreize setzen können, Emissionen auch bei begrenzter Kapitalmarktfähigkeit durchzuführen. Diese Anreizstrukturen werden in der Literatur teilweise als ein möglicher Erklärungsfaktor für qualitative Defizite einzelner Emissionen und für das Auftreten von Marktversagen identifiziert. Berater werden dabei aber nicht alleinig verantwortlich gemacht, sondern als Teil eines

²⁵⁰ Vgl. GRUNOW/FIGGENER (2006), S. 311 ff.; SCHIERECK (2014), S. 1 und BALZ ET AL. (2012a) S. 7.

²⁵¹ Vgl. BALZ ET AL. (2012b) S. 7 und TESKE (2014), S. 31 ff.

Systems beschrieben, in dem Fehlanreize entlang der gesamten Wertschöpfungskette wirken.²⁵²

Somit haben Berater eine wesentliche Bedeutung für das Vertrauen in kapitalmarktbasierter KMU-Segmente. Die Qualität der Beratung, die Sorgfalt bei der Emissionsstrukturierung sowie die Transparenz gegenüber Investoren werden als entscheidende Faktoren für die Reputation des gesamten Marktsegments hervorgehoben.²⁵³ Fehlentwicklungen einzelner Emissionen wirken sich demnach nicht nur auf das jeweilige Unternehmen aus, sondern können das Vertrauen in ganze Marktsegmente nachhaltig beschädigen. In diesem Zusammenhang wird die Verantwortung der Berater für die langfristige Funktionsfähigkeit kapitalmarktorientierter Mittelstandsfinanzierung betont.²⁵⁴ Strukturelle Probleme können jedoch nicht allein durch eine zunehmende Professionalisierung auf beratender Seite kompensiert werden, denn es braucht deutliche regulatorische Anpassungen und stärkeren Gläubigerschutz.²⁵⁵

In der Gesamtsynthese erscheinen Berater und Intermediäre als Schlüsselakteure im Spannungsfeld zwischen Mittelstand und Kapitalmarkt. Sie ermöglichen Kapitalmarktzugang, strukturieren Finanzierungsinstrumente und tragen zur Herstellung von Kapitalmarktfähigkeit bei. Gleichzeitig können Fehlanreize und Interessenkonflikte ihre Gatekeeper-Funktion unterminieren und zur Entstehung von Marktversagen beitragen. Die Literatur legt nahe, dass eine nachhaltige Kapitalmarktfinanzierung des Mittelstands maßgeblich davon abhängt, ob es gelingt, die Rolle der Berater stärker an langfristiger Qualität, Transparenz und Marktvertrauen auszurichten. Damit bildet diese Perspektive den inhaltlichen Übergang zur vierten Akteursgruppe, der Regulatorik, die den institutionellen Rahmen für das Zusammenspiel von Mittelstand, Kapitalmarkt und Beratern vorgibt.

Perspektive der Regulatorik/Gesetzgebung

Die Literatur zeigt, dass Regulatorik und Gesetzgebung eine doppelte Rolle im Kontext kapitalmarktorientierter Mittelstandsfinanzierung einnehmen: Einerseits sollen regulatorische Maßnahmen den Zugang zu kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen

²⁵² Vgl. DEIBLEIN/WOLF (2014), S. 2 ff.; RANDOW (2017), S. 160 ff.; THIEBEN/DÖWELING (2017), S. 138 ff.; FLORSTEDT (2017), S. 149 f. und TESKE (2014), S. 31 ff.

²⁵³ Vgl. BALZ ET AL. (2012c) S. 17 und MAUSBACH/SIMMERT (2016), S. 593.

²⁵⁴ Vgl. TESKE (2014), S. 33.

²⁵⁵ Vgl. THIEBEN/DÖWELING (2017), S. 143 und FLORSTEDT (2017), S. 149 ff.

erleichtern, andererseits sind sie zentral für Anlegerschutz, Marktintegrität und Vertrauen. Diese Doppelzielsetzung wird in den Beiträgen als inhärentes Spannungsfeld beschrieben, da Erleichterungen für KMU häufig mit dem Risiko sinkender Standards und damit potenzieller Reputationsschäden für Marktsegmente einhergehen. Mehrere Beiträge weisen darauf hin, dass niedrigere Zulassungs- und Folgepflichten in KMU-Segmenten zu einem Zielkonflikt führen können: Je stärker Anforderungen reduziert werden, desto eher können Informationsasymmetrien und Qualitätsprobleme zunehmen, was wiederum das Vertrauen der Investoren untergräbt und sich negativ auf die Funktionsfähigkeit des Segments auswirkt.²⁵⁶

Besonders im Kontext der Mittelstandsanleihemärkte werden Qualitätsprobleme und Ausfallereignisse als Auslöser für regulatorische und marktorganisatorische Anpassungen beschrieben, die der Wiederherstellung von Vertrauen dienen sollen.²⁵⁷ Die Literatur betont, dass regulatorische Rahmensetzung wesentlich zur Stabilität von Marktsegmenten beiträgt, weil sie Standards der Informationsbereitstellung, Verantwortlichkeiten und Schutzmechanismen definiert.²⁵⁸

Mehrere Beiträge argumentieren weiterhin, dass regulatorische Maßnahmen nicht nur auf „Zugangshürden“ im engeren Sinn abzielen sollten, sondern auch die Marktinfrastruktur adressieren müssen. Hierzu zählen Mechanismen zur Reduktion von Informationsbarrieren (z. B. Qualität und Verfügbarkeit von Emittenteninformationen, Transparenzformate, Marktkommunikation), die für die Bewertung mittelständischer Emittenten aus Investorenperspektive zentral sind. In der Synthese wird deutlich, dass Informationsbarrieren nicht allein aus Unternehmensverhalten resultieren, sondern in einem institutionellen Kontext entstehen, der durch Regulierung und Marktarchitektur mitgeprägt wird. Der Beitrag regulatorischer Maßnahmen wird daher auch darin gesehen, Intermediations- und Informationsmechanismen zu stärken und so die Funktionsfähigkeit von KMU-Segmenten zu erhöhen.²⁵⁹ In der Literatur werden dabei weniger einzelne Normen als vielmehr die Logik betont, dass kapitalmarktorientierte Finanzierung

²⁵⁶ Vgl. DOMBRET/KENADJIAN (2015), S. X; WIEST (2025), S. X FALKENHAYN (2025), S. 46; SCHÜLER/ASCHAUER (2017), S. 206 ff.; THIEBEN/DÖWELING (2017), S. 143; FLORSTEDT (2017), S. 147 ff.; MAUSBACH/SIMMERT (2016), S. 591 ff. und TESKE (2012), S. 9.

²⁵⁷ Vgl. FLORSTEDT (2017), S. 154 ff.; THIEBEN/DÖWELING (2017), S. 143.

²⁵⁸ Ebenda.

²⁵⁹ Vgl. THIEBEN/DÖWELING (2017), S. 148 ff.; SCHAMMO (2017), S. 301 ff. und WALISZEWSKI (2017), S. 109 f.

nachhaltige Akzeptanz nur erreicht, wenn Investoren hinreichend geschützt sind und Informationsasymmetrien durch Mindeststandards begrenzt werden.²⁶⁰

Als zentraler regulatorischer Baustein wird dabei wiederkehrend die Initiative der Europäischen Kapitalmarktunion diskutiert. Sie soll den Zugang zu marktbasierter Finanzierung verbessern, die Abhängigkeit von bankbasierter Finanzierungsstrukturen reduzieren und Investitionen bzw. Wachstum unterstützen.²⁶¹

In der Gesamtsynthese erscheint Regulatorik letztlich als Balanceakt zwischen der Öffnung des Kapitalmarktzugangs für mittelständische Unternehmen und der Sicherung von Qualitätsstandards, Marktintegrität und Anlegerschutz. Die Literatur legt nahe, dass erfolgreiche Regulierungsansätze nicht nur auf formale Erleichterungen zielen sollten, sondern zugleich Informationsbarrieren reduzieren, Marktstandards stärken und Vertrauen stabilisieren müssen. Damit wirkt Regulatorik als rahmensetzender Faktor, der die Interaktionen zwischen Mittelstand, Kapitalmarkt und Intermediären wesentlich prägt.

2.5.3 Verdichtung der Synthese und Implikationen der Literaturobwertung

In der Synthese der Literatur zeigt sich ein weitestgehend konsistentes, zugleich spannungsreiches Bild der kapitalmarktbasierter Finanzierung mittelständischer Unternehmen. Es wird deutlich, dass der Mittelstand dem Kapitalmarkt grundsätzlich nicht ablehnend, sondern durchaus interessiert und offen gegenübersteht. Kapitalmarktfinanzierung wird in der Literatur wiederholt als potenzielle Ergänzung zur klassischen Bankfinanzierung beschrieben, insbesondere vor dem Hintergrund wachsender Finanzierungsbedarfe und struktureller Veränderungen im Bankensektor.²⁶²

Gleichzeitig ist diese grundsätzliche Offenheit von Vorbehalten, Unsicherheiten und Wissensdefiziten geprägt. Die Literatur verweist darauf, dass mittelständische Unternehmen kapitalmarktorientierte Instrumente häufig mit hohen Kosten, erhöhten Transparenzanforderungen, Kontrollverlusten sowie kulturellen und organisatorischen

²⁶⁰ Ebenda.

²⁶¹ Vgl. SCHAMMO (2017), S. 272 ff.; WALISZEWSKI (2017), S. 108 f. und DEMARY ET AL. (2015), S. 3 ff.

²⁶² Vgl. BRUNKOW/FAHRHOLZ (2019) S. 704; BALZ ET AL. (2012a), S. 6; SOMMER (2024), S. 1827; ZEIDLER (2015), S. 439.

Hürden assoziieren.²⁶³ Diese Wahrnehmungen wirken entscheidungsrelevant und tragen dazu bei, dass vorhandene Kapitalmarktoptionen in der Praxis nur selektiv genutzt werden. Zurückhaltung erscheint dabei weniger als Ausdruck mangelnden Interesses, sondern als Ergebnis einer Abwägung unter spezifischen mittelständischen Rahmenbedingungen.

Aus der Perspektive der Börsen und Kapitalmärkte wird dieses Bild ergänzt. Die Literatur zeigt, dass Kapitalmärkte dem Mittelstand grundsätzlich Zugang eröffnen, diesen jedoch an hohe Anforderungen an Transparenz, Standardisierung und Kapitalmarktfähigkeit knüpfen. Mittelständische Unternehmen werden aus Marktsicht als potenziell attraktive, zugleich aber heterogene und informationsintensive Emittenten wahrgenommen. Informationsasymmetrien, geringe Liquidität und fehlende Marktstandards werden als zentrale Hemmnisse für eine nachhaltige Integration des Mittelstands in kapitalmarktorientierte Segmente identifiziert.²⁶⁴

Vor diesem Hintergrund kommt den Intermediären in der Literatur eine Schlüsselrolle zu. Berater (im Rahmen dieser Arbeit im Wesentlichen Steuer- und Strategieberater), Emissionshäuser, Banken sowie weitere spezialisierte Akteure fungieren als Vermittler, Strukturierer und Gatekeeper zwischen Mittelstand und Kapitalmarkt.²⁶⁵ Die Synthese macht deutlich, dass sie maßgeblich darüber entscheiden, ob Kapitalmarktfähigkeit hergestellt, realistische Erwartungen gesetzt und geeignete Instrumente gewählt werden.²⁶⁶ Gleichzeitig verweist die Literatur auf potenzielle Fehlanreize und Interessenkonflikte, die insbesondere in Phasen dynamischen Marktwachstums zu qualitativen Defiziten beitragen können.

Die historischen Erfahrungen – insbesondere im Zusammenhang mit Mittelstandsanleihen – unterstreichen die zentrale Bedeutung von Qualität und Vertrauen.²⁶⁷ Mehrere Beiträge interpretieren Marktverwerfungen und Ausfälle weniger als grundsätzliches Scheitern kapitalmarktorientierter Mittelstandsfinanzierung, sondern

²⁶³ Vgl. DÖWELING (2017), S. 56; DRIEBLEIN/WOLF (2014), S. 1; RANDOW (2017), S. 161; BLÄTTCHEN/NESPETHAL (2013), S. 188; FALKENHAYN (2025), S. 46; SCHAMMO (2017), S. 281 ff.; BECKER ET AL. (2014), S. 11 und SCHMIDT (2017), S. 8

²⁶⁴ Vgl. SCHMIDT (2017), S. 8.; KASERER ET AL. (2025), S. 132; DOMBRET/KENADJIAN (2015), S. 7 ff.; WALISZEWSKI (2017), S. 111 ff.; SCHAMMO (2017), S. 281 ff.; BONGINI ET AL. (2021), S. 1693 SCHÜLER/ASCHAUER (2017), S. 206 ff.; THIEBEN/DÖWELING (2017), S. 138 ff.; DRIEBLEIN/WOLF (2014), S. 4 und RANDOW (2017), S. 159 ff.

²⁶⁵ Vgl. GRUNOW/FIGGENER (2006), S. 311 ff.; SCHIERECK (2014), S. 1 und BALZ ET AL. (2012a) S. 7.

²⁶⁶ Vgl. BALZ ET AL. (2012b) S. 7 und TESKE (2014), S. 31 ff.

²⁶⁷ Vgl. DEIBLEIN/WOLF (2014), S. 2 ff.; RANDOW (2017), S. 160 ff.; THIEBEN/DÖWELING (2017), S. 138 ff.; FLORSTEDT (2017), S. 149 f. und TESKE (2014), S. 31 ff.

als Folge unzureichender Marktstandards, mangelhafter Informationsvermittlung und unausgewogener Anreizstrukturen.²⁶⁸ Diese Erfahrungen prägen die aktuelle Zurückhaltung sowohl auf Seiten der Emittenten als auch der Investoren nachhaltig. In diesem Kontext wird die Rolle der Regulatorik als Balanceakt zwischen Marktzugang und Qualitätssicherung deutlich. Die Literatur zeigt, dass regulatorische Erleichterungen für KMU zwar den Zugang zum Kapitalmarkt ebnen können, zugleich jedoch das Risiko steigender Informationsasymmetrien und sinkender Marktqualität bergen, wenn sie nicht durch geeignete Schutz- und Transparenzmechanismen flankiert werden. Regulatorik wird daher weniger als reines Öffnungsinstrument verstanden, sondern als rahmensetzender Faktor, der Marktstandards, Anlegerschutz und Vertrauen sichern soll.²⁶⁹

Aus der Verdichtung der Literatur lassen sich somit mehrere zentrale Implikationen ableiten. Erstens wird die Rolle der Intermediäre als besonders kritisch hervorgehoben: Eine nachhaltige Annäherung von Mittelstand und Kapitalmarkt erfordert Berater, die nicht primär transaktionsgetrieben agieren, sondern Kapitalmarktfähigkeit realistisch einschätzen, Qualität sichern und langfristige Marktbeziehungen fördern. Gleichzeitig müssen sie im Sinne ihrer beratenden Funktion den Kapitalmarkt als grundsätzliches Finanzierungskonzept für mittelständische Unternehmen akzeptieren. In diesem Kontext betont die Literatur zweitens die Notwendigkeit gezielter Aufklärungs- und Informationsarbeit gegenüber mittelständischen Unternehmen, um Unsicherheiten abzubauen, Entscheidungsgrundlagen zu verbessern und unrealistische Erwartungen zu vermeiden. Drittens rückt der Anlegerschutz als zentrale Voraussetzung für funktionsfähige KMU-Segmente in den Vordergrund. Ohne hinreichenden Schutz und transparente Informationsstandards drohen Vertrauensverluste, die den gesamten Markt beeinträchtigen. Insgesamt verdichtet sich die Literatur zu dem Befund, dass die kapitalmarktorientierte Finanzierung des Mittelstands weniger an fehlendem Interesse scheitert, sondern an einem komplexen Zusammenspiel aus Wahrnehmungen, Marktlogiken, Intermediationsstrukturen und regulatorischen Rahmenbedingungen. Diese Erkenntnisse bilden die Grundlage für das folgende Zwischenfazit und die

²⁶⁸ Vgl. DOMBRET/KENADJIAN (2015), S. X; WIEST (2025), S. X FALKENHAYN (2025), S. 46; SCHÜLER/ASCHAUER (2017), S. 206 ff.; THIEBEN/DÖWELING (2017), S. 143; FLORSTEDT (2017), S. 147 ff.; MAUSBACH/SIMMERT (2016), S. 591 ff. und TESKE (2012), S. 9.

²⁶⁹ Vgl. THIEBEN/DÖWELING (2017), S. 148 ff.; SCHAMMO (2017), S. 301 ff. und WALISZEWSKI (2017), S. 109 f.

Konkretisierung der Forschungsfragen, in denen die identifizierten Spannungsfelder gezielt in den empirischen Teil der Arbeit überführt werden.

2.5.4 Literaturbasiertes Zwischenfazit und Konkretisierung der Forschungsfrage

Immer mehr Unternehmen orientieren sich in Bezug auf ihre Finanzierungsstrategie am breit diversifizierten Finanzierungsangebot der Marktwirtschaft – oder haben dies zumindest vor. Die enge Bindung zur eigenen Hausbank, in der Vergangenheit oft alleiniger Finanzierungspartner der Unternehmensgesellschafter, verliert zunehmend an Bedeutung, u.a. bedingt durch sich verändernde makroökonomische und regulatorische Rahmenbedingungen. Das Angebot für Unternehmen, an verschiedensten Stellen Kapital aufzunehmen, erweitert sich stetig.

Im Rahmen der theoretischen Grundlagen wurden viele dieser Alternativen vorgestellt. Diese umfassen sowohl eigen- und fremdfinanzierungsbasierte Formen als auch innen- sowie außenfinanzierungsbasierte Formen der Kapitalbeschaffung. All diese Finanzierungsformen haben, basierend auf der Häufigkeit ihrer Nutzung, eine Daseinsberechtigung. Sie bieten dem deutschen Mittelstand diversifizierte Möglichkeiten, das eigene Geschäft zu finanzieren. Im Umkehrschluss beinhalten sie jedoch auch individuelle nachteilige Charaktermerkmale im Hinblick auf ihre Ausgestaltung. Bei konzentrierter Betrachtung von mittelständischen Unternehmen, welche als kapitalmarktfähig erachtet werden, grenzt sich die Auswahl an sinnvollen Finanzierungsmöglichkeiten ein. Der Kapitalmarkt bietet sich nicht alleinig als Finanzierungsinstrument, sondern insbesondere als Wachstumsinstrument an. Um diesen Wachstumsmultiplikator zu aktivieren, sind vorgelagerte Investitionen zur Erlangung der rechtlichen Kapitalmarktfähigkeit notwendig.

Der deutsche Mittelstand wurde im Rahmen der Definition nicht alleinig auf quantitative Abgrenzungsmerkmale beschränkt. Er zeichnet sich daneben auch durch qualitative Merkmale aus. Diese qualitativen Merkmale sind zur Beurteilung des Kapitalmarktes als Finanzierungsalternative für den Mittelstand von signifikanter Bedeutung. Denn der Mittelstand definiert sich durch die Einheit aus Eigentum und Leitung. Häufig sind leitende Organe der Gesellschaft Teil der Eigentümerfamilie. Subjektive Werte der führenden Individuen prägen das Unternehmen. Mit Gang an die öffentlich geregelten Kapitalmärkte folgt vermeintlich zwangsläufig ein Bruch dieses

Identifikationsmerkmals. Vergleichbar ist diese Konsequenz mit der Aufnahme von Private Equity. Die am Kapitalmarkt frei handelbaren Unternehmensanteile gehen mit einem Abtritt des Einflusses der Eigentümerfamilie einher. Wie groß der Einfluss der neuen Gesellschafter wird, kann zwar gesteuert, jedoch nicht vermieden werden.

Die systematische Literaturrecherche und die darauf aufbauende Analyse und Synthese verdeutlichen weiterhin, dass die kapitalmarktorientierte Finanzierung des Mittelstands in der wissenschaftlichen und praxisorientierten Literatur intensiv diskutiert wird, zugleich jedoch durch fragmentierte Perspektiven geprägt ist. Während zahlreiche Beiträge das grundsätzliche Potenzial kapitalmarktbasierendes Kapitals für mittelständische Unternehmen hervorheben, zeigt die Verdichtung der Literatur, dass dieses Potenzial in der Praxis nur selektiv realisiert wird. Ein zentrales Ergebnis der Literatursynthese ist daher, dass die Zurückhaltung des Mittelstands gegenüber Kapitalmarktfinanzierung nicht auf fehlendes Interesse, sondern auf ein komplexes Zusammenspiel aus Vorbehalten, Unsicherheiten und strukturellen Rahmenbedingungen zurückzuführen ist.

Es fehlt insbesondere an einer integrierten Betrachtung, die die Perspektiven des Mittelstands, der Kapitalmärkte, der Intermediäre und der Regulatorik systematisch zusammenführt und deren Wechselwirkungen analysiert. Als zentraler Akteur fungieren die mittelständischen Unternehmen selbst.

An diesem Punkt definiert sich die Forschungsgrundlage der vorliegenden Dissertation, die an den identifizierten Spannungsfeldern ansetzt und die Literatur um eine qualitative Perspektive der mittelständischen Unternehmen sowie der den Mittelstand beratenden Akteure ergänzt. Mit Blick auf die weitergehende Untersuchung lassen sich folgende Forschungsfragen konkretisieren:

1. Ist der Kapitalmarkt aus finanzieller und öffentlichkeitswirksamer Sicht attraktiv für bereits etablierte Mittelständler?
2. Kann der Gang an den Kapitalmarkt ggf. auch im Gegensatz zur Positionierung als familiengeführtes, mittelständisches Unternehmen stehen?
3. Ist der Grad an Kontrollverlust durch Abgabe von Unternehmensanteilen ausschlaggebend für eine Verweigerung der Kapitalmärkte?

2.6 Methodologie und Interviewstudie

Empirische Sozialforschung ist nicht alleinig durch die Lektüre von Sachbüchern zu meistern. Lehrbücher und theoretische Konzepte von konkretisierten Forschungsfragen bieten nur schwierig Möglichkeiten, abschließende, eindeutige Antworten zu liefern. Praktische Erfahrungen des Forschenden²⁷⁰ sind daher unabdingbar. Dennoch bietet die Literatur einen umfassenden Einblick in das breite Themengebiet der empirischen Sozialforschung, welche neben statistischen und strukturierten Datenerhebungsverfahren (Quantitative Forschung) auch Leitfaden-Interviews und Gruppendiskussionen (Qualitative Forschung) umfasst. Diese Unterscheidung der Forschungsmethoden ist dabei nicht nur ebenjenen Sozialwissenschaftlern vorbehalten, sondern auch von Wirtschaftswissenschaftlern bei der Konzeption der methodischen Abarbeitung der Forschungsfrage adaptierbar.²⁷¹

2.6.1 Grundlagen der wissenschaftlichen Forschung

Wissenschaftliche Forschung unterliegt zugrundeliegenden Gütekriterien, welche eine angemessene Qualität der Untersuchung garantieren.

Quantitative und qualitative Forschungsmethoden unterscheiden sich dahingehend grundlegend, als dass erstere den Forschungsansatz auf Basis von Ausprägungen und Variablen statistisch auswertet. Der qualitative Forschungsansatz - entwickelt aus den Geisteswissenschaften - interpretiert systematisch Textmaterial (wie z.B. Interviewtranskripte) oder Bildmaterial. Im Gegensatz zur quantitativen Forschung sind durch das weniger strukturierte Vorgehen unerwartete Befunde möglich. Der Fokus liegt dabei auf einer weniger umfangreichen, aber dafür sehr detaillierteren Analyse im natürlichen Umfeld der Probanden.²⁷² Qualitative Forschungsmethoden eignen sich somit besonders dann, wenn ein neuer Gegenstand untersucht wird oder eine neue Hypothese entwickelt wird.²⁷³

²⁷⁰ Aufgrund der verständlicheren Lesbarkeit wird die jeweils maskuline Schreibweise verwendet.

²⁷¹ Vgl. DÖRING/BORTZ (2016), S. 1.

²⁷² Vgl. DÖRING/BORTZ (2016), S. 184 und DILTHEY (1990), welcher bereits im Jahr 1923 den „ganzen Menschen“ – nicht einzelne Variablen – in den Fokus der Forschung stellte. Weiterhin steht das „Verstehen“ des subjektiven Sinnes – und keiner Ursache-Wirkungs-Mechanismen - im Zentrum der Forschung.

²⁷³ Vgl. DÖRING/BORTZ (2016), S. 185.

Quantitative Forschung

Die quantitativ-empirische Forschung orientiert sich im weitesten Sinne an der Wechselwirkung von Erfahrungen und Aussagenzusammenhängen. Näher definiert entspricht dies der Überprüfung von Behauptungen oder Phänomenen in unserer Wirklichkeit. Der Zugang zur Wirklichkeit und unsere Definition von gültigem Wissen wird dabei durch verfälschende Faktoren beeinflusst. Wissen kann erst dann als gültig betitelt werden, wenn zuvor aufgestellte Hypothesen um ebenjene verfälschenden Faktoren bereinigt und abschließend bestätigt wurden. Dieser Prozess der Hypothesenüberprüfung unter strengen empirischen Aspekten kann bei Standhalten der aufgestellten Behauptung für Erklärungen und Problemlösungen herangezogen werden. Die Eignung mehrfach widerlegter Behauptungen zur Herbeiführung forschungsrelevanter Lösungsansätze verfällt. Im Kern setzen quantitativ-empirische Forschungsmethoden auf mathematisch-statistische Zusammenhänge großer, retrospektiver Datenansammlungen.²⁷⁴

Qualitative Forschung

Im Rahmen der allgemeinen wissenschaftlichen Forschung spielt die qualitative Forschung insbesondere mit Betrachtung der zu berücksichtigten Gütekriterien eine gesonderte Rolle. Im Vergleich zu den quantitativen Forschungsmethoden liegt ein tendenziell eher kleinerer Datenpool vor. Eine Einschränkung auf allgemein akzeptierte Kriteriensätze liegt in dieser Disziplin nicht vor.²⁷⁵ Bedingt wird dies durch die Tatsache, dass sich qualitative Forschung mitunter auf subjektive Sichtweisen der zu erforschenden Themengebiete bezieht. Die Anforderungen an Reliabilität, Validität und Objektivität²⁷⁶ sollten somit auch für qualitative Untersuchungen gelten. Doch inwiefern sich diese adaptieren lassen, stellt eine besondere Herausforderung an den Forschenden dar.²⁷⁷ Der Validität kommt im Konsens der qualitativen Gütekriterien eine entscheidende Rolle zu. So kann die Güte der Methodik an dem zu erforschenden Subjekt festgemacht werden.²⁷⁸ Jedoch wurde innerhalb der wissenschaftlichen Diskussion über Fähigkeit zur Adaption quantitativer Gütekriterien auf qualitative Forschungsmethoden bis dato kein Konsens erzielt. Abgrenzend zu den quantitativen Methoden ist ihre Limitation jedoch nicht an

²⁷⁴ Vgl. RÖBKEN/WETZEL (2020), S. 9.

²⁷⁵ Vgl. FLICK (2022a), S. 533 UND KREBS/MENOLD (2022), S. 549 f.

²⁷⁶ Vgl. KREBS/MENOLD (2022), S. 549 f.

²⁷⁷ Vgl. STEINKE (1999), S. 1 ff.

²⁷⁸ Vgl. FLICK (2022a), S. 536.

retrospektive Datensammlungen gebunden. Sie unterstützt, wie bereits erwähnt, auch bei der Hypothesenbildung.

Abgrenzung von quantitativer und qualitativer Forschung

Nach erfolgter Definition der beiden grundsätzlichen Forschungsmethoden der empirischen Sozialforschung in den vorhergehenden Unterkapiteln werden sie nun hinsichtlich ihrer Unterschiede voneinander abgegrenzt, aber auch mit Blick auf ihre Gemeinsamkeiten beleuchtet. Grundsätzlich stellt sich dem Forschenden die Frage nach dem methodologischen Vorgehen. Tabelle 4.1 kann dabei eine differenzierte Abgrenzung der wesentlichen Elemente entnommen werden.

	Quantitative Forschung	Qualitative Forschung
Bezug	Eher Objektbezogen	Eher Subjektbezogen
Untersuchungsfeld	Labor	Natürliche Umgebung
Datenform	Numerisch	Textbasiert
Auswertungsmethodik	Statistisch	Interpretativ
Vorgehen	Deduktiv	Induktiv & Deduktiv
Entscheidende Gütekriterien	Objektivität, Reliabilität, Validität	Validität

Tabelle 4.1: Abgrenzung quantitativer und qualitativer Forschung, eigene Darstellung nach RÖBKEN/WETZEL (2020), S. 12.

Der Übergang der Paradigmen ist an dieser Stelle nicht klar voneinander zu trennen. Die quantitative Forschung setzt die soziale Realität als objektiv voraus. Daraus ergibt sich die Möglichkeit, sie mit kontrollierten Methoden zu erfassen und Zusammenhänge durch numerische Daten kontrollieren zu können. Ziel der qualitativen Forschung hingegen ist die Erfassung der subjektiven Wahrnehmung der Realität von relevanten Gesprächspartnern. So lässt sich ihr Verhalten nachvollziehen und verstehen. Folglich unterscheiden sich beide Methoden hinsichtlich der zugrundeliegenden Datenmenge. Der stärkere Subjektbezug²⁷⁹ der qualitativen Forschung lässt den bloßen Umfang der Daten im Gegensatz zu quantitativen Forschungsuntersuchungen als geringfügig erscheinen. Verzerrungen der Forschungsergebnisse werden durch den direkten Zugang zum Forschungssubjekt vermieden (z.B. über Interviewstudien).²⁸⁰ Für Forschende stellt sich

²⁷⁹ Als Hauptuntersuchungsgegenstand gilt der Mensch, vgl. dazu RÖBKEN/WETZEL (2020), S. 13.

²⁸⁰ RÖBKEN/WETZEL (2020), S. 13f.

somit seit jeher die Frage nach der aussichtsreichsten Methode zur Beantwortung ihres Forschungsunterfangens, beginnend mit der reinen Formulierung der Problemstellung.²⁸¹

Trotz der methodologisch verschiedenen Aspekte können beide Forschungsformen ergänzend eingesetzt werden.

2.6.2 Konzeption der Interviewstudie

In Zusammenhang der in Kapitel 2.4.2 aufgestellten, konkretisierten Forschungsfragen mit den typischen Charakteristika quantitativer und qualitativer Forschungsmethoden wird die Erkenntnis gewonnen, dass die Hypothesenbildung und ihre anschließende Validierung im Vordergrund dieser Arbeit stehen. Die Attraktivität des Kapitalmarktes für mittelständische Unternehmen kann durch Analyse der dargestellten Literatur nicht ausreichend erörtert und belegt werden, insbesondere nicht in Hinblick auf bis dato wenig genutzte Form dieser Kapitalbeschaffungsmöglichkeit. Vielmehr zeigt sich bei Sichtung der Suchergebnisse in diesem Forschungsgebiet ein in der Forschung bis dato wenig betrachteter Bereich. Sie beschränkt sich vielmehr auf die Darstellung der verschiedenen Finanzierungsstrategien und aktuellen (Mega-)Trends, wie etwa FinTechs. Eine auf den deutschen Mittelstand zugeschnittene Untersuchung zur Validierung der Attraktivität von Kapitalmärkten kann in aussagekräftiger, wissenschaftlich fundierter Form nicht vorgefunden werden. Zwecks Exploration dieses Untersuchungsfeldes und fehlender empirischer Befunde liegt eine qualitative Konzeption des Forschungsdesigns nahe. Im Gegensatz zu anderen Forschungsmethoden, die mit einer hohen Anzahl an Befragten und standardisierten Konzepten arbeiten, soll sie zu einem besseren Verständnis sozialer Sachverhalte beitragen und auf Strukturmerkmale aufmerksam machen.²⁸²

Innerhalb der qualitativen Forschungsmethoden stellen wiederum Interviewstudien, in besonderem Leitfadeninterviews, die meistverwendete Methodik dar.²⁸³ Sie sind charakterisiert durch die für den Forschungszweck notwendige Offenheit gegenüber zu gewinnenden Erkenntnissen und gewährleisten andererseits die Möglichkeit, sich präzise auf das Forschungsinteresse einschränken zu können.²⁸⁴ Denn, aus den Antworten auf die Fragen eines Leitfadeninterviews wird zumeist ein deutlich konkreteres Bild der

²⁸¹ WESLEY (1925), S. 9.

²⁸² Vgl. FLICK et al. (2022b), S. 14 ff.

²⁸³ Vgl. STRÜBING (2018), S. 88.

²⁸⁴ Vgl. HELFFERICH (2019), S. 669 f.

Betrachtungsweise der Befragten deutlich, als es mit quantitativen Forschungsmethoden möglich wäre.²⁸⁵

Die vorangegangene Konkretisierung der Forschungsfragen impliziert die Nutzung von Leitfadeninterviews im Rahmen des hier zugrundeliegenden Forschungsinteresses als erfolgsversprechendste Variante. Vorab definierte Interviewleitfäden gestalten und unterstützen die Interviewführung. Durch dieses Vorgehen wird gegenüber dem Interviewpartner einerseits der notwendige Raum zur Offenheit gewährt, andererseits kann der Interviewleitfaden das Gespräch auf die Forschungsproblematik fokussieren. Zur Untersuchung der behandelten Forschungsproblematik dieser Arbeit wird daher die Methode der qualitativen Leitfadeninterviews gewählt.

Die leitfadengestützte Interviewstudie soll dabei in zwei Forschungsarme gegliedert werden. Als Adressaten des ersten Forschungsarmes werden Entscheidungsträger, insbesondere Entscheidungsträger über die Finanzierungsausgestaltung der jeweiligen Unternehmung, in die Forschung einbezogen (Studienstrang A). Da in familiengeführten Unternehmen die operative Verantwortung oftmals bei dem Gesellschafter liegt, wird bei Akquise der Interviewpartner versucht, geschäftsführende Gesellschafter als Interviewpartner zu gewinnen. Auf Basis der bisher gesichteten Literatur kann zu diesem Zeitpunkt nicht davon ausgegangen werden, ein äußerst heterogenes Bild über die Akzeptanz des Kapitalmarktes als Finanzierungsalternative zu erlangen, auch wenn sich ein steigender Anteil an Unternehmen nach eigener Aussage mit der Diversifizierung der Finanzierungsoptionen auseinandersetzt.²⁸⁶

Neben dem Blickwinkel der Gesellschafter, welche im Rahmen der Studie den deutschen Mittelstand und seine grundlegende Haltung gegenüber dem Kapitalmarkt widerspiegeln, empfiehlt es sich, die Studie um einen zweiten Arm zu ergänzen. Als Adressatenkreis des zweiten Studienarmes werden gezielt Experten aus dem den Mittelstand beratenden Gewerbe definiert (Studienstrang B). Ihnen wird ein umfassender Einblick in diverse Unternehmen und Finanzierungsformen unterstellt, was sie zur idealen Ergänzung der Studie macht. Sie sollen die durch Interviews mit Vertretern des Mittelstandes gewonnenen Erkenntnisse um weitere Perspektiven erweitern. Zudem charakterisieren sie sich, bedingt dadurch, dass sie nicht Organ oder Funktion einer Gesellschaft darstellen, durch eine womöglich objektivere Sicht auf die Nutzung verschiedenster

²⁸⁵ Vgl. FLICK et al. (2022b), S. 14 ff.

²⁸⁶ BFM (2021), <https://www.bundesverband-factoring.de/pressemitteilungen/item/150-mittelstands-finanzierung-strategien-und-hemmnisse-in-krisenzeiten>.

Finanzierungsalternativen. Weiterhin kann ihr spezifisches Fachwissen, sei es z.B. durch Tätigkeit als Steuer- oder Strategieberater, von besonderer Relevanz sein.

Im Ergebnis der Studie wird erhofft, zum einen durch die Interviews mit Vertretern des Mittelstands deren Verständnis von Kapitalmarktfinanzierung zu begreifen und etwaige Gründe für eine Ablehnung zu verstehen. Gleichzeitig kann durch die objektive Betrachtung der externen Berater eine potenzielle irrationale Ablehnung des Mittelstands eingeordnet werden.

Zur Vergleichbarkeit der Studienergebnisse wurde in beiden Armen ein nahezu identischer Interviewleitfaden verwendet. Im Gegensatz zum ersten Studienarm werden die Interviewteilnehmer des zweiten Arms darum gebeten, ihre Erfahrungen und Gedanken als Berater einer Vielzahl von mittelständischen Unternehmen darzustellen. Dabei sollen sie ein möglichst holistisches Bild zu den definierten Fragen aus Sicht ihres Mandantenstammes geben, aber auch ihre eigene Meinung zu den Sachverhalten erklären.

2.6.2.1 Datenerhebung und Gestaltung des Interviewleitfadens

Zur Wahrung der Gütekriterien wissenschaftlicher Forschung kommt der Datenerhebung in Form des Interviewleitfadens eine besondere Rolle zu. Er sichert die notwendige Qualität mit Hinblick auf die gewählte Methodik.

Die zugrundeliegende Struktur des Interviewleitfadens lässt sich dabei in vier wesentliche Abschnitte unterteilen:

1. Informationsphase
2. Aufwärm- und Einstiegsphase
3. Hauptphase
4. Ausklang- und Abschlussphase²⁸⁷

Die Informationsphase dient der Aufklärung des Interviewpartners. Sie thematisiert Ziele, Methodik, sowie Datenverarbeitung und -vertraulichkeit der Studie und bildet somit den formellen Rahmen des Interviews. Die Aufwärm- und Einstiegsphase erlaubt dem Interviewten, eventuelle Hemmungen gegenüber einer potenziell neuen Situation Herr zu werden. Kommunikative Hemmungen werden durch möglichste offene Fragen abgebaut.

²⁸⁷ Vgl. MISOCH (2019), S. 68.

Dies ermöglicht dem Interviewten, auf die in der Hauptphase folgenden konkreten inhaltlichen Frage adäquat antworten zu können. Innerhalb der Ausklang- und Abschlussphase wird dem Interviewten die Möglichkeit eingeräumt, bis dato unerwähnte, aber relevante Informationen und Themen zu adressieren.²⁸⁸

Diesem Vorgehen folgt der der Untersuchung zugrundeliegende Interviewleitfaden. Beginnend mit der Darstellung aller relevanten Informationen im Rahmen der Studie wird die Identifikation der Position der interviewten Person und das Geschäftsmodell sowie die Branche des Unternehmens an den Anfang eines jeden Interviews gestellt. Die nachfolgenden Themengebiete werden in drei wesentliche Fragenkreise gegliedert. Sie ermöglichen es, adäquate Antworten auf die zuvor beschriebenen, konkretisierten Forschungsfragen zu erlangen. Im ersten Fragenkreis sollen Erkenntnisse über die grundsätzliche Einstellung des Interviewten über die Wahrnehmung von Kapitalmärkten in Erfahrung gebracht werden. Dazu sind die eingänglichen Fragen weiterhin sehr offengehalten. Wird der Kapitalmarkt als attraktiv wahrgenommen? Überwiegen die subjektiv wahrgenommenen Vor- den eventuellen Nachteilen? Neben den finanziellen Aspekten werden zudem öffentlichkeitswirksame Aspekte mit einbezogen. Gegen Ende des ersten Fragenkreises soll der Interviewte die zuvor getroffene, allgemeine Einstellung auf sein Unternehmen adaptieren. An dieser Stelle wird eine erste Einschätzung getroffen, ob der Kapitalmarkt zum Unternehmenswachstum beitragen kann und die Diversität der Unternehmensfinanzierung erhöhen kann.

Der zweite Fragenkreis zielt auf die möglicherweise intrinsisch wahrgenommene Heterogenität von börsennotierten Unternehmen und familiengeführten Mittelständlern ab. Qualitative Identifikationskriterien von mittelständischen Unternehmen stehen hier im Vordergrund. Zudem wird eine Einschätzung über eventuelle wettbewerbsbedingte Abgrenzungsmerkmale des Mittelständlers gegenüber börsennotierten Unternehmen – sofern vorhanden – erfragt. Auch die gewählte strategische Positionierung wird in die Befragung mit einbezogen. Basieren Wiedererkennungswert, Außendarstellung und Unternehmensidentität auf Werten, die einem kapitalmarktorientierten Unternehmen nur selten oder schwierig zuzuschreiben sind?

Der dritte und abschließende Fragenkreis widmet sich einem weiteren qualitativen Abgrenzungsmerkmal von mittelständischen Unternehmen: Der Einheit aus Eigentum und Leitung. Handelt es sich bei dem Interviewten zwar um den Finanzentscheider des

²⁸⁸ Vgl. HELFFERICH (2019), S. 667 f. UND MISOCH (2019), S. 68.

Unternehmens, nicht aber um den Gesellschafter, so wird ergründet, ob er auf Basis einer engen Bindung zu seinen Gesellschaftern stellvertretend deren Haltung wiedergeben kann. Bei einer hypothetischen Aktienemission müssen Anteile abgegeben oder auf Anteile bei erwirtschafteten Gewinnen verzichtet werden. Um die Fungibilität der Anteile zu gewährleisten, ist eine ausreichende Menge der Aktien notwendig. Werden Stammaktien begeben, sinkt der Einfluss auf strategische Entscheidungen der Gesellschaft. Wichtige Entscheidungen können gegebenenfalls von Minderheitsrechten anderer Gesellschafter blockiert werden. Die Begebung von Vorzugsaktien kann nur mit der erhöhten Zahlung einer Dividende erkaufte werden. Abschließend erfolgt eine erneute Einschätzung des Interviewten gegenüber dem Kapitalmarkt als alternative Finanzierungsform – und – inwiefern das geführte Interview einen Einfluss auf eine eventuell abgeänderte Haltung hatte.

Die im Rahmen der Studie geführten Interviews des zweiten Untersuchungsarms folgten demselben Interviewleitfaden. Im Vergleich zum ersten Interviewarm wird hier jedoch an geeigneten Stellen auf die Ergebnisse des ersten Interviewarms verwiesen um die Meinung der Experten einzuordnen.

2.6.2.2 Auswahl geeigneter Unternehmen und Interviewpartner

Die zugrundeliegende Forschungsfrage bedingt die Ausgestaltung des Interviewleitfadens. Zur Erlangung substanzieller Forschungsergebnisse durch den Interviewleitfaden ist die Auswahl der

1. Interviewpartner und
2. Unternehmen

von signifikanter Bedeutung. So definiert sich die Zielgruppe der Interviews über die vorrangigen Finanzentscheider des Unternehmens, also der Personen, die Vor- und Nachteile einer hypothetischen Finanzierung über den Kapitalmarkt abwägen können und die eine solche Entscheidung zu treffen vermögen. Dies können beispielsweise kaufmännische Geschäftsführer (Chief Financial Officer, CFO), geschäftsführende

Gesellschafter (Chief Executive Officer, CEO)²⁸⁹ sein oder auch von Familien eingesetzte Fremdgeschäftsführer.

Neben den Interviewpartnern sind die betrachteten jeweiligen mittelständischen Unternehmen das zweite Eingrenzungsmerkmal. Während die Finanzierung über Schuldscheine auch kleineren Mittelständlern zugänglich ist, bedarf es bei der Aktienemission einem gewissen Unternehmenswert. Um einen bestimmten Grad an Fungibilität zu gewährleisten sollten 25% der Anteile frei handelbar sein. Der Wert dieser Anteile darf die untere Grenze von 1,25 Mio. EUR nicht unterschreiten. Zudem müssen mindestens 10.000 Anteile handelbar sein. Definiert sind diese Grenzwerte durch den Prime Standard der deutschen Börse.²⁹⁰ Ein rechtlich mögliche Listung im Prime Standard sei somit ab einem Unternehmenswert von 5 Mio. EUR möglich. Erfahrungswerte spiegeln jedoch weitaus höhere Zahlen wider. Einer Studie des deutschen Aktieninstitutes, der Deutschen Börse und der Commerzbank²⁹¹ zufolge, sollten die Umsatzerlöse bei einer Listung im General und Entry Standard über 5 Mio. EUR und bei einer Listung im Prime Standard über 50 Mio.²⁹² EUR liegen. Der daraus resultierende Unternehmenswert beträgt, gemessen an branchentypischen Multiples, möglicherweise ein vielfaches der Umsatzerlöse. Da der Unternehmenswert insofern ein Abgrenzungskriterium widerspiegelt, wurde im Vorfeld eines möglichen Interviews der ungefähre Unternehmenswert auf Basis simpler EBIT-Multiples gebildet. Dazu wurde jeweils die zum Zeitpunkt eines potenziellen Interviews zuletzt veröffentlichten Multiples der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Deloitte genutzt.²⁹³ Der zur Bewertung herangezogene EBIT wurde aus dem jüngsten, verfügbaren Jahresabschluss des jeweiligen Unternehmens ermittelt. Quelle dafür war der Bundesanzeiger.

Somit folgt die Auswahl der Interviewpartner zu weiten Teilen der Methodik der absichtsvollen Stichprobenziehung, denn die für die Interviewstudie in Frage kommenden Unternehmen wurden vorab vom Forschenden definiert. Jedoch ist die Vermeidung eines bei dieser Methodik möglicherweise auftretenden Self-selection-bias ein wichtiger Faktor. Bei den Forschungsergebnissen sollte eine ausreichende Heterogenität

²⁸⁹ An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass die Bezeichnung „CEO“ im Allgemeinen nicht nur geschäftsführende Gesellschafter beschreibt. Diese hier in der Arbeit verwendete Definition gilt der Abgrenzung zu interviewten CFO und der damit einhergehenden Identifikation als das Unternehmen leitende Gesellschafter.

²⁹⁰ Vgl. HANDELSBLATT RESEARCH INSTITUTE, o. J., S. 6.

²⁹¹ Name der Studie: „Kapitalmarktorientierung und Finanzierung mittelständischer Unternehmen“.

²⁹² Vgl. HANDELSBLATT RESEARCH INSTITUTE, o. J., S. 8.

²⁹³ Vgl. DELOITTE (2022) S. 15 ff.

vorliegen.²⁹⁴ Dem self-selection-bias wird jedoch insoweit entgegengewirkt, als dass die Anzahl der in der Bundesrepublik Deutschland vorhandenen, ausreichend großen mittelständischen Unternehmen die Anzahl der für eine ausreichend fundierte Studie notwendigen übertrifft.

Um eine Studie als fundiert betrachten zu können, wird in der Regel das Kriterium der Sättigung herangezogen. An ihr orientiert sich die optimale Stichprobengröße. Sie beschreibt im Allgemeinen den Zeitpunkt, ab dem die Einbeziehung weiterer Fälle keinerlei neue Informationen generiert.²⁹⁵

Die Darstellung der qualitativen Abgrenzungsmerkmale von mittelständischen Unternehmen²⁹⁶ provoziert mögliche Interessenskonflikte zwischen Interviewpartnern in der Rolle als Finanzentscheider und Interviewpartner in der Rolle als Unternehmenseigentümer. Die Einheit aus Eigentum und Leitung der betrachteten mittelständischen Unternehmen oder das Identifikationsmerkmal des Familienunternehmens kann bei dem Gang an die Kapitalmärkte womöglich nicht mehr vollumfänglich gelten. Zu groß wäre der Anteil, der im Freefloat befindlichen Unternehmensanteile.

2.6.2.3 Dokumentation der Interviews

Im Rahmen der Studie konnten insgesamt 10 Interviewpartner für eine Teilnahme am Studienstrang A gewonnen werden. Innerhalb der Studienteilnehmer konnten dabei sowohl geschäftsführende Gesellschafter, (Fremd-)Geschäftsführer und kaufmännische Geschäftsführer akquiriert werden. Somit zeigen sich die zentralen Akteursgruppen bei unternehmerischen Finanzierungsstrategien vertreten. Die vorhandene Stichprobengröße erfüllt somit einerseits das Kriterium der Heterogenität im Sinne der absichtsvollen Stichprobenziehung als auch eine ausreichende Stichprobengröße im Sinne des theoretischen Kriteriums der Sättigung. So konnte im Verlauf der Interviewstudie bei den zeitlich zuletzt stattfindenden Interviews durch den Forschenden festgestellt werden, dass wenig bis keine neuen Erkenntnisse mehr durch die Interviewpartner auftraten. Die Mindestanzahl von sechs Interviews, welche die Grenze für die Feststellung zentraler

²⁹⁴ Vgl. KURZ ET AL. (2009), S. 467 f. und SCHREIER (2011), S. 245.

²⁹⁵ Vgl. SCHREIER (2020), S. 27.

²⁹⁶ Vgl. Kapitel 2.1.2.

Erkenntnisse darstellt, wurde somit übertroffen.²⁹⁷ Weiterhin konnte ein Interviewpartner im europäischen Ausland für die Studie gewonnen werden. Da der Fokus jedoch auf dem deutschen Mittelstand liegt, seien die gewonnenen Erkenntnisse dieser Interviews nur mit ergänzendem Charakter gekennzeichnet.

Im Rahmen der durchgeführten Interviews mit Adressaten des Studienstrangs B konnten 7 Teilnehmer aus den Bereichen Steuer-, Strategie und Finanzberatung gewonnen werden. Auch dieser Teilbereich der Studie erfüllt somit das Kriterium der Heterogenität im Sinne der absichtsvollen Stichprobenziehung und eine ausreichende Anzahl, um das Kriterium der Sättigung zu erfüllen, wenn auch weniger deutlich als in Studienstrang A.

Die Gesamtzahl der gewonnenen Interviewpartner dieser Dissertationsstudie beträgt somit 17. Durch die jeweils eigenständige Erfüllung der zuvor genannten Kriterien innerhalb der beiden Studienstränge können diese auch als erfüllt in Hinblick auf die gesamtheitliche Studie betrachtet werden.

Die folgende Tabelle 5.1 gibt einen Überblick der teilnehmenden Entscheidungsträger.

²⁹⁷ Vgl. GUEST ET AL. (2006), S. 59.

Nummer	Unternehmens- branche	Ausgeübte Funktion	Durchführung	Strang
1	Health Care	Geschäftsführender Gesellschafter	Persönlich	A
2	Health Care	Geschäftsführender Gesellschafter	Digital	A
3	Industrials	Geschäftsführender Gesellschafter	Persönlich	A
4	Industrials	Geschäftsführender Gesellschafter	Digital	A
5	Industrials	Geschäftsführer	Digital	A
6	Industrials	Kaufmännischer Leiter	Telefonisch	A
7	Industrials	Geschäftsführer	Digital	A
8	Industrials	Geschäftsführender Gesellschafter	Digital	A
9	Industrials	Geschäftsführender Gesellschafter	Persönlich	A
10	Industrials	Geschäftsführender	Digital	A
11	Consulting	Steuerberater	Digital	B
12	Consulting	Steuerberater	Persönlich	B
13	Consulting	Strategieberater	Digital	B
14	Consulting	Steuerberater	Digital	B
15	Consulting	Finanzberater	Digital	B
16	Consulting	Steuerberater	Digital	B
17	Consulting	Strategieberater	Digital	B

Tabelle 5.1: Übersicht der Interviewpartner, eigene Darstellung.

Die dargestellten Interviews wurden im Zeitraum vom 05. April 2023 bis 18. April 2024 durchgeführt. Die Interviews wurden sowohl persönlich als auch digital als auch telefonisch durchgeführt, wobei persönliche und digitale Durchführung sowohl vom Forschenden als auch von den Interviewpartnern bevorzugt wurde. Aufgrund der geographischen Nebenbedingungen konnte die präferierte Art und Weise jedoch nicht vollumfänglich genutzt werden.

Während der Interviews wurden Audioaufzeichnungen durch den Forschenden erstellt. Dafür wurde vorab das mündliche Einverständnis der Interviewpartner eingeholt. Diesem

Vorgehen verwehrte sich keiner der Teilnehmer. Ein Interviewpartner wünschte die Aushändigung des im Anschluss an das Interview erstellten Transkriptes zur finalen Freigabe der Verwendung für die hier erfolgte Studie. Alle durchgeführten Interviews konnten für die Studie genutzt werden.

Die weiterverarbeiteten Transkripte der Interviews wurden im Zuge der tiefergehenden Forschung als Basis der folgenden Arbeitsschritte verwendet. Somit erfolgte dies nicht mehr durch die Primärdaten der Audioaufzeichnungen. Im Falle der inhaltsanalytischen Auswertung ist eine Beschränkung auf die Transkription gesprochener Elemente für das Forschungsinteresse ausreichend.²⁹⁸ Auf die Transkription nonverbaler Elemente, wie es in den Kommunikationswissenschaften oder der linguistischen Forschung der Fall ist, kann somit verzichtet werden. Weiterhin wurde das gesprochene Wort mittels standardorthografischer Transkription niedergeschrieben.²⁹⁹

1.	Nummerierung der Transkription für präzise Zitation
2.	Kennzeichnung der Redeabschnitte mit F („Forschender“) und I („Interviewpartner“) sowie Zeitangabe der Audioversion
3.	Wörtliche Transkription, jedoch ohne Füllworte
4.	Glättung umgangssprachlicher Wendungen
5.	Verzicht auf Transkription von eingeworfenen Worten der jeweils anderen Person (z.B. „ehm, „aha“)

Tabelle 5.2: Transkriptionsregeln der Interviews, eigene Darstellung

Unterstützend wirkte das von MAXQDA zur Verfügung gestellte, KI-basierte Tool zur automatisierten Transkription der Audiomitschnitte. Diese Software transkribierte die Audiodateien in einem ersten Schritt und erstellte die Grundlage der späteren zur Auswertung verwendeten Transkripte. Eine anschließende Wort für Wort getreue Überprüfung und Überarbeitung seitens des Forschenden war jedoch unabdingbar, da die KI-basierte Softwarelösung keine ausreichende Güte hinsichtlich der in Tabelle 5.2 beschriebenen Transkriptionsregeln erzielen konnte.

Eine Anonymisierung der durchgeführten Interviews erfolgt seitens des Forschenden erst bei dedizierter Verwendung einzelner Textpassagen in der hier niedergeschriebenen Arbeit. Dies erfolgt sowohl zum Schutz der Interviewten als auch der dahinterstehenden Unternehmen. Auf eine Anonymisierung zum Zeitpunkt des Erstellens der jeweiligen

²⁹⁸ Vgl. KUCKARTZ/RÄDIKER (2014), S. 43 f.

²⁹⁹ Vgl. MISCH (2019), S. 266 f.

Transkripte wurde aus Gründen der späteren Nachvollziehbarkeit der in den Interviews getätigten Aussagen verzichtet.

2.6.3 Datenauswertung und Vorgehen der Qualitativen Inhaltsanalyse

Das Spektrum der qualitativen Forschung bietet eine nahezu unüberschaubare Bandbreite mit ebenso breiter Verteilung der wissenschaftlichen Ansätze. Da diese Forschungsarbeit im deutschsprachigen Raum mit zentralem Fokus auf die einzigartige deutsche Unternehmenskultur und ihr Selbstverständnis ausgelegt ist, erfolgt die Datenauswertung der Studienergebnisse nach der im deutschsprachigen Raum meist verwendeten Methode: Der qualitativen Inhaltsanalyse nach Mayring.³⁰⁰

2.6.3.1 Qualitative Inhaltsanalyse nach Mayring

Die gewählte Methodik zur Beantwortung der aufgeworfenen Forschungsfrage verlangt nach einem strukturierten und systematischen Vorgehen. Die qualitative Inhaltsanalyse nach Mayring eignet sich für die Textanalyse von Interviews, Dokumenten und anderen qualitativen Daten in besonderem Maße.

Deren Inhalt lässt sich in drei zentrale Bestandteile zerlegen³⁰¹:

1. Zusammenfassung
2. Explikation
3. Strukturierung

Ziel aller drei Vorgehensweisen ist es, durch Methodik eine klare, nachvollziehbare Struktur in der Analyse der Daten sicherzustellen. Die Analysetechnik der Zusammenfassung beschreibt in diesem Zusammenhang die Konsolidierung des Materials zu wesentlichen, prägnanten Inhalten, ohne dabei das Grundmaterial in seiner Wesentlichkeit und Aussagekraft zu beschränken. Das methodische Vorgehen der Explikation beschreibt die systematische Erweiterung und Anreicherung des vorliegenden Materials durch weiteres Material, um zu seinem allgemeinen Verständnis beizutragen. Strukturierung beschreibt die systematische Zuordnung einzelner

³⁰⁰ Vgl. DÖRING/BORTZ (2016), S. 542 und BOGNER ET AL. (2014), S. 72.

³⁰¹ Vgl. MAYRING (2015), S. 67.

Testsegmente, -passagen und -stellen zu deduktiv oder indikativ gebildeten Kategorien.³⁰²

Welche der beschriebenen Analysetechniken als Instrument der Wahl zur Analyse vorliegender qualitativer Daten herangezogen wird, sollte dabei stets unter Berücksichtigung ebenjener Daten erfolgen. Mayring betont, dass diese drei Analysetechniken unabhängig voneinander zu verstehen sind und keinesfalls bedingt oder sequenziell durchgeführt werden sollten.³⁰³

Mit Blick auf die dieser Dissertation zugrundeliegenden Studieninhalte fällt die Wahl der Analysetechnik auf die Strukturierung. Eine Zusammenfassung der Studieninhalte erscheint unter Anbetracht der Nutzung von leitfadengestützten Interviews, welche per se eine Sicherstellung des Interviews im Kontext der Forschungsfragen gewährleisten, als nicht notwendig. Ebenso ist die Explikation durch die vom Forschenden zugelassene Offenheit der leitfadengestützten Interviews weniger bedeutend. Vielmehr ist die Bereitstellung von dediziertem Wissen des Forschenden zu möglichen Ausgestaltungsformen essenzieller Bestandteil der Interviews. Wesentlicher Bestandteil der methodischen Auswertung ist daher die Strukturierung einzelner, getroffener Aussagen in ebenjenen Interviews. Die Analysetechnik der Strukturierung kann dabei wiederum in vier verschiedene Ausgestaltungsformen unterschieden werden:

1. Formale Strukturierung
2. Inhaltliche Strukturierung
3. Typisierende Strukturierung
4. Skalierende Strukturierung

Die formale Strukturierung stellt dabei das Herausarbeiten formaler Merkmale des untersuchten Textes in den Vordergrund. Die inhaltliche Strukturierung subsummiert bestimmte inhaltliche Aspekte des untersuchten Materials unter zuvor definierten Kategorien. Die typisierende Strukturierung wird genutzt, um typische Muster, Verhaltensweisen oder Aussagen zu identifizieren. Dabei werden wiederkehrende Muster extrahiert und zu „Typen“ zusammengefasst. Die skalierende Strukturierung wird verwendet, wenn Aussagen nach bestimmten Kriterien bewertet oder skaliert werden sollen, z.B. wie stark eine Person eine bestimmte Meinung äußert.³⁰⁴

³⁰² Vgl. MAYRING (2015), S. 67.

³⁰³ Vgl. MAYRING (2015), S. 67.

³⁰⁴ Vgl. MAYRING (2015), S. 99.

Da in dieser Dissertation der Schwerpunkt auf der inhaltlichen Analyse des vorliegenden Materials liegt, wurde die inhaltliche Strukturierung als geeignete Methode gewählt. Daher wird dem wie folgt beschriebenen Schema nach Mayring im Rahmen der Auswertung der durchgeführten Studie gefolgt.

Mayring definiert den standardisierten Ablauf durch ein insgesamt zehn Schritte umfassenden Schema³⁰⁵:

1. Bestimmung der Analyseeinheiten
2. Theoriegeleitete Festlegung der Hauptkategorien
3. Zusammenstellung des Kategoriensystems
4. Formulierung von Definitionen, Ankerbeispielen und Kodierregeln
5. Materialdurchlauf: Fundstellenbezeichnung
6. Materialdurchlauf: Bearbeitung und Extraktion der Fundstellen
7. Überarbeitung und Revision von Kategoriensystem und -definitionen
8. Paraphrasierung des extrahierten Materials
9. Zusammenfassung pro Kategorie
10. Zusammenfassung pro Hauptkategorie

Die Tabelle 6.1 stellt die Adaption des von Mayring postulierten Ablaufschemas auf die hier vorliegende Studie dar.

³⁰⁵ Vgl. MAYRING (2015), S. 98 ff.

Ablaufschema nach Mayring	Adaption im Rahmen dieser Dissertation
(1) Bestimmung der Analyseeinheiten	Die transkribierten Interviews werden als Analyseeinheiten verwendet.
(2) Theoriegeleitete Festlegung der Hauptkategorien	Auf Basis der im Rahmen der theoretischen Grundlagen thematisierten Sachverhalte in Bezug auf kapitalmarktbasierende Mittelstandsfinanzierung wurden Hauptkategorien definiert. Die Entwicklung erfolgte deduktiv.
(3) Zusammenstellung des Kategoriensystems	Durch Präzisierung der deduktiven Hauptkategorien konnte das detaillierte Kategoriensystem entwickelt werden.
(4) Formulierung von Definitionen, Ankerbeispielen und Kodierregeln	Diese Hauptkategorien wurden im Folgenden definiert und mit Ankerbeispielen fixiert. Ergänzend wurden Kodierregeln definiert.
(5) Materialdurchlauf: Fundstellenbezeichnung	Es folgte der erste Materialdurchlauf.
(6) Materialdurchlauf: Bearbeitung und Extraktion der Fundstellen	Die ermittelten Kodierungen wurden extrahiert. Anschließend wurde der erste Kodiervorgang im Detail analysiert.
(7) Überarbeitung und Revision von Kategoriensystem und -definitionen	Die Überarbeitung der Kodierungen und der Kodierdefinitionen folgte (auch) im Rahmen der Interkoderüberprüfung.
(8) Paraphrasierung des extrahierten Materials	Die inhaltliche Aufarbeitung der Studie folgt in Kapitel 3.
(9) Zusammenfassung pro Kategorie	Die inhaltliche Aufarbeitung der Studie folgt in Kapitel 3.
(10) Zusammenfassung pro Hauptkategorie	Die inhaltliche Aufarbeitung der Studie folgt in Kapitel 3.

Tabelle 6.1.: Adaption des Ablaufschemas für inhaltliche strukturierte qualitative Inhaltsanalyse nach Mayring im Rahmen der vorliegenden Dissertation, eigene Darstellung.

Die Schleifen im Rahmen der Interkoderüberprüfung³⁰⁶, welche im Zuge der inhaltlichen Diskussion und Validierung der Studienergebnisse durchgeführt wurden, resultierten in der in Kapitel 3 letztendlich vorliegenden Auswertung. Das in diesem Kapitel beschriebene Vorgehen wurde mittels der Software MAXQDA gestützt. Die Software unterstützt dabei bei den einzelnen Schritten der inhaltlichen Analyse nach Mayring und stellt prozessuale Kohärenz sicher.

³⁰⁶ Siehe Kapitel 2.5.3.3.

2.6.3.2 Kategoriensystem der Qualitativen Inhaltsanalyse

Wesentlicher Bestandteil zur Auswertung der durch die Interviews erhaltenen Erkenntnisse stellt das Kategoriensystem der qualitativen Inhaltsanalyse dar.³⁰⁷ Das in dieser Arbeit verwendete Kategoriensystem fußt dabei auf deduktiv gebildeten Kategorien. In Anbetracht des zentralen Zieles dieser Arbeit, neues Wissen zu generieren, stehen diese im Einklang mit der zuvor definierten notwendigen Offenheit gegenüber dem Forschungszweck.³⁰⁸

Die Erstellung der deduktiven Kategorien erfolgte anhand der zuvor analysierten Literatur. Insbesondere die nicht einheitliche Definition des *Mittelstands*, welche sowohl quantitative als auch qualitative Merkmale beinhaltet, in Verbindung mit dem, dem Mittelstand nachgesagten, Selbstverständnis und damit einhergehender Abgrenzung von kapitalmarktorientierten Großkonzernen³⁰⁹, spielte für die Kategorisierung eine entscheidende Rolle. Anhand der in Kapitel 2.4.2³¹⁰ konkretisierten Fragestellungen wurden Hauptkategorien gebildet. Diese wiederum erhielten Subkategorien, die einzelnen Aussagen und Textpassagen der transkribierten Interviews zugeordnet wurden.

Forschungsfrage 1:

Ist der Kapitalmarkt aus finanzieller und öffentlichkeitswirksamer Sicht attraktiv für bereits etablierte Mittelständler?

Hauptkategorie	Subkategorie
Attraktivität des Kapitalmarktes	Interesse an weiterer Finanzierungsmöglichkeit
	Wahrnehmung als Finanzierungsalternative
	Notwendigkeit Unternehmenswachstum
	Wahrnehmung als Wachstumsbeschleuniger
	Hemmnisse/Herausforderungen des Kapitalmarktes

Tabelle 7.1.: Haupt- und Subkategorie(n) der ersten Forschungsfrage, eigene Darstellung.

Zur Beantwortung der ersten, konkretisierten Forschungsfrage, ob der Kapitalmarkt für mittelständische Unternehmen eine ernstzunehmende Finanzierungsalternative zu den

³⁰⁷ Vgl. MAYRING/FENZEL (2019), S. 634.

³⁰⁸ Vgl. HELFFERICH (2019), S. 669 f.

³⁰⁹ Insb. auch was Unternehmenswert und -kultur betrifft.

³¹⁰ Siehe Kapitel 2.4.2.

bisherigen, klassischen Finanzierungsformen darstellt, soll mit der ersten Hauptkategorie die Attraktivität erhoben werden. Grundlage dieser Attraktivität stellt einerseits ein vorhandenes Interesse des Mittelstands an einer Finanzierungsmöglichkeit dar. Weiterhin muss der Kapitalmarkt aber auch als Alternative wahrgenommen werden, um ein potenzielles Interesse bedienen zu können. Neben den rein finanziellen Aspekten wird die Attraktivität des Kapitalmarktes in der Theorie auch durch die potenzielle, öffentliche Reichweite begründet. Analog zu den finanziellen Subkategorien liegt die Prämisse, mit der dieses Argument die Attraktivität des Kapitalmarktes unterstreichen möchte, in der Notwendigkeit nach Unternehmenswachstum in Kombination mit der Wahrnehmung des Kapitalmarktes als Werkzeug für ebendieses Wachstum. Letztendlich stehen der Attraktivität aber auch Hürden entgegen. Diese Hürden, Herausforderungen oder Hemmnisse können zum einen aufgrund der subjektiven Einstellung der Entscheidungsträger existieren. Zum anderen kann ihre Existenz aufgrund von objektiven Herausforderungen, in etwa den beschriebenen regulatorischen Anforderungen oder entstehenden Kosten, bestehen.

Der Kapitalmarkt möchte sich nachdrücklich dem Mittelstand empfehlen. Auch seitens des Gesetzgebers werden Anstrengungen unternommen, die Attraktivität des Kapitalmarktes für Mittelständler zu erhöhen. Doch ob diese Bemühungen und seitens des Mittelstands aufgegriffen werden, gilt es dringend zu untersuchen.

Forschungsfrage 2:

Kann der Gang an den Kapitalmarkt ggf. auch im Gegensatz zur Positionierung als familiengeführtes, mittelständisches Unternehmen stehen?

Hauptkategorie	Subkategorie
Unternehmenskultur/Unternehmenspositionierung	Identifikation als Mittelständler
	Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen
	Wertvorstellungen als Mittelständler
	Divergenz eigener Werte zur Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen

Tabelle 7.2.: Haupt- und Subkategorie(n) der zweiten Forschungsfrage, eigene Darstellung.

Die zweite, konkretisierte Forschungsfrage zielt explizit auf die Identifikation und die Charakteristika des Mittelstands ab. Zählen die Interviewten ihr Unternehmen zum

klassischen Mittelstand? Und wie wird dieses Charakteristikum im Sinne der Unternehmenskommunikation und -positionierung – auch als Abgrenzungsmerkmal zu meist größeren, börsennotierten Unternehmen – genutzt?

Die Identifikation als mittelständisches Unternehmen bezieht sich dabei sowohl auf eingangs dargestellte quantitative als auch qualitative Merkmale, wobei Zweck der Untersuchung in diesem Bereich explizit auf das Zugehörigkeitsgefühl mit dem Mittelstand abzielt, welches in erster Linie mit ebenjenen qualitativen Kriterien einhergeht. Um eine Abgrenzung zwischen Mittelstand und kapitalmarktorientierten (Groß-)Unternehmen auf Basis dieser qualitativen Ebene darlegen zu können, muss zudem die Wahrnehmung von kapitalmarktorientierten Unternehmen durch die interviewten Entscheidungsträger beleuchtet werden. Im Anschluss daran kann womöglich, auch nach Beleuchtung der Wertvorstellungen der Interviewten, eine mögliche Divergenz qualitativer Abgrenzungsmerkmale zwischen Mittelstand und kapitalmarktorientierten Unternehmen belegt werden.

Forschungsfrage 3:

Ist der Grad an Kontrollverlust durch Abgabe von Unternehmensanteilen ausschlaggebend für eine Verweigerung der Kapitalmärkte?

Hauptkategorie	Subkategorie
Kontrollverlust	Strategische Entscheidungshoheit
	Kontrollverlust einhergehend mit Kapitalmarktfinanzierung
	Nutzung verschiedener Ausgestaltungsformen
	Meinungsänderung nach Erläuterung der Ausgestaltungsformen

Tabelle 7.3.: Haupt- und Subkategorie(n) der dritten Forschungsfrage, eigene Darstellung.

Die dritte, konkretisierte Forschungsfrage stellt einen möglichen Kontrollverlust der Unternehmensgesellschafter als entscheidenden Grund zur Verweigerung des Kapitalmarktes als Finanzierungsalternative in den Raum. Zur adäquaten Beantwortung dieser Frage ist es zunächst von Relevanz, ob die strategische Entscheidungshoheit über die zukünftige Ausrichtung und Entwicklung der Unternehmung als zentrales Element eines Mittelstand-Gesellschafters verstanden wird.³¹¹ Kann dieser in der Literatur

³¹¹ Im Falle eines interviewten Fremdgeschäftsführers wurde dieser an der Stelle gebeten, sich in die Lage seines Gesellschafters zu versetzen.

genannte Faktor durch die Studie belegt werden, so muss ein – zumindest in den Augen der Interviewten – Kausalzusammenhang zwischen befürchtigtem Kontrollverlust und Finanzierung über den Kapitalmarkt untersucht werden. Denn neben vielen anderen ebenfalls nennenswerten Verweigerungsgründen für ebenjene Finanzierungsform müsste laut Literatur ein bedingter Kontrollverlust mitunter am schwersten wiegen. Inwieweit ein solcher Kontrollverlust durch verschiedenste Ausgestaltungsformen des Kapitalmarktzugangs beschränkt bzw. ausgehebelt werden kann, ist Grundlage der dritten Subkategorie. An diesem Punkt wurde vom Forschenden dediziert auf solche Ausgestaltungsformen hingewiesen. Die Nutzung dieser könne auf der Eigenkapitalseite etwa durch die Begebung von Vorzugsaktien geschehen und somit einen potenziellen Kontrollverlust seitens des Gesellschafters beschränken. Von bedeutender Relevanz zur korrekten Beantwortung der dritten, konkretisierten Forschungsfrage ist somit die vierte Subkategorie der Meinungsänderung des Interviewten. Wenn der Interviewte seine Meinung nach Erhalt neuer Informationen vom Forschenden ändert, könnte man Unwissenheit als einen wichtigen Grund dafür identifizieren, dass der Kapitalmarkt als Finanzierungsalternative für den deutschen Mittelstand abgelehnt wird.

Auf Basis der transkribierten Interviews konnten im Verlauf der Studiauswertung insgesamt 518 Kodierungen durch den Forschenden bestimmten Textsegmenten zugeordnet werden.

Hauptkategorie	Subkategorie	Häufigkeit	Prozent
Attraktivität des Kapitalmarktes	Interesse an weiterer Finanzierungsmöglichkeit	48	9,27
	Wahrnehmung als Finanzierungsalternative	51	9,85
	Notwendigkeit Unternehmenswachstum	21	4,05
	Wahrnehmung als Wachstumsbeschleuniger	33	6,37
	Hemmnisse/Herausforderungen des Kapitalmarktes	54	10,42
Unternehmenskultur/Unternehmenspositionierung	Identifikation als Mittelständler	51	9,85
	Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen	52	10,04
	Wertevorstellungen als Mittelständler	34	6,56
	Divergenz eigener Werte zur Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen	44	8,49
Kontrollverlust	Strategische Entscheidungshoheit	36	6,95
	Kontrollverlust einhergehend mit Kapitalmarktfinanzierung	45	8,69
	Nutzung verschiedener Ausgestaltungsformen	40	7,72
	Meinungsänderung nach Erläuterung der Ausgestaltungsformen	9	1,74
	GESAMT	518	100,00

Tabelle 8.1.: Codehäufigkeit nach Subkategorien, eigene Darstellung.

Der Hauptkategorie Attraktivität des Kapitalmarktes wurden 39,96% aller Kodierungen zugewiesen, der Hauptkategorie Unternehmenskultur/Unternehmenspositionierung

34,94% und der Hauptkategorie Kontrollverlust 25,10%. Alle drei aus den spezifizierten Forschungsfragen abgeleiteten Hauptkategorien wurden in der Studiauswertung nahezu gleichwertig berücksichtigt. Die aus den Hauptkategorien hervorgehenden Subkategorien ließen sich vollumfänglich den entsprechenden Textsegmenten zuordnen. Lediglich auf die Subkategorie Meinungsänderung nach Erläuterung der Ausgestaltungsformen entfiel mit neun Kodierungen ein auffällig geringer Anteil.

2.6.3.3 Wahrung der Gütekriterien

Der Wahrung der Gütekriterien wissenschaftlicher Forschung kommt eine essenzielle Bedeutung zu. Dies gilt ebenso – oder sogar im Besonderen - für die qualitative Inhaltsanalyse als Teil der qualitativen Methoden. Denn Forschung auf qualitativer Ebene unterscheidet sich diametral von quantitativer Forschung. Sie ist oft flexibler und weniger standardisiert. Das macht die Wahrung bestimmter Gütekriterien umso wichtiger. Die Adaption von Gütekriterien der quantitativen Forschung – Objektivität, Reliabilität und Validität - auf die qualitative Forschung gelingt im weiten Spektrum der Wissenschaft jedoch nicht einheitlich. Vielmehr wird im Rahmen wissenschaftlicher Diskussionen die Adaptionsfähigkeit dieser Gütekriterien und deren Umfang hinterfragt.³¹² Die Meinungen reichen dabei von vollständiger Adaption bis hin zur vollständigen Neudefinition der Gütekriterien.

Die in dieser Arbeit angewandte Methodik der qualitativen Inhaltsanalyse nach Mayring bietet im Rahmen dieser Diskussion die Möglichkeit, einen Mittelweg zu wählen, da sie eine analytische Auswertung durch eine strikt systematische und regelgeleitete Vorgehensweise gewährleistet. Letztendlich ermöglicht die analytische Segmentierung und Codierung einzelner Interviewpassagen beider Studienstränge die Wahrung der quantitativen Gütekriterien.³¹³

Es folgt der logischen Konsequenz, bei Wahl der Forschungsmethode nach Mayring auch die von ihm selbst definierten Qualitätskriterien zu verwenden. Weiterhin wird unter Zuhilfenahme der Interkoderreliabilität dem Qualitätskriterium der Reliabilität Rechnung getragen.³¹⁴

³¹² Vgl. MAYRING (2015), S. 123 ff. und KUCKARTZ (2018), S. 201 ff.

³¹³ Vgl. MAYRING (2015), S. 12 f.

³¹⁴ Vgl. MISCH (2019), S. 251.

Mayring gliedert die Güterkriterien qualitativer Forschung dabei in sechs zentrale Punkte³¹⁵:

1. Verfahrensdokumentation
2. Argumentative Interpretationsabsicherung
3. Regelgeleitetheit
4. Gegenstandsangemessenheit
5. Kommunikative Validierung
6. Triangulation

Diese sechs zentralen, nach Mayring definierten, Gütekriterien qualitativer Forschung verfolgen dabei Ziele zur Wahrung der allgemeinen Güte der Forschungsarbeit. Im Folgenden wird daher beschrieben, wie diese Aspekte zur Zielerreichung beitragen und wie sie im Rahmen der hier vorliegenden Arbeit berücksichtigt wurden.

Verfahrensdokumentation

Ziel der Verfahrensdokumentation ist die detaillierte Dokumentation der angewandten Forschungsmethode. Die Forschung soll für Andere nachvollziehbar und überprüfbar sein.³¹⁶ Anderen Forschern soll es ermöglicht werden, den Forschungsprozess in allen Schritten, von der Datenerhebung bis hin zur Auswertung, nachzuvollziehen und die erzielten Ergebnisse einzuordnen. Diesem Ziel trägt die hier vorliegende Arbeit durch die detaillierte Beschreibung des Auswahlprozesses der Forschungsmethode³¹⁷ mit einhergehenden konkretisierten Forschungsfragen³¹⁸ auf Basis der zuvor getätigten Literaturrecherche, der Beschreibung zur Datenerhebung und Gestaltung des Interviewleitfadens³¹⁹, der Definition beider Studienarme inklusive einhergehender Intention des Forschenden³²⁰ sowie der Darstellung der Auswahlkriterien der Interviewpartner³²¹ Rechnung. Die im Umfang der theoretischen Grundlagen beschriebene Intention des deutschen Mittelstands, seine bisher wenig diversifizierte Grundlage der Unternehmensfinanzierung, unter Berücksichtigung seiner Aversion gegenüber potenzieller Mitsprache- oder Mitentscheidungsrechte Dritter zu

³¹⁵ Vgl. MAYRING (2016), S. 144 ff.

³¹⁶ Vgl. MAYRING (2016), S. 144 f.

³¹⁷ Vgl. Kapitel 2.5.2.

³¹⁸ Vgl. Kapitel 2.4.2.

³¹⁹ Vgl. Kapitel 2.5.2.1.

³²⁰ Vgl. Kapitel 2.5.2.

³²¹ Vgl. Kapitel 2.5.2.2.

diversifizieren, ist ebenso diametraler Bestandteil der durchgeführten Studie und wird durch die vom Forschenden gewählte Kodierung berücksichtigt.³²²

Argumentative Interpretationsabsicherung

Dem Gütekriterium der argumentativen Interpretationsabsicherung kommt im Rahmen der qualitativen Forschung ein wichtiger Bestandteil zu. Sie ist, im Gegensatz zu quantitativer Forschung, nicht gesetzt und muss daher argumentativ begründet werden.³²³ Die vorliegende Arbeit entspricht dieser Anforderung durch die breite sowie detaillierte Besprechung der der Studie zugrundeliegenden Annahmen und Diskussionsgrundlagen im Kontext der Mittelstandsfinanzierung sowie einer potenziellen Ergänzung um kapitalmarktbasierende Finanzierungsformen. Die gewählten Codes, auf Basis der hergeleiteten und auf der Theorie basierenden, konkretisierten Forschungsfragen, tragen dieser argumentativen Interpretationsabsicherung Rechnung. Ergänzt wird sie durch die Absicherung und Objektivierung der Codierung im Rahmen der Interkoderüberprüfung.

Regelgeleitetheit

Die Regelgeleitetheit im qualitativen Vorgehen gewährleistet die Nutzung der Vorteile bewährter Techniken und das Umgehen ihrer potenziellen Nachteile. Dadurch wird die Qualität der qualitativen Forschung gesteigert. Zudem ermöglicht die Regelgeleitetheit die notwendige intersubjektive Nachprüfbarkeit, die auch in der qualitativen Forschung gefordert wird.³²⁴

Durch die Konzeption des Interviewleitfadens auf Basis breiter wissenschaftlicher Grundlagen und der Orientierung an wissenschaftlichem Standard wird die Regelgeleitetheit in der vorliegenden Arbeit sichergestellt. Auch der idealtypische Ablauf wird berücksichtigt und umgesetzt.³²⁵ Neben der Gestaltung des leitfadengestützten Interviews zeichnet sich insbesondere die Auswertungsmethode nach Mayring durch eine hohe Regelgeleitetheit aus.

³²² Vgl. Kapitel 2.5.3.1.

³²³ Vgl. MAYRING (2016), S. 145.

³²⁴ Vgl. MAYRING (2016), S. 145 f.

³²⁵ Vgl. Kapitel 2.5.2.1.

Gegenstandsangemessenheit

Der Gegenstandsangemessenheit kommt ein weiterer essentieller Bestandteil im Rahmen der qualitativen Forschung zu. Sie ermöglicht die Interpretationen im Rahmen der Studie. Mayring empfiehlt eine enge Verknüpfung mit den Arbeitswelten der Interviewpartner.³²⁶

Die vorliegende Arbeit wird diesem Kriterium durch die vorgelagerte Auswahl potenzieller Interviewpartner gerechet. So wurden nur Unternehmen, bzw. deren Entscheidungsträger kontaktiert, welche die Mittelstandskriterien erfüllen und offensichtlich bis dato nicht über den Kapitalmarkt finanziert werden. Auch die Auswahl der Interviewpartner auf Beraterseite erfolgte ausschließlich im Einklang mit deren beratendem Schwerpunkt im Segment Mittelstand und Finanzierung.³²⁷

Kommunikative Validierung

Der Prozess der kommunikativen Validierung folgt dem Ansatz, in Erstinterviews erzielte Erkenntnisgewinne durch einen erneuten Durchlauf mit den Interviewten zu diskutieren und somit zu validieren. Da den Interviewten in dem Segment des geführten Interviews eine ausgesprochene Kompetenz zugeschrieben wird, kann die Nutzung kommunikativer Validierung einen wichtigen Beitrag zur Ergebnisabsicherung leisten.³²⁸

Das Absicherungsinstrument der kommunikativen Validierung wurde in der vorliegenden Arbeit nicht im Sinne einer erneuten Durchführung aller Interviews genutzt, doch wurde im Rahmen der zuvor geführten Interviews an geeigneten Stellen, mit entsprechendem Diskussionspotenzial, auf getroffene Aussagen anderer Interviewpartner verwiesen. Dies erfolgte zwar jederzeit unter Wahrung der Anonymität, konnte somit aber Zu- oder Widerspruch der jeweiligen Interpartner aufnehmen. Auf diese Weise wurde dem Gütekriterium der kommunikativen Validierung Rechnung getragen. Zudem wurde in den durchgeführten Interviews des Studienstrang B Erkenntnisse aus Studienstrang A zur Diskussion verwendet.

Triangulation

Das Verständnis von Triangulation nach Mayring definiert sich über eine die Güte steigernde Vermischung verschiedener Analysearten. Damit kann eine Variation aus

³²⁶ Vgl. MAYRING (2016), S. 145.

³²⁷ Vgl. Kapitel 2.5.2.2.

³²⁸ Vgl. MAYRING (2016), S. 147.

qualitativer und quantitativer Forschung gemeint sein, aber auch beispielsweise die Nutzung verschiedener Datenquellen.³²⁹

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit wurde diesem Gütekriterium eine eher weniger große Bedeutsamkeit beigemessen. Dies erfolgte aufgrund der starken Fokussierung auf die argumentative Nahvollziehbarkeit, Regelgeleitetheit und Interkoderreliabilität. Zudem ist eine Annäherung an die Beurteilung, ob und unter welchen Umständen der Kapitalmarkt eine Finanzierungsalternative für den deutschen Mittelstand sein kann, in erster Linie durch qualitative Forschungsfragen als durch quantitative Einordnung zu meistern.

Der Interkoderreliabilität kommt im Rahmen der vorliegenden Arbeit ein wesentlicher Bestandteil bei der Wahrung von Gütekriterien zu. Sie kann als Operationalisierung der von Mayring benannten Gütekriterien³³⁰ verstanden werden. Denn lediglich bei gelungener Verfahrensdokumentation und systematisch vorhandener Regelgeleitetheit gelingt die subjektive Nachvollziehbarkeit einer zweiten Person.³³¹ Interkoderreliabilität bedeutet, dass mehrere Forschende, mindestens zwei, das Datenmaterial vorgelegt bekommen und aufeinander folgend die Kodierungen prüfen³³² und erfolgt sowohl als vollständige als auch ausschnittsweise Neukodierung.³³³ Daher gilt die Interkoderreliabilität als das herausragende Gütekriterium der qualitativen Forschung.³³⁴ Jedoch ist, wie es im Gebrauch der qualitativen Forschung des Öfteren ist, nicht abschließend dokumentiert, was unter Übereinstimmung von zwei Forschenden zu verstehen ist. Daher existieren drei gängige Definitionsansätze:³³⁵

1. Vorhandensein des Codes im Dokument
2. Häufigkeit des Codes im Dokument
3. Codeüberlappung an Segmenten von mindestens x-%

Die beiden Ausprägungsformen „Vorhandensein des Codes im Dokument“ und „Häufigkeit des Codes im Dokument“ sind im Gegensatz zur dritten Ausprägungsform

³²⁹ Vgl. MAYRING (2016), S. 148.

³³⁰ In erster Linie Verfahrensdokumentation und Regelgeleitetheit.

³³¹ Im Rahmen der durchgeführten Studie erfolgte die Überprüfung der Interkoderreliabilität durch einen am Lehrstuhl IRWP angestellten Tutor.

³³² Vgl. MISOCH (2019), S. 251.

³³³ Vgl. MAYRING/FENZEL (2019), S. 637.

³³⁴ Vgl. KUCKARTZ (2018), S. 205.

³³⁵ Vgl. RÄDIKER/KUCKARTZ (2019), S. 293.

„Codeüberlappung an Segmenten von mindestens x-%“ eher schwache Übereinstimmungskriterien.

Ersteres beschreibt das bloße Vorhandensein identischer Codes im jeweilig transkribierten Interview. Die Häufigkeit der vergebenen Codierung spielt dabei keine Rolle. Die zweite Ausprägungsform setzt darauf auf und berücksichtigt die Häufigkeit der Vergabe identischer Codierungen. Jedoch wird außer Acht gelassen, ob die Codierung an identischen Positionen im Transkript erfolgt.

Deshalb gilt die Berücksichtigung der Codeüberlappung als stärkstes Gütekriterium bei Überprüfung der Interkoderreliabilität. Hier wird sowohl das Vorhandensein als auch die Position der Codierung im Dokument berücksichtigt. Die Berücksichtigung der Codeüberlappung gilt daher auch als das gängigste Kriterium der qualitativen Inhaltsanalyse, da die Zuordnung von bestimmten Textstellen zu bestimmten Kategorien essenzieller Bestandteil ebenjener Forschungsmethode ist. Die Überlappung muss jedoch nicht vollumfänglich identisch sein, ein Toleranzbereich ist zulässig.³³⁶

Im Rahmen der Interkoderüberprüfung der hier verarbeiteten Studie wurde der Zweitkodierer zunächst inhaltlich an die Verfahrensweise der qualitativen Forschung durch leitfadengestützte Interviews herangeführt und sodann in das Themengebiet der Interkoderüberprüfung eingeführt. Dies erfolgte durch zwei gemeinsame Videocalls und inhaltliche Beschreibung der durchgeführten Studie sowie der gewählten Analysemethodik durch den Forschenden. Dabei wurde auf allgemeine Grundlagen der Interkoderüberprüfung und Analyse mittels MaxQDA eingegangen. Zudem wurde dem Zweitkodierer eine Art Anleitung seitens des Forschenden bereitgestellt. Diese beinhaltete sowohl eine tabellarische Auflistung der zu vergebenen möglichen Codes als auch Beispiele für vergebene Codes an Textsegmenten. Anschließend erfolgt eine Zweitkodierung des Zweitkodierers aller Interviews. Auf eine lediglich ausschnittsweise Kodierung wurde aus Gründen der Güte der Interkoderreliabilität verzichtet.

Als Mindestübereinstimmung wurde eine Codeüberlappung an Segmenten von mindestens 80% gewählt. Dieses Übereinstimmungskriterium wird zwar von Forschendem zu Forschendem individuell festgelegt, wichtig ist jedoch, dass eine ausreichende Überlappung erreicht wird, um von einer nachvollziehbaren Übereinstimmung beider Kodierer sprechen zu können. Der Toleranzbereich von 20%

³³⁶ Vgl. RÄDIKER/KUCKARTZ (2019), S. 293.

stellt auf der anderen Seite wiederum sicher, dass ein vergebener Code an Segmenten auch dann noch als Übereinstimmung gezählt wird, wenn ein Kodierer einzelne Wörter oder Nebensätze mehr kodiert hat als der Andere, die eigentliche Kodierung der getroffenen Aussage aber übereinstimmt. Eine Übereinstimmung der Codeüberlappung von 100% scheint aufgrund der Tatsache, dass jeweils das gesamte transkribierte Interview kodiert wurde, als unrealistisch. Dies ist allerdings im Rahmen der qualitativen Forschung durch leitfadengestützte Interviews und im Kontext der Interkoderüberprüfung nicht ungewöhnlich.³³⁷

Die Überprüfung der Interkoderreliabilität wurde ebenfalls unter Zuhilfenahme der Analysesoftware MAXQDA durchgeführt. Die daraus resultierenden Ergebnisse sind in Tabelle 9.1. abgebildet.

Code	Übereinstimmung	Nicht-Übereinstimmung	Gesamt	Prozentual
Interesse an weiterer Finanzierungsmöglichkeit	82	26	108	75,93
Wahrnehmung als Finanzierungsalternative	80	35	115	69,57
Notwendigkeit Unternehmenswachstum	40	4	44	90,91
Wahrnehmung als Wachstumsbeschleuniger	50	15	65	76,92
Hemmnisse/Herausforderungen des Kapitalmarktes	94	15	109	86,24
Identifikation als Mittelständler	86	12	98	87,76
Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen	86	16	102	84,31
Wertevorstellungen als Mittelständler	66	7	73	90,41
Divergenz eigener Werte zur Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen	78	22	100	78,00
Strategische Entscheidungshoheit	64	9	73	87,67
Kontrollverlust einhergehend mit Kapitalmarktfinanzierung	80	13	93	86,02
Nutzung verschiedener Ausgestaltungsformen	68	18	86	79,07
Meinungsänderung nach Erläuterung der Ausgestaltungsformen	12	6	18	66,67
<Total>	886	198	1084	81,73

Tabelle 9.1.: Ergebnisse der Interkoderüberprüfung, eigene Darstellung.

Die Interkoderreliabilität der analysierten Studie beträgt mit 81,73% eine, auch unter Berücksichtigung eher restriktiver Mindestanforderungen, eine ausreichende Höhe. Die in der Literatur angesetzten Mindestwerte liegen zwischen 70% und 80%.³³⁸ Jedoch ist

³³⁷ Vgl. RÄDIKER/KUCKARTZ (2019), S. 295.

³³⁸ Vgl. BAUMGARTH/KOCH (2009), S. 145 und RÖMHILD (2017), S. 126.

zu betonen, dass die Höhe der maximal erzielbaren Interkoderreliabilität in wesentlichem Maße von der Komplexität der zu kodierenden Aussagen und Textsegmente abhängt.³³⁹ Formale Kategorien sind dabei einfacher in Bezug auf die Interkoderüberprüfung zu verarbeiten als es inhaltliche Kategorien sind. Vor diesem Hintergrund ist die hier erzielte Interkoderreliabilität von 81,73% besonders herauszuheben, da die Codierung der Textsegmente ausschließlich komplexe inhaltliche Kategorien beinhaltet.

³³⁹ Vgl. RÄDIKER/KUCKARTZ (2019), S. 298.

3 Ergebnisse der empirischen Untersuchung

Die folgende Ergebnisanalyse der empirischen Untersuchung folgt dem zuvor beschriebenen Vorgehen der qualitativen Inhaltsanalyse nach Mayring.³⁴⁰ Dazu wird zunächst je Subkategorie und anschließend je Hauptkategorie eine Zusammenfassung erhoben.³⁴¹ Zudem wird das analysierte Material der durchgeführten Studie um zuvor in den theoretischen Grundlagen beschriebene Aspekte ergänzt und stärkt somit, im Sinne der Triangulation, die Analyse durch eine Variation mehrerer Datenquellen.³⁴²

Die Zitation der durchgeführten, leitfadengestützten Interviewstudie ist das zentrale Element im Kontext der folgenden Ergebnisanalyse. Die jeweils zitierten Interviewpartner werden dabei gemäß der in Tabelle 5.1 aufgezeigten Nummerierung angegeben. Dabei entfallen die Nummerierungen 1 – 10 auf die im Studienstrang A durchgeführten Interviews mit Entscheidungsträgern mittelständischer Unternehmen, die Nummerierungen 11 – 17 auf die in Studienstrang B durchgeführten Interviews mit den dem Mittelstand nahestehenden beratenden Akteuren. Ergänzend und zwecks besserer Einordnung und Nachvollziehbarkeit werden die durch MAXQDA vergebenen Textpositionen ebenfalls angeführt.

³⁴⁰ Vgl. Kapitel 2.5.3.1.

³⁴¹ Vgl. Kapitel 2.5.3.2.

³⁴² Vgl. MAYRING (2016), S. 148.

3.1 Attraktivität des Kapitalmarktes

In den folgenden Unterkapiteln wird die Attraktivität des Kapitalmarktes als ernstzunehmende Finanzierungsalternative für den Mittelstand untersucht. Dabei werden, gemäß den definierten Subkategorien, verschiedene Aspekte als Indikator auf die eigentliche Attraktivität berücksichtigt. Der Einbezug der weitgreifenden Einflussfaktoren wird zudem um Bestrebungen ergänzt, die sowohl seitens der Kapitalmärkte als auch der Gesetzgebung ausgehen, um den Kapitalmarkt als attraktive Option für den Mittelstand zu positionieren.

3.1.1 Interesse an weiterer Finanzierungsmöglichkeit

Im Rahmen der theoretischen Grundlagen wurde beschrieben, dass mittelständische Unternehmen, trotz historisch gewachsener Beziehungen mit ihren Hausbanken, die Prüfung weiterer Finanzierungsformen verstärkt in die Wege leiten.³⁴³ Eine diversifizierte Unternehmensfinanzierung wird prospektiv wichtiger, ist es doch eine der intrinsischen Eigenschaften mittelständischer Entscheidungsträger³⁴⁴, eine mit Einfluss Dritter einhergehende Fokussierung auf einzelne Finanzierungsformen³⁴⁵ zu vermeiden. Zudem gewinnt die Diversifizierung der Unternehmensfinanzierung im Rahmen einer adäquaten Risikosteuerung im Umfeld gestiegener Zinsen³⁴⁶ an Bedeutung.

Dem Eindruck eines steigenden Interesses an der Diversifizierung respektive Erweiterung der Finanzierungsstruktur folgen die im Rahmen der Studiauswertung gewonnenen Erkenntnisse. So bekundeten 16 von 17 Interviewpartner das Interesse an der Ausweitung der Finanzierungsalternativen. In Studienstrang A, dem der Entscheidungsträger des Mittelstands, waren es 10 von 10. In Studienstrang B gaben 6 von 7 Beratern wieder, dass ihre Mandantenstruktur ihnen gegenüber bereits ein solches Interesse bekundet hat.

Das Spektrum des bekundeten Interesses muss jedoch im Kontext der jeweiligen Unternehmensfinanzierung des Interviewten gesehen werden. Die Bandbreite der Unternehmensgröße der interviewten mittelständischen Entscheidungsträger bedingt mitunter auch deren zum Zeitpunkt des Interviews genutzte Finanzierungsform(en). So

³⁴³ BFM (2021), <https://www.bundesverband-factoring.de/pressemitteilungen/item/150-mittelstandsfinanzierung-strategien-und-hemmnisse-in-krisenzeiten>.

³⁴⁴ Vgl. Kapitel 3.3.1.

³⁴⁵ Sofern es sich nicht um Eigen- und Innenfinanzierung seitens der Gesellschafter handelt.

³⁴⁶ Vgl. STATISTA (2024), S. 1.

konnte mit Blick auf kleinere Unternehmen beobachtet werden, dass die Ausgestaltung der Unternehmensfinanzierung weniger umfangreich ausfällt als bei größeren Unternehmen. Dieser Eindruck konnte im Rahmen der Interviews in Studienstrang B bestätigt werden. Ebenso zeigt die Literatur eine mögliche Korrelation zwischen Unternehmensgröße und Finanzierungsformen.³⁴⁷ Im Zuge der Beurteilung der positiven Resonanz auf die Fragestellung des Interesses des Mittelstands an weiteren Finanzierungsalternativen muss insofern relativierend festgehalten werden, dass ein bekundetes Interesse an einer weiteren Finanzierungsform im Kontext kleiner und bisher weniger finanzierungsdiversifizierten Unternehmen auch das Interesse an der Nutzung von klassischen Finanzierungsformen bedeuten kann – und nicht zwangsläufig einem Interesse an der Finanzierung durch Kapitalmarktmittel gleichkommt.³⁴⁸ Im Kontext größerer Unternehmen lässt sich jedoch vermerken, dass explizit das Interesse an Kapitalmarktlösungen bei Überlegungen zur langfristigen Unternehmensfinanzierung eine Rolle spielt. So sprachen die interviewten Entscheidungsträger der beiden größten Unternehmen explizit über das Interesse an Finanzierungsalternativen. Insbesondere mit der proaktiveen Thematisierung des Kapitalmarkts als dafür zu berücksichtigendes Instrument. Zudem ist der Aspekt der Kostenvorteile einzelner Finanzierungsformen gegenüber Anderen wichtiger Bestandteil der Fragestellung.

„Also mir kommt es ja nur darauf an, wenn ich Kapitalbedarf habe, dass ich den kriege und dass ich gedeckt kriege und dass ich den möglichst günstig gedeckt kriege.“

(I 8, 84)

„Das entspricht dem (...) Sicherheitsbedürfnis, gerade des Mittelstandes. Nie alle Eier in ein Nest legen, bei der Finanzierung genauso. Wir haben auch mehrere Geschäftsbanken (...), aber genauso könnte man Instrumente auch diversifizieren. Sicherheit ist ein Vorteil, wenn man die Möglichkeit hätte. Und die sich einfach gesagt leisten könnte, dann ist immer eine Option, mehr zu haben (...).“

(I 6, 40)

„Der Kapitalbedarf wird größer und dann kann es natürlich schon sein, dass man irgendwann an Grenzen stößt, [das] mit einer Innenfinanzierung und Eigenkapital abzubilden.“

³⁴⁷ Vgl. BENDEL ET AL. (2016), S. 39.

³⁴⁸ Vgl. dazu auch BENDEL ET AL. (2016), S. 39.

(I 1, 28)

„Wie wichtig sind (...) denn generell in der Zukunft mögliche neue Finanzierungsmöglichkeiten?“

Ich glaube, das wird ein wichtiges Thema werden in Zukunft. Einfach weil die Komplexität und auch das Risiko dadurch ganz anders abgefangen werden kann.“

(I 9, 49 – 50)

„Ja, aber eigentlich diese, diese Transparenz, dass man auch von der reinen Eigenkapitalfinanzierung auf Bankkredite und insbesondere Kontokorrentlinien zurückgreift, die ist dann schon relativ fließend.“

(I 16, 35)

„(...) das ist zumindest mein Gefühl, was ich habe, mein Eindruck, den ich habe, dass sich mehr Unternehmen wieder oder mehr aus unserem Mandantenkreis auch mit alternativen Finanzierungsformen beschäftigen.“

(I 13, 47)

Festzuhalten bleibt demnach ein vorhandenes Interesse des Mittelstands, sowohl belegt durch deren Entscheidungsträger als durch deren beratende Strukturen, an der Ausweitung und Diversifizierung der Finanzierungsmöglichkeiten und Lösung von eindimensionalen Ausgestaltungsformen. Wichtiger Aspekt scheinen die mit der Finanzierung einhergehenden Finanzierungskosten zu sein. Die erzielten Forschungsergebnisse sind somit für die Subkategorie „Interesse an weiterer Finanzierungsmöglichkeit“ mit den literaturbasierten Erkenntnissen übereinstimmend.

3.1.2 Wahrnehmung als Finanzierungsalternative

Nach dem identifizierten Interesse des Mittelstands an der Erweiterung seiner Finanzierungsquellen spielt die Fragestellung, ob der Kapitalmarkt als eine solche alternative Finanzierungsquelle in Frage kommt, eine zentrale Rolle. Im Sinne einer adäquaten Beurteilung der Eignung als Finanzierungsalternative ist die Wahrnehmung bei den Entscheidungsträgern des Mittelstands von wesentlicher Bedeutung.

Im Rahmen der literaturbasierten Grundlagen konnte eine potenziell wachsende Bedeutung von kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen identifiziert werden.³⁴⁹ Dazu wurden Gründe der steigenden Komplexität im Bankensektor und ein allgemeines Umdenken im Mittelstand genannt.³⁵⁰ Gleichzeitig sind sowohl Kapitalmarktplätze als auch Gesetzgebung motiviert, kleinen und mittelständischen Unternehmen den Weg an die Kapitalmärkte durch erleichterte Zugangsmöglichkeiten zu ebnet.³⁵¹

Im Rahmen der durchgeführten Interviewstudie konnte bei 15 von 17 Interviewpartnern die Wahrnehmung des Kapitalmarktes als Finanzierungsalternative vermerkt werden. Im Studienstrang A konnte bei 8 von 10 Entscheidungsträgern die Wahrnehmung als Finanzierungsalternative codiert werden, im Studienstrang B bei 7 von 7 Beratern. Ergänzend ist festzuhalten, dass die Fragestellung in Studienstrang B sowohl das Empfinden der Berater in Bezug auf ihre Mandanten erfragte als auch deren persönliche Wahrnehmung. Folglich scheint eine dezent höhere Wahrnehmung der Finanzierungsalternative Kapitalmarkt im beratenden Segment vorzuliegen als bei den mittelständischen Entscheidungsträgern. Weiterhin gilt es zu berücksichtigen, dass einige Interviewpartner aus Studienstrang A die Wahrnehmung des Kapitalmarktes als Finanzierungsalternative zwar bekundeten, jedoch aufgrund subjektiver und mannigfaltiger Empfindungen von einer Nutzung in ihrem eigenen Unternehmen (zunächst) absehen. Diese Faktoren werden in den Kapiteln 3.1.5, 3.2.2, 3.2.4, 3.3.1 und 3.3.2 näher beschrieben und erörtert.

Auf die Frage, ob er den Kapitalmarkt als Finanzierungsalternative wahrnimmt, antwortet Interviewpartner 8 beispielsweise mit „Ja. Also, potenziell Ja. Natürlich.“ (I 8, 48).

„Theoretisch würde ich die Frage schon mit Ja beantworten. Dann haben wir aber noch keine Kosten Nutzen Relation (...) gemacht. Aber klar, als Instrument, das denke ich, ist es ja plausibel. Einfach noch weitere Möglichkeiten sich erschließen, ja.“

(I 6, 36)

„Also ich kann mich erinnern, dass zum Beispiel Versicherungen hier im Haus waren. Die wollten Anleihen, Mittelstandsanleihen platzieren in Firmen, wo sie denken, die haben ein gesundes, nachhaltiges Geschäft und hätten sich dann dort mit Geld eingebracht. Unternehmensanleihen, wo sie eben auch meinen, da brauchen sie keine

³⁴⁹ Siehe dazu RISCHBIETER (2014) und BENDEL ET AL. (2016).

³⁵⁰ Vgl. BENDEL ET AL. (2016), S. 52.

³⁵¹ Vgl. EUROPÄISCHE KOMMISSION (2015), S. 2.

Mitsprache zu befürchten, aber eben eine entsprechende langfristige Finanzierung mit einer entsprechenden Verzinsung am Ende.“

(I 1, 24)

„And we evaluated in 2015 also the opportunity to go to the stock market of a small company.“

(I 2, 30)

„Insofern bin ich da erstmal grundsätzlich positiv gegenüber eingestellt, weil einen Mehrwert wird es ja dann bieten, wenn ich mich dafür entscheide oder eine Notwendigkeit haben.“

(I 9, 38)

„Die wollen jetzt auch keine großen Änderungen und deswegen ist es da jetzt nicht weitergekommen. Aber ja, der Gedanke kam.“

(I 16, 33)

„Aber auch darüber hinaus wissen eigentlich viele Unternehmen, eigentlich sollten sie sich mal über den Kapitalmarkt finanzieren, über alternative Finanzierungsformen Gedanken machen.“

(I 13, 23)

Neben dem bereits belegten Interesse an einer weiteren Finanzierungsform scheinen die Ambitionen von Kapitalmarktplätzen und Gesetzgebung in Teilen erfolgreich zu sein und einen positiven Effekt auf die Wahrnehmung des Kapitalmarktes als Finanzierungsalternative zu sein. Erkennbar ist allerdings auch, dass Vorbehalte gegenüber dem Kapitalmarkt weiterhin bestehen.

„Das Problem ist ja immer, wenn wir in so normalen Kapitalmarkt reingehen und irgendwer hier reinkommen will oder irgendwer hier finanzieren will, dann möchte der natürlich sein Geld so anlegen, dass er da auch was von hat.“

(I 3, 78)

Die Nutzung verschiedener Ausgestaltungsformen scheint infolgedessen aufgrund vorherrschender Unwissenheit, insbesondere bei den Entscheidungsträgern des Mittelstands in Studienstrang A, eine rationale Entscheidungsfindung im Hinblick auf

eine ausreichend diversifizierte Unternehmensfinanzierung zu blockieren. Dieses Phänomen wird in Kapitel 3.3.3 detailliert thematisiert.

3.1.3 Notwendigkeit Unternehmenswachstum

Als eines der zentralen befürwortenden Argumente hinsichtlich einer Kapitalmarktfinanzierung wird gemeinhin die Eignung als Katalysator für unternehmerisches Wachstum angeführt.³⁵² Jedoch ist die Beurteilung der Nachfrage seitens des Mittelstands an dem vorhandenen Angebot der Kapitalmarktplätze mit in die Gleichung einzubeziehen. Nachdem in den beiden vorherigen Kapiteln sowohl das Interesse an einer weiteren Finanzierungsmöglichkeit als auch die Wahrnehmung des Kapitalmarktes als Finanzierungsalternative festgestellt werden konnte, enthält die nun thematisierte Subkategorie eine Antwort auf die Fragestellung, inwiefern mittelständische Unternehmen eine Notwendigkeit zum Wachstum, einen Wachstumsdruck, verspüren. Implizit zielt die Fragestellung somit auf eine Validierung des Argumentes ab, ob die proklamierte Prämisse, der Kapitalmarkt sei ein Wachstumsbeschleuniger, auf adäquate Nachfrage im Mittelstand trifft.

Lediglich 9 der 17 interviewten Studienteilnehmer sprachen explizit von einem verspürten Druck (in Studienstrang B aus Sicht der Mandantschaft) das Wachstum ihres Unternehmens vorantreiben zu müssen. In Studienstrang A thematisierten lediglich 4 von 10 Interviewten die Notwendigkeit des Unternehmenswachstums. In Studienstrang B gaben 5 von 7 Beratern wieder, diesen Druck bei ihren Mandanten zu verspüren. Hierbei ist zu erwähnen, dass die Subkategorie lediglich die Notwendigkeit umfasst, nicht den Wunsch der Interviewten, das unternehmerische Wachstum voranzutreiben.

„In unserer (...) Industrie sieht man ja doch, dass diese kritische Größe von Jahr zu Jahr nach oben wandert, was Umsatz ein Stück weit auch Rentabilität betrifft. Man hat da so einen Eindruck, dass eben auch über gewisse Gesetzgebungen Barriers to entry nach oben geschaffen werden. (...) Die kritische Größe wächst von Jahr zu Jahr, um in diesem Markt auch überleben zu können.“

(I 1, 28)

³⁵² Vgl. EUROPÄISCHE KOMMISSION (2015), S. 2. und RISCHBIETER (2014), S. 15.

„Also insofern, was ich damit sagen will, kommt man immer an dem Punkt, wo dann die Notwendigkeit zur Finanzierung die eigenen Möglichkeiten übersteigt. Und selbst wenn wir jetzt mit einem Bankenkonsortium zusammenarbeiten von sieben Hausbanken ist halt doch irgendwann (...) die Frage gegeben reicht es zu einem gewissen Schritt.“

(I 1, 36)

„Ich glaube, dass das irgendwann ein Weg, weil wir auch in unserer Branche irgendwann kritische Größen immer erreichen müssen, damit wir bei unseren Lieferanten ein entsprechendes Standing haben, damit wir auch bei Kunden ein entsprechendes Standing haben.“

(I 9, 80)

„Und da gibt es ja zwei unterschiedliche Gründe, warum man sich mit alternativen Finanzierungen beschäftigen muss als Mittelstandsunternehmen und Familienunternehmen. Das Erste ist Wachstum. Und das zweite ist das Gegenteil, Restrukturierung.“

(I 17, 21)

Mit Blick auf die Notwendigkeit des Unternehmenswachstums und der Argumentation, der Kapitalmarkt sei ein ideales Instrument zur Beschleunigung des Wachstums, muss festgehalten werden, dass kein einheitliches Bild durch die erhobene Studie zusammengefasst werden kann. Vielmehr zeigt sich im Kontext dieser Subkategorie die Besonderheit des Mittelstands, nicht zwangsläufig Rationalen zu folgen. Die starke Fokussierung auf Inhaberführung im Mittelstand hat demnach nicht abschließend Auswirkungen auf die Akzeptanz des Kapitalmarktes als Finanzierungsform, sondern auch auf die allgemeine, möglicherweise lokale und gesellschaftliche Wahrnehmung der Unternehmerfamilie. Denn letztlich geht mit starkem unternehmerischem Wachstum auch öffentliche Wahrnehmung einher. Diese wird zwar von Kapitalmarktplätzen als explizierter Vorteil angeführt, trifft aber nicht unbedingt auf Nachfrage seitens des Mittelstands, der sich mitunter gerne bedeckt hält.

„Du siehst den Leuten das nicht an. Je wohlhabender die sind, desto weniger siehst du denen das an. Das ist so.“

(I 14, 14)

„Wir waren bis zum Geschäftsjahr 2020 einschließlich intransparent. Wir waren ein Gleichordnungskonzern. (...Da) haben Sie auf einer Ebene mehrere Kapitalgesellschaften und darüber werden die Anteile so aufgehängt, dass sie nicht Konzernabschluss pflichtig werden.“

(I 5, 1)

3.1.4 Wahrnehmung als Wachstumsbeschleuniger

Wenn seitens der mittelständischen Unternehmen in Deutschland nun eine, jedoch teilweise begrenzte, Notwendigkeit zum Wachstum besteht, stellt sich die Frage nach der Wahrnehmung des Kapitalmarktes als Mittel zur Beschleunigung dieses Wachstums. Denn als ebendieses Mittel versuchen sich Börsen in Deutschland zu positionieren.³⁵³

Insgesamt 15 von 17 Interviewteilnehmern nahmen Bezug auf die Wahrnehmung des Kapitalmarktes als Wachstumsbeschleuniger. In Studienstrang A thematisierten 9 von 10 Interviewpartner die Eignung des Kapitalmarktes als Wachstumsbeschleuniger, in Studienstrang B 6 von 7 Beratern. Die Wahrnehmung des Kapitalmarktes als geeignetes Instrument zur Beschleunigung unternehmerischen Wachstums übersteigt somit die vom Mittelstand verspürte Notwendigkeit, dieses Wachstum zu erzielen. Letztendlich zeigt sich das Argument, dass der Kapitalmarkt als Wachstumsbeschleuniger dienen kann, als valide. Vielmehr übersteigt dieses Angebot womöglich die vom Mittelstand generierte Nachfrage.

Auf explizite Nachfrage des Forschenden, ob der Kapitalmarkt ein potenzielles Instrument zur Ausweitung der finanziellen Freiheiten und somit Katalysator unternehmerischen Wachstums sein kann, antwortete Interviewpartner 6 mit: „Ja, das ganz bestimmt. Ja, Kann man schnell Ja sagen. Ganz bestimmt.“ (I 6, 32).

„Ja, deutlich. (...) Wie gesagt, ab einer gewissen Größe vielleicht, wenn man einen großen Zukauf vorhat, weil man in eine ganz spannende Technologie investiert oder in eine sehr aufwändige Entwicklung eines neuen Wirkstoffs oder neuen Arzneimittels, dann kommt irgendwann die Frage Wo kriege ich nun diese zweistelligen dreistelligen Millionenbeträge her?“

³⁵³ Vgl. DEUTSCHE BÖRSE AG (2022), S. 1.

(I 1, 36)

„Weil Sie müssen überlegen, wann geht so eine Firma diesen Schritt, dass sie das Geld von anderen brauchen und in der Regel entweder, weil man eben einen großen disruptiven Schritt gehen will oder weil man dazu gezwungen wurde, weil die Eigenmittel es eben nicht mehr ermöglicht haben.“

(I 1, 42)

„Ja erstmal, wenn mehr Kapital vorhanden ist, wäre die Folge daraus. Dann hätte man mehr Luft um zu investieren (...).“

(I 9, 56)

„Und in dem Zusammenhang wird halt auch immer wieder hervorgehoben, dass die Börsennotierung ja insbesondere dem Hintergrund dient, Geld zu beschaffen, dass man einfach frische Mittel einnehmen kann, um dann eben zu expandieren. So war es ja auch, glaube ich, bei Douglas gedacht.“

(I 16, 43)

„Und da kann der Kapitalmarkt natürlich helfen, weil die Bankfinanzierung dann irgendwann auch mal an die an die Grenzen kommt. Ja.“

(I 12, 42)

Die positive Wahrnehmung mittelständischer Entscheidungsträger wie auch ihres beratenden Umfeldes identifizieren ein vorhandenes Interesse des Mittelstands, den Kapitalmarkt als weitere, potenzielle Finanzierungsalternative zu berücksichtigen. Im Kontext des ebenso vorhandenen Interesses, die Unternehmensfinanzierung zu diversifizieren, verbunden mit einem in Teilen vorhandenen respektive verspürten Drucks, das Wachstums voranzutreiben, ist diese Berücksichtigung des Kapitalmarktes als ernstzunehmende Finanzierungsalternative umso begründeter.

3.1.5 Hemmnisse und Herausforderungen des Kapitalmarktes

Trotz der Wahrnehmung des Kapitalmarktes als Finanzierungsalternative und Wachstumsbeschleuniger sorgen sich mittelständische Unternehmen in Deutschland vor der mit der Kapitalmarktfinanzierung einhergehenden Komplexität. In Kapitel 2.3.3. und Kapitel 2.3.4. werden wesentliche Hemmnisse und Herausforderungen des

Kapitalmarktzugangs beschrieben. So sind zum einen die regulatorischen Anforderungen an gesellschaftsrechtliche Form und Offenlegungspflichten zu erwähnen. Zum anderen sind die zur Erlangung der Kapitalmarktfähigkeit anfallenden Kosten zu berücksichtigen und im Kontext der Fragestellung, ob der Kapitalmarkt eine ernstzunehmende Finanzierungsalternative sein kann, einzubeziehen.³⁵⁴

In der durchgeführten Studie äußerten sich 15 von 17 Interviewteilnehmern im Kontext der Hemmnisse und Herausforderungen des Kapitalmarktzugangs. In Studienstrang A äußerten sich 9 von 10 Teilnehmern zu dieser Subkategorie, in Studienstrang B sind es 6 von 7. Wie in der analysierten Literatur mehrfach thematisiert, spielen die Herausforderungen im Sinne des Kapitalmarktzugangs für mittelständische Unternehmen in Deutschland eine zentrale Rolle. Dabei lässt sich zwischen regulatorischen Herausforderungen, entstehenden Kosten³⁵⁵ und verlangten Offenlegungspflichten differenzieren.

„Das ist das der Einarbeitungsaufwand, das Verständnisrisiko, das Überzeugen im Hause, das ist echt ein Problem.“

(I 6, 18)

„Da muss man aber entsprechend Leute, Ressourcen, Zeit und Geld dafür haben.“

(I 6, 38)

„Der größere Veränderungsdruck ist dann glaube ich, eher, wie wachsen die Strukturen mit, um diesen Kapitalmarktanforderungen gerecht zu werden? Hier wird es sicherlich Implikationen im Finance Controlling Bereich haben. Das Reporting wird vielleicht auch ein anderes ERP System brauchen. Die Wirtschaftsprüfer müssen überlegen, ob sie nach HGB oder dann eben nach IFRS entsprechend auditieren und abschließen.“

(I 1, 52)

„Aber ich (...) würde schon den (...) Schritt scheuen, allein schon aus der Arbeit, die das Ganze macht.“

(I 7, 52)

³⁵⁴ Vgl. BENDEL ET AL. (2016), S. 45., DEMARY ET AL. (2015), S. 22 ff. UND BUNDESVERBAND DER DEUTSCHEN INDUSTRIE E.V. ET AL. (2008), S. 8.

³⁵⁵ Welche mitunter durch regulatorische Anforderungen getrieben werden.

„Ich bin immer wieder beeindruckt, wenn ich so meine eigenen Jahresabschlüsse sehe und wann wir die erstellen, dass natürlich solche am Kapitalmarkt Tätigen einer ganz hohen Transparenzpflicht unterliegen und Schrägstrich auch bis wann welche Abschlüsse vorliegen müssen, dass dann nehme ich mir immer als Mittelständler den Luxus, wenn mein Steuerberater mir sagt: Du, das wird nichts vor Oktober.“

(I 4, 26)

„Aber das wird wahrscheinlich ein Punkt später auch sein, dass natürlich viele Angst vor dem Kapitalmarkt haben, weil es natürlich sehr offen zugeht.“

(I 13, 37)

„Ja, das ist dann, glaube ich, wieder der Kostenaspekt, dass die einfach sagen, das ist mir zu kostenintensiv, zu arbeitsintensiv, um das jetzt für mein eigenes Unternehmen durchzuziehen.“

(I 15, 44)

Neben den in der Studie identifizierten Hemmnissen des Kapitalmarktzugangs, welche größtenteils im Einklang mit den zuvor beschriebenen Hemmnissen auf Basis der einschlägigen Literatur stehen, dringt jedoch auch der Aspekt des Mindsets von mittelständischen Unternehmen weiter in den Vordergrund. Die Art und Weise, wie Mittelständler ihre Eigenwahrnehmung, ihre Werte im Kontext einer potenziellen Kapitalmarktfinanzierung sehen, ist jedoch essenziell wichtig.

„Das ist einerseits das Image, weil viele Angst haben, ich werde dann jetzt zu einem Kapitalhai oder was auch immer und ich tu dieses Image auch auf meine Mitarbeiter übertragen und meine Mitarbeiter denken das von mir.“

(I 13, 81)

Eine Reduktion der Hemmnisse auf regulatorische und kostentreiberbasierte Gründe oder Gründe aufgrund der Publizitätspflichten ist somit nicht abschließend. Vielmehr sind in diesem Zusammenhang auch Gründe rund um der Wertvorstellungen von mittelständischen Unternehmen zu nennen. Die Subkategorien des Kapitels 3.2 widmen sich diesen Treibern detaillierter.

3.1.6 Zusammenfassung

Die zugrundeliegende Fragestellung, ob der Kapitalmarkt als Finanzierungsalternative für mittelständische Unternehmen in Deutschland erfolgreich sein kann, impliziert wesentliche Vorteile im Vergleich zu herkömmlichen Finanzierungsformen, in erster Linie der Finanzierung über Kreditinstitute und Eigenmittel.

Im Rahmen der theoretischen Analyse zuvor beschriebener Literatur streben mittelständische Unternehmen nach einer Diversifizierung ihrer Unternehmensfinanzierung.³⁵⁶ Insbesondere im Zusammenhang globaler, makroökonomischer Krisen wächst die Bedeutung einer solchen Diversifizierung. Das hat auch der Mittelstand erkannt.³⁵⁷ Infolgedessen trifft steigende Nachfrage auf ein von Kapitalmärkten bereitgestelltes Angebot. Unterstützt durch Gesetzgebung auf nationaler, wie kontinentaler Ebene im Sinne deutlicher Komplexitätsreduzierung müsste somit der Gang unzähliger mittelständischer Unternehmen an die deutschen Kapitalmärkte zu beobachten sein.

Wesentlich ist jedoch die Fragestellung, ob der Mittelstand den Kapitalmarkt mit der Erweiterung seiner finanziellen Freiheiten und als Wachstumsbeschleuniger interpretiert.

Einhergehend mit aktuellen Studien bestätigen die Interviewteilnehmer ein vorhandenes Interesse ihrerseits an der Ausweitung der Finanzierungsformen ihrer Gesellschaften. Die in Studienstrang B inkludierten Berater wiederum bestätigen dieses Interesse innerhalb ihrer Mandantenstruktur. Die dem Interesse zugrundeliegende Ursache zeigt sich jedoch mannigfaltig und kann nicht verallgemeinert werden. So ist nicht zwangsläufig ein unzureichendes Volumen der finanziellen Mittel Beweggrund der Mittelständler, sondern mitunter auch die Begrenzung von Einflüssen Dritter. Das belegte Interesse des Mittelstands an der Ausweitung der Finanzierungsmöglichkeiten wird begleitet von der positiven Interpretation des Kapitalmarktes als eine dieser Möglichkeiten. Mit Bezug auf die analysierte Literatur und der in ihr beschriebenen Tendenz, dass sich der Mittelstand prospektiv dem Kapitalmarkt zugeneigter zeigen könnte³⁵⁸, gehen die Studienerkenntnisse somit einher. Ein nachgewiesenes Interesse sowie die Wahrnehmung des Kapitalmarktes als relevante Finanzierungsalternative sind folglich wichtige Indizien

³⁵⁶ Vgl. BENDEL ET AL. (2016), S. 52.

³⁵⁷ BFM (2021), <https://www.bundesverband-factoring.de/pressemitteilungen/item/150-mittelstands-finanzierung-strategien-und-hemmnisse-in-krisenzeiten>.

³⁵⁸ Siehe RISCHBIETER (2014) und BENDEL ET AL. (2016).

auf der Suche nach einer validen Antwort auf die dieser Arbeit zugrundeliegenden Fragestellung.

Jedoch muss der Aspekt der Kapitalmarktfähigkeit der jeweiligen Unternehmen berücksichtigt werden. Die Studie zeigt eine Korrelation in der Bereitschaft mittelständischer Entscheidungsträger, den Kapitalmarkt als Finanzierungsalternative in Betracht zu ziehen, und der jeweiligen Unternehmensgröße. Verstärkt wird dieser Eindruck durch die Analyse der Subkategorie *Notwendigkeit Unternehmenswachstum*. Denn nicht alle interviewten Mittelständler scheinen diesen Wachstumsdruck zu verspüren. Der Aspekt der kritischen Größe scheint ein relevanter zu sein.

Die gewonnenen Forschungsergebnisse lassen sich weiterhin auf Basis der in Kapitel 2.4 beschriebenen neoklassischen Theorien beleuchten und diskutieren. Sie liefern wichtige Leitplanken für ein zu gewinnendes Verständnis im Kontext der kapitalmarktbasieren Mittelstandsfinanzierung.

So ist insbesondere die Transaktionskostentheorie eine wesentliche Erklärungsgrundlage für die wahrgenommene Divergenz zwischen Interesse am Kapitalmarkt und tatsächlicher Nutzung. Die mit der Kapitalmarktfinanzierung einhergehenden regulatorischen Anforderungen, wie die Rechnungslegung nach IFRS-Vorschriften oder die Emissionskosten, können im Sinne der Transaktionskostentheorie als ebensolche Transaktionskosten interpretiert werden. Mittelständische Unternehmen wägen diese entstehenden Kosten ab und sind bestrebt, ihre Transaktionskosten zu minimieren.

Die Prinzipal-Agent-Theorie, die Stewardship-Theorie und die Property-Rights-Theorie weisen ebenfalls engen Bezug zu den erzielten Forschungsergebnissen auf. Sie werden in den folgend diskutierten potenziellen Verweigerungsgründe dediziert aufgegriffen.

Abschließend kann eine Beurteilung der ersten konkretisierten Fragestellung, ob der Kapitalmarkt aus finanzieller und öffentlichkeitswirksamer Sichtweise für mittelständische Unternehmen attraktiv sein kann, nur erfolgen, indem Limitationen aus den Hemmnissen und Herausforderungen, welche mit der Kapitalmarktfinanzierung einhergehen, berücksichtigt werden. Denn trotz der vorhandenen Nachfrage des Mittelstands an neuen Finanzierungsformen und der Wahrnehmung des Kapitalmarktes als relevante Finanzierungsalternative und Wachstumsbeschleuniger, ist die Nutzung der Finanzierungsform im Mittelstand bisher wenig verbreitet. Kosten, Regulatorik und

Offenlegungspflichten sind signifikante Druckpunkte auf die Akzeptanz des Kapitalmarktes als Finanzierungsalternative für mittelständische Unternehmen.

Resümierend ist festzuhalten, dass der nationalen sowie internationalen Gesetzgebung eine essenzielle Rolle zukommt, wenn mittelständische Unternehmen die Börsenplätze zunehmend als Finanzierungsform nutzen sollen. Die in der Gesetzgebung antizipierten Erleichterungen für KMU wiederum müssen von Börsenplätzen noch stärker aufgenommen werden, als es zum aktuellen Zeitpunkt der Fall ist. Nur wenn dies gelingt, kann das zweifelsfrei vorhandene Interesse der mittelständischen Unternehmen in Deutschland aufgegriffen werden. Die Akzeptanz des Kapitalmarktes als Ergänzung respektive Ausweitungsoption der eigenen Unternehmensfinanzierung und die positive Wahrnehmung, insbesondere als Wachstumskatalysator, des Kapitalmarktes verlangen nach Antworten auf regulatorischer Seite. Bei allen Anstrengungen auf Seiten der Gesetzgebung und der Kapitalmärkte darf jedoch nicht die Qualität des Angebots leiden, denn auch das Vertrauen der Anleger in die Sorgfalt der Börsen ist in die Gleichung einzubeziehen.

3.2 Unternehmenskultur und Unternehmenspositionierung

Die folgenden Unterkapitel nähern sich durch Analyse der deduktiv gebildeten Subkategorien der Antwort auf die zweite konkretisierte Forschungsfrage. In Kapitel 3.1 wurde die Attraktivität des Kapitalmarktes als Finanzierungsalternative des Mittelstands beleuchtet. Als Ergebnis dieser Analyse konnte zwar ein vorhandenes Interesse, gekoppelt an eine vorhandene Wahrnehmung des Kapitalmarktes als Finanzierungsalternative, der Mittelständler identifiziert werden. Jedoch bleibt im Lichte der ebenfalls diskutierten Hemmnisse und Herausforderungen der Eindruck bestehen, dass das Selbstverständnis mittelständischer Unternehmen und die Wahrnehmung des Kapitalmarktes respektive die mit ihm verbundenen Werte ein relevanter Bestandteil für die Ablehnung als Finanzierungsalternative ist. In der einschlägigen Literatur, wie sie in Kapitel 2.4.1. näher beschrieben ist, sind im Kontext von Hemmnissen und Herausforderungen im Wesentlichen finanzielle Aspekte berücksichtigt. Der Blick auf etwaige qualitative Beweggründe, welche auf Wertvorstellungen des Mittelstands zurückzuführen sind, ist somit von bedeutender Wichtigkeit.

3.2.1 Identifikation als Mittelständler

Mittelstand in Deutschland gilt gemeinhin als international herausragendes Phänomen.³⁵⁹ Dem Mittelstand kommt als Wirtschaftsmotor eine bedeutende Rolle in der nationalen Volkswirtschaft zu.³⁶⁰ Mittelstand wird dabei jedoch nicht alleinig durch Größe des Unternehmens definiert, sondern vielmehr durch qualitative Werte.³⁶¹ Neben der quantitativen Definition mittelständischer Unternehmen spielen kulturelle Aspekte eine entscheidende Rolle. Sie zeichnen den Mittelstand und das Werteverständnis des Mittelstands aus.³⁶² Die (eigene) Proklamation und Identifikation als Mittelständler ist somit einhergehend mit der Übernahme bestimmter Wertvorstellungen der Gesellschafter, Entscheidungsträger und Mitarbeiter. In Bezug auf die Notwendigkeit, die qualitativen Aspekte in die Beantwortung der Fragestellung, welche Treiber als Hemmnisse und Herausforderungen zu identifizieren sind, einzubeziehen, spielt eine Identifikation mit diesen mittelständischen Werten folglich eine entscheidende Rolle.

³⁵⁹ Vgl. JAHN (2018), S. 2.

³⁶⁰ Vgl. JAHN (2018), S. 2, JAHN (2018), S. 18 UND HOFSTEDE (2001), S. 225.

³⁶¹ Vgl. PICHET/LANG (2012), S. 1., BECKER ET AL. (2015), S. 6. UND PICHET/LANG (2012), S. 4 f.

³⁶² Vgl. HOFSTEDE (2001), S. 297.

In der durchgeführten Interviewstudie gaben 16 von 17 Interviewteilnehmern an, sich als Mittelständler zu identifizieren. In Studienstrang A bestätigten 9 von 10 Teilnehmern die Identifikation als Mittelständler, in Studienstrang B gaben 7 von 7 Beratern wieder, dass sich ihre Mandanten größtenteils als Mittelständler identifizieren.

„Also auf jeden Fall, ja. Wir zählen uns dazu.“

(I 8, 10)

„Wir sind Mittelstand, ja (...).“

(I 3, 22)

„Das heißt, wir sind nach europäischer Definition ein kleiner Mittelständler.“

(I 7, 8)

„Wir haben jetzt in der Unternehmensgruppe (...) 160 Mitarbeiter, das würde ich sagen, ist für mich ganz klassischer Mittelstand.“

(I 4, 6)

„Ja, also die Meisten, bin ich schon der Meinung, sind sehr stolz darauf: Wir sind deutscher Mittelständler, wir sind Familienunternehmen. Das ist durchaus etwas, wo viele aktiv mit werben. Ich möchte fast behaupten, alle aktiv irgendwo mit werben.“

(I 11, 72)

Doch nicht alleinig die bloße Identifikation als Mittelständler, sondern auch die, nach Meinung der Interviewteilnehmer, zugrundeliegenden Identifikationsmerkmale des Mittelstands, sind in der Fragestellung erhoben worden.

Hier zeigt sich einerseits eine Spiegelung der wissenschaftlich nicht klar abgegrenzten Definition des Mittelstands³⁶³, andererseits unterstreichen die Interviewteilnehmer die Wichtigkeit der Berücksichtigung von qualitativen Kriterien. So können die bereits im theoretisch-konzeptionellen Teil identifizierten Definitionsmerkmale um Einheit aus Familieneigentum und -führung³⁶⁴ wiedererkannt werden. Darüber hinaus werden Definitionsmerkmale, welche sich auf den operativen Betrieb und die Positionierung des Mittelstands³⁶⁵ beziehen, aufgegriffen.

³⁶³ Vgl. BECKER ET AL. (2015), S. 3.

³⁶⁴ Vgl. BECKER ET AL. (2015), S. 6.

³⁶⁵ Vgl. PICHET/LANG (2012), S. 4 f.

„Also wenn jetzt ein Mittelstand mit 4000 Mitarbeitern, die gibt es, aber ich weiß nicht, ob ich dann unbedingt noch Mittelstand dazu sagen würde, sondern Mittelstand ist für mich so bis vielleicht 500 Mitarbeiter, würde ich sagen. Man hat keine Konzernstrukturen, man hat eine sehr flache Hierarchie, man hat keine Matrixorganisation. Genau. Und was ich noch sagen würde, ist, wir haben eine deutlich höhere Geschwindigkeit als in größeren Unternehmen.“

(I 10, 12)

„Mittelstand ist für mich im Wesentlichen auch eine Frage des Mindset, also ist dieser eigentümergeführt oder wie eng ist sozusagen die Begleitung durch die Gesellschafter? Ich glaube, das zeichnet so Mittelstand aus. Die formale Definition ist mir ehrlich gesagt ziemlich egal, weil ich glaube, dass das vom Mindset her das ist, was den Mittelstand auszeichnet. (...) Ja, das ist glaube ich schon noch was anderes als bei einer Aktiengesellschaft zum Beispiel oder so.“

(I 8, 10)

„Und das ist für mich eigentlich so die, die das einfachste Unterscheidungskriterium. Also einerseits Mitarbeiteranzahl und ob ein Familienmitglied noch in der Führung in der operativen Führung enthalten ist.“

(I 9, 8)

„Und das Zweite ist, was Mittelstand auch auszeichnet, das ist halt unsere langfristige Ausrichtung, (..) die aber eher schrittweise gegangen wird und nicht jetzt unbedingt mit einem Big Bang.“

(I 5, 31)

„Mittelstand zeichnet sich für mich eigentlich nicht durch komplexe Konzernstrukturen aus, sondern vielleicht noch eher regional innerhalb Deutschlands tätig, mit kleinen, kleinen und kleineren Dependancen im Ausland. Ja, aber nicht unbedingt mit allzu vielen Auslandsgesellschaften. (...) Vom Umsatz her würde ich es jetzt nicht unbedingt einschränken oder auch von dem Gewinn. Und klar, dann vielleicht mit einer Familienprägung. Wobei mir da auch bewusst ist, dass es natürlich auch große Konzerngesellschaften mit familiären Hintergrund gibt. Würth beispielsweise, kann man da ja noch nennen. (...) Es ist ganz schwierig zu definieren.“

(I 16, 19)

„Aber das ist ein mittelständisches Unternehmen, ist für mich ein Mindset. Also das ist wirklich der, der Selbstmacher, derjenige, der eben viele Dinge selber macht, der, wo oftmals das Unternehmen sehr auf die Person hin organisiert ist.“

(I 14, 6)

Bereits im Kontext der Subkategorie *Identifikation als Mittelständler* ist die Abgrenzung von Mittelstand zu Kapitalmarkt ein beobachteter Aspekt, welcher in Kapitel 3.2.4. detaillierter aufgegriffen und analysiert wird.

3.2.2 Wertvorstellungen als Mittelständler

Aufgegriffen wird dieser Aspekt durch die dedizierte Analyse der Subkategorie „Wertvorstellungen als Mittelständler“, welche inhaltlich korrelierend mit der zuvor beschriebenen Subkategorie ist. Ein tiefgreifendes Verständnis der Divergenz zwischen Wertvorstellungen eines mittelständischen Unternehmens und der Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen als Treiber für Hemmnisse kann dabei nur durch ein präzises Verständnis der Wertvorstellungen des Mittelstandes geschehen. Die Wertvorstellungen eines mittelständischen Unternehmens sind aufgrund des starken Einflusses der Unternehmerfamilie insofern an die persönlichen Wertvorstellungen gekoppelt.³⁶⁶ Dominierender Wert ist dabei Risikoaversion, da das persönliche Vermögen der Unternehmerfamilie in der Regel stark durch das jeweilige Unternehmen geprägt ist.³⁶⁷

Im Rahmen der Studie äußerten sich 16 der 17 Interviewteilnehmer im Kontext Wertvorstellungen von mittelständischen Unternehmen. Davon entfielen 10 von 10 auf Studienstrang A und 6 von 7 auf Studienstrang B.

Die Präsenz sozialer Werte, insbesondere in Bezug auf die Verantwortung für die Mitarbeitenden des Unternehmens, ist dabei herausstechend. Durch die familiäre Prägung vieler der interviewten Unternehmen, bzw. der familiär geprägten Mandantenstruktur der Berater, konnte ein umfassendes Bild der Wertvorstellungen von mittelständischen Unternehmen gezeichnet werden. Ebendiese Identifikation der familiären Werte und der Anspruch, in den jeweiligen Branchen und Segmenten als Hidden Champion zu agieren,

³⁶⁶ Vgl. DIENES ET AL. (2021), S. 10.

³⁶⁷ Vgl. DIENES ET AL. (2021), S. 10. und siehe auch CROMIE ET AL. (1995) und WARD (1987).

spiegeln die bereits im theoretisch-konzeptionellen Teil behandelten Schwerpunkte wider.³⁶⁸

„Also wichtig ist, dass man eben Wert legt auf die, auf die Menschen.“

(I 8, 66)

„Stabilität, Verlässlichkeit. (...) Die Uhren gehen manchmal langsamer. Aber das ist das, was uns dann prägt.“

(I 6, 56)

„Und wir versuchen damit, mit diesem Vehikel auch unsere kulturellen Werte klarer rüberzubringen. Deswegen verträgt es sich auch, dass wir so eine Nachhaltigkeitsfirma in unserem Portfolio haben, weil damit klar ist: Wir wollen unseren Mitarbeitern gesundes Essen in der Mensa anbieten, in der Kantine. Wir wollen schauen, dass sie Life Work Balance hinkriegen mit der Familie. Wir wollen schauen, dass sie auch ihren Sport nahe haben und solche Aspekte mit abbilden können.“

(I 1, 30)

„Da steht immer der Familienname hinter und das ist auch ein Erfolgsthema unserer Vergangenheit. Wir haben mit Sicherheit auch Kunden (...) gewonnen, weil wir die günstigsten waren, im Gegenteil, sondern eher, weil wir den persönlichen Kontakt forciert haben und da als Familie auch dahinter standen. (...) Unabhängig davon, ich kenne jeden. Ich meine, wir sind jetzt nur 47 Leute. (...) Aber ich kenne jeden. Jede Ehefrau. Ich kenne jedes Kind. Ich weiß, was die Kinder machen. Ich finde, (...) man verbringt so viel Zeit (...) mit den Arbeitskollegen. Da sollte man doch irgendwie auch wissen, um was es geht.“

(I 9, 72 - 74)

„Wenn wir schon das Ziel haben, die Familien und uns zu ernähren, ist logisch, dass die Familie den allerobersten Stellenwert hat.“

(I 3, 10)

³⁶⁸ Vgl. HOFSTEDE (2001), S. 225. und PICHET/LANG (2012), S. 4 f.

„Das liegt ja daran, dass das Commitment des Familienunternehmers zum Unternehmen in der Regel sehr hoch ist. Ja, und damit will man auch die nächste Generation versorgen.“

(I 17, 23)

Erwähnenswert sei dabei die Tatsache, dass seitens des Forschenden eine bemerkenswerte Bandbreite der Rationalität in Bezug auf Wertvorstellungen von Mittelständlern im Zusammenhang mit Kapitalmarktfinanzierung zu beobachten war. Während einige der Studienteilnehmer die gelebten Wertvorstellungen des Unternehmens an die Tatsache knüpfen, eben nicht kapitalmarktfinanziert zu sein, beziehungsweise es als Teil der Identifikation sahen nicht kapitalmarktfinanziert zu sein, gaben andere Studienteilnehmer wieder, die Wertvorstellungen des Unternehmens lassen sich unabhängig von der Finanzierungsform betrachten. Insbesondere die beratende Seite zeigte sich bei dieser Trennung präziser.

„Glaubst du, dass so ein hypothetischer Gang von euren Mandanten an den Kapitalmarkt dieser Unternehmenspositionierung als Mittelstand entgegenstehen würde oder das unglaublich dastehen lassen würde? (...)

Nee, das glaube ich nicht.“

(I 14, 69 – 70)

„Das hat mit Sicherheit Einfluss. (...) Die Mitarbeiter spielen da keine Rolle. Und nee, glaube ich nicht, dass das gut wäre. Das hat mit Sicherheit Einfluss. (...) Also nachdem, was ich so aus den Konzernen kenne. Der wichtigste Punkt: Die Börsenkurse müssen stimmen. Ja, es ist egal, was mit den Mitarbeitern passiert.“

(I 3, 110)

Die Analyse der Wahrnehmung der eigenen Wertvorstellungen von mittelständischen Unternehmen, gepaart mit ihrer intrinsischen Identifikation und positiven Konnotation des Phänomens Mittelstand deutet auf eine wesentliche Bedeutung der differenzierten Wahrnehmung von kapitalmarktorientierten Unternehmen hin. Treiber dieser differenzierten Wahrnehmung scheint einerseits die emotionale Verbindung mit der Identifikation als Mittelständler zu sein, andererseits die mitunter wenig rationale Abgrenzung des Kapitalmarktes als reine Finanzierungsmöglichkeit. Ein Schlüssel in der Fragestellung, ob der Kapitalmarkt ein sinniges Finanzierungsmodell für den Mittelstand

sein kann, ist somit das Thema Irrationalität in Verbindung mit Unwissenheit auf Seiten der Entscheidungsträger. Der beratenden Seite könnte an dieser Stelle eine bedeutsame Rolle zufallen.

3.2.3 Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen

Die in den beiden vorherigen Kapiteln partiell angedeutete Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen wird im Rahmen dieser Subkategorie detailliert aufgegriffen. Durch Analyse der vorherigen Subkategorien scheinen Wertvorstellungen und Wahrnehmungen an die Art und Weise der Unternehmensfinanzierung gekoppelt zu sein. Insofern ist die Beurteilung der Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen im Sinne der dieser Arbeit zugrundeliegenden Fragestellung essenziell. Beeinflusst wird die Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen durch zahlreiche Faktoren. An dieser Stelle sei auf die Wichtigkeit hingewiesen, dass es sich bei kapitalmarktorientierten Unternehmen zumeist um große Unternehmen und Konzernverbände handelt, welche zumeist global agieren.³⁶⁹ Insofern ist es wichtig zu verstehen, dass die Korrelationen Kapitalmarkt und Großunternehmen sowie KMU und Mittelstand häufig miteinander einhergehen, wenngleich diese Zusammenhänge zwar in der Praxis häufig zu beobachten sind, jedoch keineswegs einer Kausalität entsprechen.

Ihre Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen teilten 16 von 17 Interviewteilnehmern im Rahmen der Gespräche. Davon entfielen 9 von 10 auf Studienstrang A und 7 von 7 auf Studienstrang B. Ein Interviewpartner in Studienstrang A äußerte sich lediglich rudimentär zur Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen, sodass diese Aussagen aufgrund mangelnder Repräsentanz nicht vollständig in die Analyse der Subkategorie einfließen.

Wie in Kapitel 3.2.2 identifiziert, zeigt sich bei der Wahrnehmung der kapitalmarktorientierten Unternehmen und des Kapitalmarktes ein diversifiziertes Bild der Befragten. So scheinen einige Interviewpartner ein allumfassend positives Bild zu zeichnen, während andere überwiegend mit Vorbehalten agieren.

„Ja, eher positiv. Also ich muss sagen, dass ich mich selbst sehr während meines MBA auch damit auseinandergesetzt habe, dass ich selber seit 2014 auch am Kapitalmarkt

³⁶⁹ BENDEL ET AL. (2016), S. 39.

irgendwie ja mit investiere und das mittlerweile auch, ich würde sagen, 70 % meines privaten Vermögens dort angelegt ist.“

(I 10, 22)

„Aber das, was da am Aktienmarkt passiert, hat mit Realität und mit tatsächlichen Gegebenheiten absolut nichts zu tun. Es ist reine Fantasie. Wenn einer auf die Idee kommt, das und das zu machen, dann ist das nur Fantasie.

(I 3, 64)

„Es ist dann eher negativ, aber das ist nicht sachlich, das ist emotional“

(I 14, 30)

Neben der isolierten Wahrnehmung des Kapitalmarktes im Allgemeinen ist die Berücksichtigung der Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen insofern von Interesse, als dass diese Annahmen bei potenzieller Listung der eigenen Gesellschaft an einer Börse auf ebendiese projiziert werden. Auch an dieser Stelle zeigt sich die Relevanz des Mindsets im Mittelstand im Kontext der Kapitalmarktfinanzierung.

„Klar, dass das korreliert, dass Multinationals in der Regel (...) börsengeführt sind. Oder anders gefragt: Diejenigen, die an der Börse sind, sind natürlich global agierende Unternehmen.“

(I 1, 28)

„Das sind große, träge Gebilde. (...) Das sind Institutionen, sagen wir mal so.“

(I 7, 22)

„Das ist in erster Linie mal, wie unwirtschaftlich diese (...) börsennotierten Unternehmen eigentlich arbeiten. Das ist finde ich immer so das, was ich mal als ersten Eindruck darüber habe, wo ich sage: So viel Personal, so schlechte Prozesse und die gibt es trotzdem noch.“

(I 9, 32)

„Früher war er halt nur attraktiv für Große. Deswegen verortet man ja eher einen Konzern mit irgendwelchen öffentlichen Listungen, Börsennotierungen und ähnlichem.“

(I 4, 46)

„Und ich finde manchmal, dass (...) Börsennotierte mit zu viel Mut in Anführungsstrichen rangehen. Also nach dem Motto ich muss jetzt schnell Erfolge vorweisen und wenn das dann in sieben, acht, neun Jahren dann doch nicht so fluppt, okay, dann muss es mein Nachfolger richten.“

(I 5, 55)

Die von Pichet und Lang identifizierten Wesensmerkmale des Mittelstands³⁷⁰ werden von Teilen der Interviewten im Zusammenhang mit der Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen in Abrede gestellt. Die Identifikation als deutscher Mittelständler geht somit immer auch mit der Abgrenzung in qualitativ positiver Hinsicht gegenüber den kapitalmarktorientierten Unternehmen einher. Häufig ist dabei ein Konkurrenzdenken zu beobachten. Zudem seien börsennotierte Konzerne renditegetrieben und kurzfristig orientiert, während mittelständische Unternehmen, geprägt durch Zusammenschluss aus Eigentum und Führung im Familienkreis, eine nachhaltige Entwicklung anstreben.

„Also ich glaube, so was ich aus meiner Erfahrung sagen kann, ist, dass (...) die Ziele sich unterscheiden oder so ein Familienunternehmen denkt schon mal in Generationen und langfristig. Und ein kapitalmarktorientiertes Unternehmen hat dann meist angestellte Manager, die natürlich sehr stark vom Aktienkurs profitieren und dann natürlich erstmal, sagen wir mal quartalsweise denken und an ihre Ziele, die dann an ihre Vergütung gekoppelt ist.“

(I 17, 35)

3.2.4 Divergenz eigener Werte zur Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen

Während mittelständische Unternehmen die eigenen Werte in enger Verbindung mit derer ihrer zumeist in der Geschäftsführung verankerten Gesellschafter sehen,³⁷¹ scheinen kapitalmarktorientierte Unternehmen diesen aufgrund ihrer auf Profitabilität und Rentabilität fokussierten Orientierung entgegenzustehen. Die emotional wahrgenommene Unvereinbarkeit der eigenen Werte mit der Unternehmensfinanzierung

³⁷⁰ Dezentralisierung, Technologie, Export, Qualität, Nachhaltigkeit, vgl. dazu PICHET/LANG (2012), S. 4 f.

³⁷¹ Vgl. HOFSTEDE (2001), S. 225. und PICHET/LANG (2012), S. 4 f.

im Falle einer kapitalmarktbasierter Unternehmensfinanzierung muss somit als bedeutender Faktor im Rahmen der zweiten konkretisierten Fragestellung angesehen werden.

Im Rahmen der Studie äußerten sich alle Studienteilnehmer im Kontext einer Divergenz von eigenen (mittelständischen) Unternehmenswerten zur Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen. In Studienstrang B wurden die Berater gebeten, den bei ihnen vorherrschenden Eindruck über ihre Mandantschaft wiederzugeben.

„Und ich könnte mir vorstellen, dass die (...) Verschiebung hin zum Kapitalmarkt mit mehreren Stakeholdern usw., dass das massiven Einfluss auf die Kultur hat“

(I 10, 46)

„Das ist gerade eine unserer Stärken, was die Unternehmenskultur betrifft, dass wir familiengeführt, familienorientiert, das grenzt so manchen großen Konzern Mitbewerber einfach ab.“

(I 6, 54)

„Typischer Ansatz für Konzerne ist immer Personal. Wo kann man sonst einsparen? Nirgendwo. Wir müssen Leute rausschmeißen. Und das ist doch der letzte Mist.“

(I 3, 112)

„Also familiengeführt ist immer langfristig, weil man genau weiß, man steht für die Region, für den Standort, für den Mitarbeiter und so ein klassisches, kapitalorientiertes Unternehmen ohne Familienführung, (...), die sagen okay, von Quartal zu Quartal, (...) oder von Jahr zu Jahr. Weil die entscheidenden Personen unter Umständen gar nicht bekannt sind oder relativ oft wechseln.“

(I 9, 64)

„Der sagt die böse Börse. Und das ist oft in den Familienunternehmen ein bedeutender Anteil der Arbeitnehmerschaft. Und deswegen glaube ich schon, dass es etwas ändern würde, weil man sofort denkt oder viele sofort denken: Wir gehen jetzt an die Börse, da geht es jetzt ums Zocken. Die Gesellschafter, das verstehen ja nicht alle, das immer noch vielleicht 80 % der Aktien über die Gesellschafter gehalten werden und nur ein kleiner Anteil gehandelt wird.“

(I 13, 65)

Dennoch darf dieser Effekt, dass die in den Aussagen mancher Studienteilnehmer mitklingende Divergenz zwischen der eigenen Positionierung und kapitalmarktorientierten Unternehmen, nicht über den gesamten Mittelstand verallgemeinert werden. Ob eine solche Divergenz bei den Entscheidungsträgern verankert ist, scheint einerseits mit der Größe des jeweiligen Unternehmens zu korrelieren,³⁷² andererseits spielt auch das persönliche Empfinden des Entscheidungsträgers eine Rolle. Schlussendlich lassen sich diese beschriebenen potenziellen Einflüsse auf die Wahrnehmung darauf herunterbrechen, ob der jeweilige Entscheidungsträger die Frage der Unternehmensfinanzierung rational von der Positionierung des Unternehmens lösen kann.

„Ne, glaube ich nicht (...). Also wir würden ja unser Mindset nicht ändern, sondern wir hätten ja nur die Finanzierungsform geändert.“

(I 8, 78)

„Was will ich damit sagen, es ist häufig irrational von der Bewertung. Es ist häufig irrational, was dahinter steht.“

(I 11, 38)

Rationalität im Kontext der Unternehmensfinanzierung und als Grundeigenschaft von Entscheidungsträgern gilt gemeinhin als Grundvoraussetzung der Betriebswirtschaftslehre. Dennoch zeigt die Studie eine starke Emotionalisierung des Themas Kapitalmarktfinanzierung für den Mittelstand. Die eigenen Werte scheinen, zumindest in großen Teilen des Mittelstands, nicht mit einer Aktien- oder Anleihenfinanzierung vereinbar zu sein.

3.2.5 Zusammenfassung

Identifikation, Positionierung, gefestigte Wertvorstellungen sowie eine nachhaltige, langfristige Orientierung sind wesentliche Definitionsmerkmale des deutschen Mittelstands.³⁷³ Diese theoretisch-konzeptionell hergeleiteten Wesenszüge wurden im Rahmen der durchgeführten Studie bestätigt. Besonders hervorzuheben ist zudem die fürsorgliche Fokussierung auf die mitarbeitenden Menschen und ihre Familien. Neben

³⁷² BENDEL ET AL. (2016), S. 39.

³⁷³ Vgl. HOFSTEDE (2001), S. 225. und PICHET/LANG (2012), S. 4 f.

diesen wertorientierten Faktoren ist jedoch auch eine Synonymisierung von KMU und Mittelstand zu erkennen. Im wissenschaftlichen Diskurs erfolgt keine präzise Abgrenzung dieser beiden Begriffe. Und auch die in Studienstrang A interviewten Entscheidungsträger der mittelständischen Unternehmen setzen KMU und Mittelstand häufig gleich. Den qualitativen Definitionsmerkmalen wird dabei jedoch eine signifikantere Bedeutung beigemessen als den quantitativen Definitionsmerkmalen. Die Abstraktion der eigenen Unternehmensfinanzierung über kapitalmarktbasierende Finanzierungsformen hingegen erscheint im wesentlichen Widerspruch zur eigenen Philosophie und Identität zu stehen.

Kapitalmarktorientierte Großkonzerne stehen in der Wahrnehmung den wesentlichen Identifikationsmerkmalen des Mittelstands „Nachhaltigkeit, familiengeführt, langfristige Perspektive und hohe Mitarbeiterorientierung“ entgegen. Eine losgelöste Betrachtung der Finanzierungsform Kapitalmarkt von den gelebten Werten des Unternehmens ist nicht primär verankert.

Einen Erklärungsansatz für dieses Phänomen bietet die Prinzipal-Agent-Theorie.³⁷⁴ Definierendes Merkmal des Kapitalmarktes ist der Zugang Dritter zu Unternehmensanteilen. In der Folge wird die den Mittelstand definierende Einheit aus Eigentum und Leitung aufgebrochen. Externe Geldgeber sind somit als Prinzipale anzusehen. Der ehemalige alleinige Unternehmenseigentümer und -entscheider ist folglich nur noch Manager und als Agent anzusehen. Der Einfluss der Prinzipale kann zu Interessensdivergenzen zwischen Eigentümern und Management führen, insbesondere, wenn die Interessen der Prinzipale nach dem Verständnis des Agenten im Widerspruch seiner eigenen Werte stehen. Ein Beispiel: Aus Sicht der neuen Investoren (Prinzipale) kann es von Interesse sein, kurzfristige Gewinne zu maximieren. Aus Sicht des ehemaligen alleinigen Gesellschafters (nun Agent), divergieren diese Interessen mit seiner intrinsischen langfristigen und nachhaltigen Orientierung.

Der diametrale Interessenskonflikt zwischen Prinzipal und Agent im Rahmen der Prinzipal-Agent-Theorie wird im Kontext der Stewardship-Theorie nicht als gegeben betrachtet. Kernmerkmal der Stewardship-Theorie ist die Eigenverantwortung des Managements, welches durchaus gleichlautende Interessen mit den Eigentümern teilt. Die zuvor beschriebene und im Rahmen der Forschungsergebnisse (überwiegend) gezeigte Emotionalisierung und Ablehnung kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen

³⁷⁴ Vgl. Kapitel 2.4.1.

muss nicht abschließend sein. Einige Entscheidungsträger zeigten Ansatzpunkte einhergehender Interessen mit potenziellen externen Investoren. Die Konkretisierung dieser Gemeinsamkeiten im Kontext der Stewardship-Theorie kann als Anknüpfungspunkt einer verbesserten Kommunikation zwischen Mittelstand und Kapitalmarkt verstanden werden.

Die Einheit aus Eigentum und Leitung mittelständischer Unternehmen und ihr verankertes Werteverständnis sind jedoch nicht ausschließlich relevant im Kontext der Prinzipal-Agent-Theorie und Stewardship-Theorie. Mittelständische Entscheidungsträger messen ihren weitreichenden Entscheidungsbefugnissen großen Wert bei. Die Bündelung dieser Rechte folgt dem Sinne der Property-Right-Theorie. Der Wert eines Guts bestimmt sich durch die mit ihm verbundenen Rechte. Bei Bündelung dieser Rechte steigt der Wert. Diese Bündelung der Rechte wird bei Eintritt externer Investoren aufgebrochen und stellt somit ein weiteres Hemmnis für Mittelständler dar.

Eben deshalb ist der Aspekt und ein tiefgreifendes Verständnis von der Art und Weise, wie sich mittelständische Unternehmen in Deutschland identifizieren, von solch großer Bedeutung zur Beantwortung der Forschungsfrage. Wenn der Kapitalmarkt in Zukunft eine ernstzunehmende Alternative zur Unternehmensfinanzierung sein soll, so muss er die intrinsischen Hemmnisse des Mittelstands aufgreifen und proaktiv adressieren. Insbesondere die mittelstandsnahe Beratung ist hier ein bedeutender Akteur, da der gefühlte Kausalzusammenhang, dass eine Kapitalmarktfinanzierung den Werten von Mittelständlern entgegenstehe, aufgebrochen werden muss.

3.3 Kontrollverlust

Das folgende Kapitel beleuchtet im Kontext der dritten konkretisierten Fragestellung, ob ein mit der Kapitalmarktfinanzierung einhergehender Kontrollverlust der Gesellschafter als Verweigerungsgrund von signifikanter Bedeutung ist. Nach einem nachgewiesenen Interesse des Mittelstands an Finanzierungsalternativen und der Wahrnehmung des Kapitalmarktes als Wachstumsbeschleuniger³⁷⁵, konnte Kapitel 3.2 die Identifikation der Mittelständler und die Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen als mögliches Hemmnis ins Licht rücken. Neben dieser vermeintlichen Unvereinbarkeit der Wertvorstellungen von mittelständischen Unternehmen mit einer kapitalmarktbasierter Finanzierungsform wird in der Literatur auch das Selbstverständnis des Mittelstands, über alle die das Unternehmen betreffenden Sachverhalte alleinig entscheiden zu können, als wesentliches Charakteristikum beschrieben. Neben der Beleuchtung von ebendiesem Charakteristikum wagt dieses Kapitel eine Antwort auf die Fragestellung, ob die gebotenen Möglichkeiten des Kapitalmarktes, den Einfluss Externer auf das eigene Unternehmen zu beschränken, bei mittelständischen Entscheidungsträgern bewusst wahrgenommen werden und ob diese dem postulierten Hemmnis entgegenwirken können.

3.3.1 Strategische Entscheidungshoheit

Als bedeutendes Charakteristikum des Mittelstands wird die Einheit aus Eigentum und Leitung beschrieben.³⁷⁶ Dieses Charakteristikum mündet in dem Verständnis der Eigentümer(-familien), die strategischen Ausrichtungen ihres Unternehmens nach freiem Willen gestalten zu können.³⁷⁷ Als ultimatives Ziel gilt in diesem Sinne das Fortbestehen der Gesellschaft über die folgenden Generationen hinaus. Eine strategische Entscheidungshoheit über die unternehmerischen Geschicke ist somit ein ernstzunehmender Faktor für die Entscheidungsträger des Mittelstandes.

Im Rahmen der durchgeführten Studie thematisierten 16 der 17 Interviewteilnehmer die strategische Entscheidungshoheit. Auf Studienstrang A entfielen dabei 9 von 10 Teilnehmer, auf Studienstrang B 7 von 7 Teilnehmer. Die Interviewteilnehmer in

³⁷⁵ Vgl. Kapitel 3.1.

³⁷⁶ Vgl. BECKER ET AL. (2015), S. 6. und IFM (o. J.a), <https://www.ifm-bonn.org/definitionen/mittelstandsdefinition-des-ifm-bonn>.

³⁷⁷ Vgl. BENDEL ET AL. (2016), S. 45 f.

Studienstrang B wurden dabei gebeten, die Haltung ihrer Mandanten in Bezug auf die Wichtigkeit der strategischen Entscheidungshoheit wiederzugeben. Sowohl auf Seiten der Entscheidungsträger des Mittelstands als auch auf der beratenden Seite wurde dabei die Wichtigkeit dieses Aspekts deutlich. Die unternehmerische Freiheit, die Geschicke seiner Gesellschaft nach eigenem Gusto steuern zu können, wurde in nahezu allen Interviews deutlich. Dabei konnte erneut eine Abgrenzung zu kapitalmarktorientierten Unternehmen aufgezeigt werden, die als fremdbestimmt wahrgenommen werden.

„Weil wir uns auch deshalb selbstständig gemacht haben, weil wir Dinge gestalten wollen. Und wenn das beschnitten wird, würde uns das, glaube ich, nicht so viel Spaß machen.“

(I 8, 52)

„Man möchte sich da nicht reinreden lassen. Das ist absolut der Punkt. Man will Entscheidungshoheit haben, man will das selber, das ist sein eigenes Ding.“

(I 6, 60)

„Und es ist natürlich schon auch ein gutes Gefühl, der eigene Herr am Hof zu sein.“

(I 1, 36)

„Es kann doch nicht sein, dass irgendwelche Leute uns sagen, was wir tun sollen. Wo gibt's denn so was? Das kann nicht sein.“

(I 3, 36)

Die Neigung der mittelständischen Entscheidungsträger wird im Rahmen der Studie durch die beratende Seite bestätigt. Auch sie beobachten die Wichtigkeit dieses Aspekts bei ihren Mandanten.

„Und es wird dann da schwierig, so erleben wir das, wo diese Person, diese klassischen Gesellschafter-Geschäftsführer dann sehen, dass ihre oder das Gefühl haben, dass ihre Entscheidungsfreiheit, ihre Handlungsfreiheit eingeschränkt wird.“

(I 12, 38)

„Da siehst du eigentlich, warum es nicht funktioniert. Weil der, weil der (...) mittelständische Unternehmer aufgrund (...) seines Mindsets, glaube ich, Schwierigkeiten hat, einen Mitgesellschafter zu haben, der nicht aus der Familie ist, der von außen kommt.“

Der Faktor der Entscheidungsfreiheit ist dabei nicht alleiniger Verweigerungsgrund im Sinne einer potenziellen Kapitalmarktfinanzierung, sondern inkludiert ebenso nicht-kapitalmarktbasierende Finanzierungsformen, mit denen Mitsprache Dritter einhergeht.

„Die Gesellschafter sagen, sie wollen kein Mitspracherecht haben und wenn die Bank natürlich einen hohen Anteil am Kapital hat, also sagen wir mal, die haben auch nur (...) 50 % Eigenkapital, dann macht die Bank (...) 20, 30 % aus und will natürlich die Berichte haben. Kann auch mal eingreifen im Notfall, kann auch mal jemanden bestellen. Sanierungsthematiken, wenn die Kredite ausfallen, also drohen auszufallen. Und das ist genau ein Risiko, das viele nicht haben wollen. Das heißt, viele machen das wirklich auf das reine Mindestmaß oder KK-Linien zum Beispiel, oder nur eine Zwischenfinanzierung oder sowas, aber keine reine Finanzierung über Banken, weil sie oft Angst haben, dass was passieren könnte.“

Im Kontext der zugrundeliegenden Fragestellung muss der strategischen Entscheidungshoheit mittelständischer Entscheidungsträger schließlich eine entsprechende Bedeutung zukommen. Sofern das Gefühl eines Verlustes dieser Entscheidungshoheit mit Kapitalmarktfinanzierung einhergeht, ist dies neben der vermeintlichen Unvereinbarkeit der Wertvorstellungen ein wesentlicher Grund für die bisherige Verweigerung des Kapitalmarktes durch mittelständische Unternehmen. Ob dieses Gefühl tatsächlich vorliegt, beantwortet das folgende Kapitel.

3.3.2 Kontrollverlust einhergehend mit Kapitalmarktfinanzierung

Im Rahmen der theoretischen Grundlagen dieser Dissertation wurden die gängigsten Ausgestaltungsformen der kapitalmarktbasierenden Finanzierung beleuchtet.³⁷⁸ Darüber hinaus ebenfalls die im wissenschaftlichen Kontext des Öfteren genannten Hemmnisse und Herausforderungen für mittelständische Unternehmen im Zuge einer potenziellen Kapitalmarktfinanzierung, wie die Notwendigkeit einer kapitalmarktfähigen Rechtsform,³⁷⁹ auf europäischer Ebene regulierte Rechnungslegungsvorschriften³⁸⁰ und

³⁷⁸ Vgl. Kapitel 2.3.1. und Kapitel 2.3.2.

³⁷⁹ Vgl. dazu HOLZBORN/ STIEFENHOFER LUTZ (2006), BARZ/SCHNOBRICH (2001) und BÖSL (2004).

³⁸⁰ Vgl. HOMBURG (2004), S. 78.

die mit dem Börsengang verbundenen Kosten.³⁸¹ Für mittelständische Entscheidungsträger sind jedoch nicht nur regulatorische und monetäre Aspekte zu berücksichtigen, sondern auch qualitative Werte im Sinne der den Mittelstand auszeichnenden Einheit aus Eigentum und Leitung eines Unternehmens.³⁸² Diese suggeriert ein bedeutendes Interesse an der Beibehaltung der strategischen Entscheidungshoheit durch ebendiese Entscheidungsträger und konnte innerhalb der Analyse des Kapitels 3.3.1. nachgewiesen werden. Sofern Kapitalmarktfinanzierung nun mit einem Verlust dieser strategischen Entscheidungshoheit verknüpft wird, dürfte es als weiteres Hemmnis für eine Verweigerung der Kapitalmarktfinanzierung von Mittelständischen Unternehmen angesehen werden.

In der durchgeführten Interviewstudie thematisierten 17 der 17 Teilnehmer die Subkategorie „Kontrollverlust einhergehend mit Kapitalmarktfinanzierung“. In Studienstrang B wurden die Berater erneut um Wiedergabe der Wahrnehmung ihrer Mandantschaft gebeten.

Die tatsächliche Korrelation von einem mit der Kapitalmarktfinanzierung einhergehenden Kontrollverlust konnte über nahezu alle Teilnehmer hinweg beobachtet werden. Ähnlich zur zuvor analysierten Subkategorie „Divergenz eigener Werte zur Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen“ zeigten sich sowohl vollends zustimmende Interviewpartner als auch Interviewpartner, die eine differenzierte Sicht aufweisen. Eine allgemeine Unwissenheit der mittelständischen Entscheidungsträger über die kapitalmarktbasieren Ausgestaltungsformen kann letztlich jedoch nicht festgestellt werden. Wenngleich der Faktor der Unternehmensgröße im Zusammenhang eines Bewusstseins über diese Ausgestaltungsformen zu stehen scheint, scheint er auch nicht alleinig entscheidend zu sein. Das persönliche Interesse des jeweiligen mittelständischen Entscheidungsträgers am Kapitalmarkt ist ebenfalls zu berücksichtigen.

„Auf der anderen Seite ist es natürlich auch so (...), mit Aktien gebe ich ja auch sozusagen potenziell Einflussmöglichkeiten auf. Je nachdem, wie ich das (...) organisiere. Ja, das wollten wir natürlich auch nicht.“

(I 8, 38)

³⁸¹ Vgl. SCHULZ (2010), S. 102.

³⁸² Vgl. BECKER ET AL. (2015), S. 6.

„Aber es ist die Frage wie viele Shares hat man am Ende noch? Hat man jetzt nur die Sperrminorität oder hat man doch noch mehr als 50 %? Das sind so Einzelfall Themen, die eigentlich zu besprechen sind. Ich glaube aber, in der Regel ist man dann unter 50 %, wenn man diesen Schritt geht.“

(I 1, 52)

„Wenn Aktionäre dann mitbestimmen dürfen, wo es hingeht, wird das schwierig, weil die das nicht überblicken können.“

(I 3, 122)

„Aber Kontrollverlust, das ist sicherlich ein großes Thema. Ja. Sie müssen halt mal sehen. Das ist ja oft bei Familien oder bei Unternehmen in Familienhand so, das ist ja, die haben ja alle ein Klumpenrisiko in ihrem Vermögenskorbchen.“

(I 5, 49)

Kapitalmarktfianzierung wird von Mittelständlern mit einem einhergehenden Kontrollverlust verknüpft. Für Börsen und Gesetzgebung mit der Intention, den Kapitalmarkt für Mittelständler attraktiv zu gestalten, ist dieser Faktor somit zu berücksichtigen und von wesentlicher Bedeutung.

3.3.3 Nutzung verschiedener Ausgestaltungsformen

Die Nutzung der durch den Kapitalmarkt bereitgestellten Ausgestaltungsformen kann dem Kontrollverlust seitens der Gesellschafter entgegenwirken. Diese Ausgestaltungsformen sind einerseits aufgrund des Charakteristikums der Finanzierungsmöglichkeit definiert, andererseits durch explizit Kontrollverlust minimierende Aspekte gestaltet. Eine der Fremdkapitalfinanzierung zuzuordnende Anleihenfinanzierung ist dementsprechend nicht mit signifikant höherem Kontrollverlust einhergehend als es ein Bankenkredit ist.³⁸³ Auf Eigenkapitalseite ist die Nutzung von Vorzugsaktien ein naheliegendes Instrument zur Vermeidung des Kontrollverlustes.³⁸⁴ Eine vorhandene Unwissenheit der mittelständischen Entscheidungsträger über ebendiese Gestaltungsmöglichkeiten wurde im vorherigen Kapitel als ein wesentliches Hemmnis für die Verweigerung der Kapitalmarktnutzung in Deutschland identifiziert. Kapitel 3.3.3

³⁸³ Vgl. DIWALD (2013), S. 3.

³⁸⁴ Vgl. DASKE/EHRHARDT (2005), S. 3.

und Kapitel 3.3.4 erheben nun durch aktive Thematisierung dieser Ausgestaltungsmöglichkeiten potenzielle Anknüpfungspunkte für eine in Zukunft stärkere Nutzung kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen.

Im Rahmen der vorliegenden Studie wurde die „Nutzung verschiedener Ausgestaltungsformen“ in allen 17 Interviews thematisiert. Ausgehend von dem individuellen Gesprächsverlauf wurden durch den Forschenden teilweise präzise Fragestellungen aufgegriffen, welche auf der bisher nicht vorhandenen Kenntnis des Interviewten über diese, den Kontrollverlust beschränkenden, Maßnahmen abzielte.

„Man sagt, ich gehe gar nicht in Richtung Eigenkapitalfinanzierung, sondern gucke mich nur auf der Fremdkapitalseite um, dann könnten Anleihen zum Beispiel eine Alternative zu einem Kredit sein. (...) Glauben Sie, dass das Möglichkeiten sind, um (...) so einen befürchteten Kontrollverlust vermeiden zu können?

Ja, das glaube ich.“

(I 10, 63 – 64)

„Also ich habe mich damit jetzt auch tatsächlich offen gesagt, nicht mit beschäftigt. Das müsste ich natürlich tun und ich glaube, dass es schon (...) Mittel und Wege gibt. Also die muss man halt finden. Ich kenne sie halt heute nicht, aber ja, da hätte ich jetzt im Moment auch keine Angst vor. Also wenn das eine (...) potenzielle Form wäre, würde ich mich damit auseinandersetzen.“

(I 8, 80)

„Ich glaube, dass dann der leichtere Schritt ja, wenn man sagt, ich beteilige meine Aktionäre am unternehmerischen Erfolg durch Ausschüttungen und Dividende, aber ich muss Ihnen jetzt keine Stimmrechte geben.“

(I 1, 56)

„Meinen Sie, das könnte eine Möglichkeit sein, um diesen Kontrollverlust irgendwie zu limitieren?

Ja klar. Oder auch eine KG auf Aktien machen. Strukturiert (...) natürlich, (...) das kann man alles machen.“

(I 5, 48 – 49)

Ausgehend von dem im Kapitel 3.1 nachgewiesenen Interesse des Mittelstandes an einer Diversifikation der Unternehmensfinanzierung mit einhergehender Wahrnehmung des Kapitalmarktes als Wachstumsbeschleuniger, lässt sich somit erkennen, dass kontrollverlustbegrenzende Ausgestaltungsformen auf Wertschätzung des Mittelstandes treffen. Unter den vielfältigen, wesentlichen Hemmnissen in Bezug auf kapitalmarktbasierende Finanzierungsformen ist zwar ein potenzieller Kontrollverlust aus Sicht der mittelständischen Entscheidungsträger eines der bedeutendsten, jedoch resultiert diese Ablehnung aufgrund nicht ausreichenden Knowhows in Bezug auf die kontrollverlustminimierenden Maßnahmen.

Auf beratender Seite sind diese Gestaltungsformen bekannt. Dennoch gibt sie ebenfalls eine gewisse Unwissenheit ihrer Mandantschaft wieder. Im Rahmen der Fragestellung wurde der Teilnehmerkreis des Studienstrangs B daher gebeten, die Wahrscheinlichkeit einer Kapitalmarktnutzung bei Kenntnis über die Ausgestaltungsformen wiederzugeben.

„Aber dieser Punkt Anleihen, glaube ich, das ist eher ein Punkt, wenn man von vornherein sagen kann, dass es reines Fremdkapital ist, fest verzinst oder vielleicht variabel verzinst oder wie auch immer, das könnte man sicherlich hinbekommen.“

(I 16, 81)

„Wenn ihr sagt Kontrolle ist mir wichtig, ja, dann muss man vielleicht nicht über die Börse gehen, sondern geht mal über (...) Unternehmensanleihen zum Beispiel.“

(I 13, 79)

„Ein wichtiges Thema ist (...) da auch wieder Aufklärung. Ja, weil einfach häufig ja, wenn es in Richtung Kapitalmarkt geht, denken alle an Aktien und Listing in bekannten Indizes und so, aber das ist ja, so ist es ja nicht. Es gibt ja auch rechts und links davon Möglichkeiten.“

(I 12, 54)

Auffällig im Kontext der Wertschätzung gegenüber den eigenen Mitarbeitern ist das mehrfach verkündete Interesse an einer Mitarbeiterbeteiligung am unternehmerischen Erfolg.

„Also sowas würde ich überlegen, das vielleicht an Mitarbeiter zu tun. Also ich sag mal jetzt mal weg von dem ganz fremden Dritten. Aber dann zu sagen: Kann ich Schlüsselpositionen dadurch motivieren? Es gibt ja diese Esops und Ähnliches, wo man

sagt, du kriegst ein Gehalt, was vielleicht nicht deiner Stelle gerade entspricht, aber du kriegst irgendwelche Vorzugsaktien von einem Unternehmen, wo du dann ähnlich wie eine Tantiemenregelung, aber noch intensiver entsprechend mit ich sage mal am Erfolg des Unternehmens partizipieren kannst.“

(I 4, 56)

„Also jetzt habe ich für mich mal den Gedanken Mitarbeiter oder Belegschaftsaktien, das ist ja noch eine Vorstufe zu fremden, dritten, anonymen Marktkapital.“

(I 6, 68)

Entscheidend für die Fragestellung, ob der Kapitalmarkt als ernstzunehmende Finanzierungsalternative für den deutschen Mittelstand in Betracht kommt, ist eine gründliche Aufarbeitung und Linderung der vom Mittelstand verspürten Hemmnisse des Kapitalmarktzugangs. Im Kontext der kontrollverlustminimierenden Maßnahmen lässt sich resümierend festhalten, dass diese bisher aufgrund der fehlenden Kenntnis der Entscheidungsträger kaum von Bedeutung sind. Unwissenheit kann jedoch aufgearbeitet werden. Den Mittelstand betreuenden Akteuren kommt an dieser Stelle erneut eine wichtige Rolle bei. Insbesondere das Anleihensegment erscheint für mittelständische Unternehmen von ausreichender Größe eine ernstzunehmende Finanzierungsalternative zu sein.

3.3.4 Meinungsänderung nach Erläuterung der Ausgestaltungsformen

Unwissenheit im Sinne eines Verweigerungsgrundes für Kapitalmarktfinanzierung kann durch Aufklärung vermieden werden. Die mit der Unwissenheit verbundene Befürchtung eines Kontrollverlustes konnte als im Mittelstand vorherrschendes Hemmnis identifiziert werden. Werden mittelständische Entscheidungsträger jedoch über Gestaltungsmöglichkeiten im Rahmen der Kapitalmarktfinanzierung aufgeklärt, die diesen Kontrollverlust begrenzen respektive vermeiden, kann dem Hemmnis des befürchteten Kontrollverlustes entgegengewirkt werden. Die Meinungsänderung und Offenheit gegenüber kapitalmarktbasieren Finanzierungsmöglichkeiten nimmt zu und

befindet sich folglich in Einklang mit dem vom Mittelstand bekundeten Interesse an der Diversifizierung seiner Finanzierungsmöglichkeiten und Lösung von Hausbanken.³⁸⁵

Kapitel 3.3.4 zeigt im Folgenden eine tatsächliche Meinungsänderung der interviewten mittelständischen Entscheidungsträger. In Studienstrang B wurden die Berater gebeten eine potenzielle Meinungsänderung nach erfolgter Erläuterung der diversen kontrollverlustminimierenden Gestaltungsmöglichkeiten innerhalb ihrer Mandantschaft zu beurteilen.

Im Gegensatz zu den zuvor analysierten Subkategorien wurde eine Codierung für die „Meinungsänderung nach Erläuterung der Gestaltungsmöglichkeiten“ jedoch nur vergeben, sofern eben diese Meinungsänderung zweifelsfrei belegt werden konnte. Daher ist die Beurteilung der Ergebnisse dieser Subkategorie zwangsläufig im Kontext der zuvor analysierten Subkategorien zu sehen.

Die Meinungsänderung konnte in Studienstrang A bei zwei Interviewteilnehmern direkt identifiziert werden. In Studienstrang B hielten es fünf von sieben Interviewpartnern für wahrscheinlich, dass eine Meinungsänderung in Bezug auf Kapitalmarktfinanzierung durch Aufklärungsarbeit und verbesserte Informationen stattfinden könnte.

„Ich kenne sie halt heute nicht, aber ja, da hätte ich jetzt im Moment auch keine Angst vor. Also wenn das eine (...) potenzielle Form wäre, würde ich mich damit auseinandersetzen.“

(I 8, 80)

„Ja, meinen Sie, sowas könnte eine Möglichkeit sein, wenn man das will?“

Könnte eine Möglichkeit sein. Ja.“

(I 3, 121 – 122)

„Also vielleicht, wenn man mal (...) jemanden findet, der (...) sehr progressiv ist, dann könnte es vielleicht gelingen.“

(I 16, 81)

„Also wenn man dann diesen Mittelständlern oder Mittelstandsgesellschaftern sagen würde: Hey, ihr könnt über den Kapitalmarkt und bitte nicht erschrecken, es gibt auch

³⁸⁵ Vgl. BFM (2021), <https://www.bundesverband-factoring.de/pressemitteilungen/item/150-mittelstandsfinanzierung-strategien-und-hemmnisse-in-krisenzeiten> und Kapitel 3.1.1.

hier Möglichkeiten, wie ihr vielleicht ohne Kontrollverlust diese Finanzierungsform nutzen könnt. Glaubst du, dann werden sie per se ein bisschen offener dafür?

Glaube ich schon, ja.“

(I 13, 78 – 79)

„Wenn es Bedarf gibt, dann glaube ich, ist das durchaus etwas, was Gehör finden könnte.“

(I 12, 52)

„Glaubst du, wenn man da im Detail mit Mandanten drüber sprechen würde, würde sich der Vorbehalt so ein bisschen auflösen, weil die verstehen, dass es da auch Gestaltungsmöglichkeiten gibt?

Ja, ein bisschen schon.“

(I 14, 75 – 76)

„Da wären wir bereit zu, nur um dieses Risiko auszulagern. Da muss man überlegen, was da für Hebel hinter stehen. Auch für einen Investor wiederum. (..) Man muss die Leute nur zusammenbringen.“

(I 11, 88)

Wenngleich die direkte Meinungsänderung im Rahmen der durchgeführten Interviewstudie bei lediglich zwei von zehn mittelständischen Entscheidungsträgern nachvollzogen werden konnte, ist das Potenzial zur Vertiefung vorhanden. Kapitel 3.3.3 zeigt deutliche Hinweise auf mögliche Ansatzpunkte für Börsenplätze im Sinne der Auflösung etwaiger Vorbehalte des Mittelstands aufgrund eines befürchteten Kontrollverlustes seitens der Unternehmensgesellschafter. Dieses Potenzial wird durch den Großteil der beratenden Interviewpartner ebenfalls identifiziert.

3.3.5 Zusammenfassung

Im Sinne der Beantwortung der dritten konkretisierten Forschungsfrage, ob der Grad an Kontrollverlust durch Abgabe von Unternehmensanteilen bei Nutzung der Kapitalmärkte ausschlaggebend für eine Verweigerung der Kapitalmärkte sei, wurde die Hauptkategorie „Kontrollverlust“ dediziert analysiert.

Kontrolle über die Geschicke des eigenen Unternehmens ist für mittelständische Entscheidungsträger von essenzieller Bedeutung. Diese herausragende Bedeutung kann durch das intrinsische Werteverständnis von mittelständischen Unternehmen sowie durch die strukturelle Eigenschaft einer familiengeführten Unternehmung begründet werden.³⁸⁶ Kapitalmarktbasierende Finanzierungsformen hingegen suggerieren aufgrund ihrer Ausgestaltung eine Form von Kontrollverlust für Gesellschafter.³⁸⁷ Die im Rahmen der durchgeführten Interviewstudie gewonnenen Erkenntnisse zeigen sich kohärent zu den im theoretisch-konzeptionellen Teil erarbeiteten Vermutungen.³⁸⁸

Sowohl Prinzipal-Agent-Theorie als auch Property-Rights-Theorie sind in diesem Kontext von Bedeutung. Beide Theorien der neuen Institutionenökonomie bieten Anwendungsoptionen im Rahmen dieser Hauptkategorie. Mit dem Eintritt des Einflusses externer Parteien nehmen mittelständische Entscheidungsträger einerseits eine Interessensdivergenz zwischen ihnen und den Investoren wahr (Prinzipal-Agent-Theorie), andererseits reduziert der Eintritt dieser externen Investoren ihren Einfluss und damit die Verfügungsrechte über ihr Gut – das eigene Unternehmen. Dieser Effekt unterstreicht die Wichtigkeit von kapitalmarktbasierenden Finanzierungsformen, die den Einfluss der Entscheidungsträger wahren. Da Mittelstand nicht allein durch quantitative Kriterien definiert werden kann, sondern lediglich durch Berücksichtigung von qualitativen Kriterien, ist Kontrollverlust ein signifikantes Hemmnis für mittelständische Unternehmen in Bezug auf kapitalmarktbasierende Finanzierungsformen. Die strategische Entscheidungshoheit über das zu steuernde Unternehmen wird von den Interviewteilnehmern, sowohl in Studienstrang A als auch in Studienstrang B, als Grundvoraussetzung angesehen. Mitsprache Dritter wird nach Möglichkeit vermieden. Diese ist dabei jedoch nicht allein auf kapitalmarktbasierende Finanzierungsformen beschränkt, sondern inkludiert alle Finanzierungsformen, insbesondere auch die klassische Mittelstandsfinanzierung über Banken. Eine optimale Finanzierung aus Sicht der mittelständischen Entscheidungsträger würde lediglich Eigenmittel umfassen. Die langfristige Ausrichtung dieser Unternehmen und das überwiegend verspürte Interesse an unternehmerischem Wachstum resultieren in einer Notwendigkeit, Mittel Dritter aufzunehmen. Doch während auch Kreditinstitute, getrieben durch restriktivere regulatorische Vorgaben, vermehrt Einblicke verlangen und im Zweifel ebenso

³⁸⁶ Vgl. BECKER ET AL. (2015), S. 6., PICHET/LANG (2012), S. 4 f. und HOFSTEDE (2001), S. 225.

³⁸⁷ Siehe Kapitel 2.3.1.

³⁸⁸ Siehe Kapitel 2.4.2.

Mitsprache ausüben können, wird diese Mitsprache weniger kritisch interpretiert als die von Dritten über den Kapitalmarkt. Dieser Zweiklang von Kontrollverlust und Kapitalmarkt konnte durch die vorliegende Studie bestätigt werden.

Wenn dieser Kontrollverlust zudem noch mit hohen Kosten einhergeht, verliert Kapitalmarktfinanzierung für mittelständische Unternehmen gänzlich an Attraktivität. Die Reduktion dieser Kosten, ganz im Sinne der Transaktionskostentheorie, ist eine ergänzende Notwendigkeit.

Damit eine Kapitalmarktfinanzierung nicht gleichbedeutend mit Kontrollverlust sein muss, sehen nationale und internationale Gesetzgebung und Regulatorik diverse Ausgestaltungsformen vor. Gängige Instrumente auf Eigenkapitalseite sind stimmrechtslose Aktien,³⁸⁹ gängige Instrumente auf Fremdkapitalseite sind Anleihen.³⁹⁰ Während der Kapitalmarkt in der Wahrnehmung der mittelständischen Entscheidungsträger per se mit Kontrollverlust einhergeht, sind die den Kontrollverlust minimierenden Gestaltungsformen nicht in die Urteilsbildung einbezogen. Die vorherrschende Unwissenheit der Entscheidungsträger kann dabei von beratender Seite bestätigt werden. Ihnen kommt eine bedeutende Rolle zu, wenn es im Hinblick auf die optimale Finanzierungsstruktur ihrer Mandanten sinnig erscheint, kapitalmarktbasierende Alternativen in die Entscheidungsfindung zu implementieren und dem subjektiv wahrgenommenen, unvermeidbaren Kontrollverlust entgegenzutreten. Denn die Studie zeigt ein vorhandenes Potenzial seitens der Mittelständler, den Verweigerungsgrund „Kontrollverlust“ zu relativieren.

Resümierend ist festzuhalten, dass die Sorge um den Kontrollverlust bei kapitalmarktbasierter Unternehmensfinanzierung (noch) ein wesentlicher Grund für die Vermeidung ebendieser ist. Festzuhalten ist jedoch auch, dass ein vorhandenes Potenzial durch die durchgeführte Studie identifiziert wurde, diesen Verweigerungsgrund aufzuweichen.

³⁸⁹ Vgl. § 140 Abs. 1 AktG, § 140 Abs. 2 AktG., § 139 Abs. 1 AktG. und § 139 Abs. 2 AktG.

³⁹⁰ Vgl. DIWALD (2013), S. 3. und STATISTA (2021c), S. 1.

4 Gesamtwürdigung der Ergebnisse

Im Folgenden wird eine zusammenfassende Gesamtwürdigung der Forschungsergebnisse beschrieben. Die durch die Interviewstudie erzielten Ergebnisse werden anhand der konkretisierten Forschungsfragen³⁹¹ in die übergeordnete Fragestellung, ob der Kapitalmarkt eine attraktive Finanzierungsalternative für den deutschen Mittelstand sein kann, eingeordnet. Anknüpfend an diese Einordnung werden Implikationen im Kontext der Kapitalmarktfinanzierung für Mittelständler abgeleitet und beschrieben. Darüber hinaus werden die im Rahmen dieser Arbeit erzielten Ergebnisse anhand ihres Forschungsbeitrags eingeordnet. Dabei wird ebenso auf die limitierenden Aspekte eingegangen, welche wiederum Ansatzpunkte für weitere Forschungsunterfangen bieten können. Abschließend wird dieses Kapitel einen Ausblick wagen und Handlungsempfehlungen für die zentralen Akteure, Mittelstand, Börsen, Intermediäre und Gesetzgebung anhand der zusammengefassten Forschungsergebnisse ableiten.

4.1 Zusammenfassung der Forschungsergebnisse und Implikationen

Zusammenfassende Beantwortung der Forschungsfragen

Im Rahmen der theoretischen Grundlagen konnte anhand einschlägiger Literatur ein vorhandenes Interesse des Mittelstandes an der Diversifizierung seiner Finanzierungsmöglichkeiten belegt werden. Dieses Streben nach Diversifizierung umfasst sowohl klassische Finanzierungsformen als auch kapitalmarktbasierende Finanzierungsformen und ist je nach Größe eines Unternehmens rudimentär oder feingliedrig.³⁹² Zudem konnte aufgrund literaturbasierter Analyse eine prognostizierte Zunahme kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen festgestellt werden.³⁹³ Dennoch sind zum Zeitpunkt der durchgeführten Studie kaum mittelständische Unternehmen an den deutschen Börsenplätzen gelistet.³⁹⁴ Zur Beurteilung der Attraktivität des Kapitalmarktes als Finanzierungsalternative für den deutschen Mittelstand ist insofern eine präzise Betrachtung der Hemmnisse unabdingbar. Dabei erscheinen insbesondere qualitative Aspekte von wesentlicherer Bedeutung als monetäre. Sowohl die

³⁹¹ Vgl. Kapitel 2.4.2.

³⁹² Vgl. BENDEL ET AL. (2016), S. 39.

³⁹³ Vgl. RISCHBIETER (2014); BENDEL ET AL. (2016); DEMARY ET AL. (2015); BRUNKOW/FAHRHOLZ (2019) S. 704; BALZ ET AL. (2012a), S. 6 und SOMMER (2024), S. 1827.

³⁹⁴ Vgl. BAFIN (2017), S. 25 ff. und STATISTA (2021b), S. 1.

durchgeführte empirische Studie als auch die aus der Synthese der Literatur abgeleiteten Erkenntnisse weisen dabei auf eine notwendige Differenzierung verschiedener Akteursgruppen hin.

Zu diesem Zwecke wurden ausgehend von der übergeordneten Fragestellung konkretisierte Forschungsfragen abgeleitet, die im Folgenden einzeln beantwortet werden.

1. Ist der Kapitalmarkt aus finanzieller und öffentlichkeitswirksamer Sicht attraktiv für bereits etablierte Mittelständler?

Die Kapitalmarktfähigkeit der mittelständischen Unternehmen vorausgesetzt, wird der Kapitalmarkt im Kontext der Finanzierungsalternativen wahrgenommen. Grundlage dieser Wahrnehmung ist das vermehrte Bestreben mittelständischer Unternehmen, ihre Finanzierungsdiversifizierung zu forcieren. Die Frage der Attraktivität wird dabei nicht auf die Ausweitung der finanziellen Ressourcen isoliert, sondern auch unter dem Aspekt der Wachstumsfinanzierung honoriert. Insofern sind die europäischen Bestrebungen eines vereinfachten Zugangs zu den Kapitalmärkten für KMUs und Mittelständler im Sinne des Mittelstands, wenngleich limitierend hinzuzufügen ist, dass das Streben nach Unternehmenswachstum nicht über alle mittelständischen Unternehmen verallgemeinert werden darf.

Kapitalmarktfähige Unternehmen jedoch, insbesondere diejenigen mit einer Unternehmensbewertung im drei- bis vierstelligen Millionenbereich, verspüren neben dem Streben nach Unternehmenswachstum einen gewissen Wachstumsdruck. In konsolidierenden Märkten und Branchen mit steigender kritischer Unternehmensgröße ist Wachstumsfinanzierung von essenzieller Bedeutung. Gerade diese Unternehmen nehmen den Kapitalmarkt samt seiner Möglichkeiten als Finanzierungsalternative und Wachstumsbeschleuniger positiv wahr. Die von Börsen und Gesetzgebung proklamierten Vorzüge der Kapitalmärkte sind somit im Einklang mit der von mittelständischen Unternehmen generierten Nachfrage. Dass der Mittelstand die Kapitalmärkte somit als Finanzierungsalternative wahrnimmt, konnte also im Rahmen der Studie bestätigt werden und ist somit kongruent mit der bestehenden Literatur.³⁹⁵

³⁹⁵ Vgl. BRUNKOW/FAHRHOLZ (2019) S. 704; BALZ ET AL. (2012a), S. 6; SOMMER (2024), S. 1827; ZEIDLER (2015), S. 439 und GRUNOW/FIGGENER (2006), S. 333 ff.

Eine abschließende Beantwortung der Fragestellung ist jedoch nicht ohne Berücksichtigung der vom Mittelstand verspürten Hemmnisse und Herausforderungen möglich. Diese Hemmnisse und Herausforderungen sind dabei einerseits regulatorischer Natur – und werden auch so vom Mittelstand wahrgenommen – als auch andererseits von wertegetriebener Natur. Darüber hinaus gehen mit der Kapitalmarktfinanzierung verbundene Kosten einher, welche diese Finanzierungsform eher für große und ausreichend profitable Unternehmen attraktiv machen.³⁹⁶ Auch an dieser Stelle zeigen sich die Erkenntnisse der Studie weitestgehend deckungsgleich mit der Literatursynthese. Jedoch wird darüberhinausgehend festgestellt, dass im Rahmen der durchgeführten Studie das Hemmnis mit dem Kapitalmarkt nicht übereinander zu bringende Wertevorstellungen deutlicher thematisiert wird, als es in der bestehenden Literatur berücksichtigt wird. So weisen zwar Schmidt und Becker et al. auf den Zusammenhang von verspürtem Unabhängigkeitsverlust hin,³⁹⁷ doch werden weitestgehend regulatorische³⁹⁸ und kostenbasierte³⁹⁹ Verweigerungsgründe angeführt. Dieser Punkt wird explizit im Rahmen der zweiten konkretisierten Forschungsfrage aufgegriffen und weiterverfolgt.

Diese Unattraktivität kann weiterhin auf Basis der Transaktionskostentheorie eingeordnet und nachvollzogen werden.⁴⁰⁰ Die Interviewpartner beschreiben kapitalmarktorientierte Finanzierung als mit hohem organisatorischem Aufwand, erheblichem Koordinationsbedarf und langfristigen Verpflichtungen verbunden. Diese Aspekte erhöhen aus Sicht des Mittelstands die wahrgenommenen Transaktionskosten gegenüber alternativen Finanzierungsformen.

Schlussendlich ist festzuhalten, dass der Kapitalmarkt aus finanzieller und wachstumsintendierter Perspektive für größere mittelständische Unternehmen – unter Berücksichtigung der beschriebenen Hemmnisse und Herausforderungen – attraktiv sein kann.

³⁹⁶ Vgl. SCHULZ (2010), S. 102.; BENDEL ET AL. (2016) S. 43 ff.; DÖWELING (2017), S. 56; DRIEBLEIN/WOLF (2014), S. 1 und RANDOW (2017), S. 161.

³⁹⁷ Vgl. SCHMIDT (2017), S. 8 und BECKER ET AL. (2014), S. 11.

³⁹⁸ Vgl. BLÄTTCHEN/NESPETHAL (2013), S. 188; FALKENHAYN (2025), S. 46; SCHAMMO (2017), S. 281 ff. und BECKER ET AL. (2014), S. 11.

³⁹⁹ Vgl. DÖWELING (2017), S. 56; DRIEBLEIN/WOLF (2014), S. 1 und RANDOW (2017), S. 161.

⁴⁰⁰ Siehe Kapitel 2.4.4.

2. *Kann der Gang an den Kapitalmarkt ggf. auch im Gegensatz zur Positionierung als familiengeführtes, mittelständisches Unternehmen stehen?*

Als eines der im Rahmen der theoretischen Grundlagen identifizierte Hemmnis mittelständischer Unternehmen in Bezug auf kapitalmarktbasierte Finanzierungsformen wurde die wertgetriebene Identifikation des Mittelstands beleuchtet.⁴⁰¹ Das Selbstverständnis des Mittelstands steht dabei im Widerspruch zur Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen. Dieser Widerspruch konnte im Rahmen der durchgeführten Interviewstudie bestätigt werden. Die Positionierung, sei es nun in der eigenen Branche, gegenüber Mitarbeitern oder in lokaler Umgebung, ist wesentliches Identifikationsmerkmal für Mittelständler. Die Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Großkonzerne widerspricht diesem Selbstverständnis. Auffällig ist, dass das Thema der Identifikation deutlich wichtiger zu sein scheint, als es in der bisherigen Literatur thematisiert ist.

Dass Mittelstand und Kapitalmarkt nicht im Widerspruch zueinanderstehen müssen, lässt sich durch eine vertiefende Rationalität der Entscheidungsträger aufheben, indem die eigenen Wertvorstellungen von den Mitteln der Unternehmensfinanzierung losgelöst werden. Der Widerspruch bleibt jedoch bestehen, wenn Vorstellungen über Profitabilität und Rentabilität von (Familien-)Gesellschaftern und potenziellen Anteilseignern abweichen.

Insbesondere auf Basis der Prinzipal-Agent-Theorie ist diese Interessensdivergenz zwischen externen Investoren und Management respektive Alteigentümern von signifikanter Tragweite.⁴⁰² Die empirischen Ergebnisse weisen zugleich eine hohe Anschlussfähigkeit an die Stewardship-Theorie auf. Die Interviewpartner betonen wiederholt langfristige Orientierung, Verantwortungsbewusstsein und die Bedeutung unternehmerischer Autonomie. Kapitalmarktorientierte Finanzierung wird in diesem Kontext weniger als Finanzierungsinstrument, sondern als potenzieller Eingriff in ein wertebasiertes Steuerungsverständnis wahrgenommen.⁴⁰³

Es ist wichtig, ebenso unternehmenskulturelle Aspekte zu berücksichtigen. Die Wahrnehmung der Mitarbeiterschaft innerhalb des Unternehmens kann eine ebenso

⁴⁰¹ Vgl. PICHET/LANG (2012), S. 1., BECKER ET AL. (2015), S. 6. UND PICHET/LANG (2012), S. 4 f.

⁴⁰² Siehe Kapitel 2.4.1 und Kapitel 3.1.6.

⁴⁰³ Siehe Kapitel 2.4.2.

zentrale Rolle für die Verweigerung von Kapitalmarktfinanzierung sein, sollten diese die Wertevorstellungen nicht auf die Kapitalmarktfinanzierung adaptieren können.

Zwar kann das Hemmnis der Unvereinbarkeit von Positionierung als Mittelständler und Kapitalmarktfinanzierung nicht verallgemeinert werden, da im Rahmen der Studie ebenso Interviewpartner eine losgelöste Betrachtungsweise offenbarten, trotzdem muss im Hinblick auf die zweite, konkretisierte Fragestellung festgehalten werden, dass der Gang an den Kapitalmarkt dieser Positionierung entgegenstehen könnte.

3. Ist der Grad an Kontrollverlust durch Abgabe von Unternehmensanteilen ausschlaggebend für eine Verweigerung der Kapitalmärkte?

Neben der wertegetriebenen Verweigerung des Kapitalmarktes ist die Fortführung aus Eigentum und Unternehmensführung für mittelständische Entscheidungsträger eines der bedeutendsten Anliegen. Die Forschungsergebnisse stehen hier in Einklang mit den Erkenntnissen der systematischen Literaturrecherche. Sofern mit der Kapitalmarktfinanzierung ein Kontrollverlust der Gesellschafter einhergeht, muss dieser Aspekt als weiteres bedeutendes Hemmnis angesehen werden.⁴⁰⁴ Die durchgeführte Studie offenbarte jedoch eine vorhaltende Ablehnung aufgrund Unwissenheit über kontrollverlustminimierende Maßnahmen an den Kapitalmärkten seitens der Entscheidungsträger des Mittelstands. Damit tragen die Ergebnisse der durchgeführten Studie auch an dieser Stelle zu einer genaueren Identifizierung bestehender Vorbehalte seitens mittelständischer Unternehmen im Kontext der Kapitalmarktfinanzierung bei. Der explizite Aspekt der Unwissenheit auf Seiten der mittelständischen Entscheidungsträger ist bis dato im literarischen Umfeld des Untersuchungsgegenstands unterrepräsentiert.

Dieser Unwissenheit kann allerdings durch Aufklärungsarbeit entgegengewirkt werden. Damit kann an diesem Punkt an die weiteren Akteursgruppen, insbesondere die der Intermediäre und Berater, angeknüpft werden.⁴⁰⁵ Die Offenheit gegenüber Kapitalmarktfinanzierung steigt mit geleisteter Aufklärungsarbeit dieser Gestaltungsformen, wenngleich mit geleisteter Aufklärungsarbeit nicht zwangsläufig ein Handlungsänderung einhergehen muss. Informationsasymmetrien müssen gezielt abgebaut werden.⁴⁰⁶

⁴⁰⁴ Vgl. SCHMIDT (2017), S. 8; DÖWELING (2017), S. 61 ff.; DRIEBLEIN/WOLF (2014), S. 2 ff.; BECKER ET AL. (2014), S. 11 und THIEBEN/DÖWELING (2017), S. 138 ff.

⁴⁰⁵ Vgl. GRUNOW/FIGGENER (2006), S. 311 ff.; SCHIERECK (2014), S. 1 und BALZ ET AL. (2012a) S. 7.

⁴⁰⁶ Vgl. BONGINI ET AL. (2021), S. 1693; SCHÜLER/ASCHAUER (2017), S. 206 ff.; THIEBEN/DÖWELING (2017), S. 138 ff.; DRIEBLEIN/WOLF (2014), S. 4 und RANDOW (2017), S. 159 ff.

Im Sinne der Property-Rights-Theorie ist die Wahrung von Einflussmöglichkeiten für mittelständische Entscheidungsträger eine der Kernbedingungen für die Akzeptanz von kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen. Andererseits reduziert sich der subjektiv wahrgenommene Wert an ihrer Unternehmung, ihrem Gut.⁴⁰⁷ Die empirischen Ergebnisse lassen sich in weiten Teilen weiterhin im Lichte der Principal-Agent-Theorie interpretieren. Die von den Interviewpartnern artikulierten Vorbehalte gegenüber externen Kontrollmechanismen spiegeln zentrale Annahmen der Theorie wider, wonach kapitalmarktorientierte Finanzierung mit erhöhtem Überwachungsbedarf und potenziellen Interessenkonflikten zwischen Kapitalgebern und Unternehmen einhergeht.

Zur Beantwortung der dritten konkretisierten Forschungsfrage ist daher eine differenzierte Betrachtung notwendig. Der Kontrollverlust durch Abgabe von Unternehmensanteilen ist zwar ein ausschlaggebendes Argument für die Verweigerung des Kapitalmarktes durch mittelständische Unternehmen, jedoch basiert diese Furcht vor Kontrollverlust zuweilen auf Unwissenheit über kontrollverlustminimierende Gestaltungsmöglichkeiten auf den Kapitalmärkten.

Implikationen

Die zusammengefassten Forschungsergebnisse, ergänzt um Aspekte der literaturbasierten Analyse des Forschungsfeldes Mittelstandsfinanzierung über kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen, resultieren in Implikationen für die wesentlich involvierten Akteursgruppen und deren Perspektiven. Zur Erinnerung, diese Akteursgruppen wurden in Kapitel 2.5.2.2 wie folgt definiert:

1. Mittelstand
2. Kapitalmärkte/Börsen
3. (Mittelstandsnahe) Beratung/Intermediäre
4. Gesetzgebung/Regulatorik

Für jede dieser Akteursgruppen gilt es, Lehren auf Basis der Forschungsergebnisse zu ziehen und somit die unzufriedenstellende Finanzierungssituation von mittelständischen Unternehmen an den Kapitalmärkten zu verbessern. Auf Basis der zusammengefassten Forschungsergebnisse ergeben sich die Implikationen in Wesentlichen durch folgende Aspekte:

⁴⁰⁷ Siehe Kapitel 3.3.5.

- 1) Der Kapitalmarkt wird von mittelständischen Unternehmen als Finanzierungsalternative wahrgenommen. Die Erkenntnisse aus der systematischen Literaturrecherche werden bestätigt.
- 2) Mittelständische Unternehmen haben ein zunehmendes, bekundetes Interesse an der Ausweitung ihrer Finanzierungsmöglichkeiten. Die gewonnenen Erkenntnisse auf Basis der durchgeführten Studie stehen im Großteil im Einklang mit den Erkenntnissen der systematischen Literaturrecherche. Es wird deutlich, dass diese Entwicklung an Bedeutung gewinnt.
- 3) Insbesondere in Wachstumsszenarien kann der Kapitalmarkt als Katalysator dienen. Die Interpretation der Interviewpartner zeigt eine Korrelation zwischen Unternehmensgröße und Erwägung ebenjener Finanzierungsoption. Damit stehen die Erkenntnisse im Einklang mit der strukturierten Literaturrecherche.
- 4) Hemmnisse des Mittelstands beruhen auf drei wesentlichen Treibern:
 - a) Regulatorik, Offenlegungspflichten und Kosten der Kapitalmarktfähigkeit. Dies ist im Einklang mit der Literatur.
 - b) Einer (subjektiv wahrgenommenen) Unvereinbarkeit der eigenen Positionierung als Mittelständler und Kapitalmarktfinanzierung. Dieses Hemmnis wird in der Literatur nur rudimentär diskutiert. Die Deutlichkeit dieses Treibers konnte durch die Studie herausgestellt werden.
 - c) Der mitunter durch Unwissenheit bedingten Furcht, dass Kapitalmarktfinanzierung mit einem Kontrollverlust einhergehen könnte. Der Faktor Unwissenheit in Verbindung mit der Vermeidung von kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen wurde im Rahmen der Studie identifiziert. Unwissenheit thematisiert in diesem Sinne die nicht vorhandene Kenntnis über kontrollverlustminimierende Mechaniken. In der Literatur wird dieser Faktor bis dato wenig thematisiert. Die Ableitung der Implikationen, insb. weiterer Akteure, wie den Intermediären, stellt einen zentralen Erkenntnisbeitrag dieser Arbeit dar.

Es ist dabei von Wichtigkeit, die identifizierten Hemmnisse der Kapitalmarktfinanzierung von mittelständischen Unternehmen aufzugreifen und ihnen entgegenzuwirken. Ohne eine Aufarbeitung und ohne ein Entgegenwirken dieser Hemmnisse erscheint die nachgewiesene, vom Mittelstand ausgehende Nachfrage nicht mit dem von Börsenplätzen bereitgestellten Angebot vereinbar zu sein. Dies würde in einer unbefriedigenden Situation aller Akteure münden und unterstreicht den Handlungsbedarf. Insbesondere im

internationalen Kontext ist eine sichergestellte und breit aufgestellte Finanzierung des Wirtschaftsmotors Mittelstand für die Bundesrepublik von großer Bedeutung. Die auf Basis der Forschungsergebnisse abgeleiteten Implikationen werden in Kapitel 4.3 in Handlungsempfehlungen transferiert.

4.2 Forschungsbeitrag

Literaturbasierte Erkenntnisse im Forschungsfeld der Mittelstandsfinanzierung über Kapitalmärkte in Deutschland postulieren eine zunehmende Wichtigkeit dieser Finanzierungsansätze.⁴⁰⁸

Die Literatur deutet weiterhin darauf hin, dass mittelständische Unternehmen kapitalmarktbasierter Finanzierung zwar grundsätzlich offen gegenüberstehen, diese Offenheit jedoch von Vorbehalten, Unsicherheiten und wahrgenommenen Risiken geprägt ist. Insbesondere Transparenzanforderungen, wahrgenommene Kontrollverluste sowie fehlende Erfahrung mit kapitalmarktorientierten Instrumenten werden als zentrale Hemmnisse identifiziert.⁴⁰⁹

Dass Börsen für deutsche Mittelständler in Zukunft von größerer Bedeutung für die Unternehmensfinanzierung werden können, belegt auch die im Rahmen dieser Arbeit durchgeführte Studie.

Die empirischen Ergebnisse zeigen mit der Literatur übereinstimmend, dass mittelständische Unternehmen kapitalmarktorientierter Finanzierung grundsätzlich offen gegenüberstehen. Der Kapitalmarkt wird von den Interviewpartnern nicht als prinzipiell ungeeignet, sondern als potenziell relevante Ergänzung zur bestehenden Finanzierungsstruktur wahrgenommen. Diese grundsätzliche Offenheit ist jedoch nicht mit einer aktiven Nutzungsabsicht gleichzusetzen, sondern vielmehr von einer abwägenden Haltung geprägt.

Mehrere Interviewpartner betonen, dass kapitalmarktorientierte Instrumente insbesondere dann in Betracht gezogen werden, wenn klassische Finanzierungsquellen an Grenzen stoßen oder größere Wachstumsvorhaben anstehen. Gleichzeitig wird deutlich, dass das Interesse häufig abstrakt bleibt und nicht unmittelbar in konkrete Umsetzungsüberlegungen mündet. Der Kapitalmarkt erscheint damit weniger als naheliegende Standardlösung, sondern als Option „für den besonderen Fall“. Die Offenheit gegenüber kapitalmarktorientierter Finanzierung ist bei den Interviewpartnern eng mit Vorbehalten und Unsicherheiten verknüpft. Diese betreffen weniger einzelne Instrumente als vielmehr die mit dem Kapitalmarkt verbundenen Erwartungen,

⁴⁰⁸ Vgl. BRUNKOW/FAHRHOLZ (2019) S. 704; BALZ ET AL. (2012a), S. 6 und SOMMER (2024), S. 1827.

⁴⁰⁹ Vgl. DÖWELING (2017), S. 56; DRIEBLEIN/WOLF (2014), S. 1; RANDOW (2017), S. 161; BLÄTTCHEN/NESPETHAL (2013), S. 188; FALKENHAYN (2025), S. 46; SCHAMMO (2017), S. 281 ff.; BECKER ET AL. (2014), S. 11 und SCHMIDT (2017), S. 8

Anforderungen und möglichen Konsequenzen. Insbesondere fehlende eigene Erfahrung und begrenzte Vergleichsmöglichkeiten führen dazu, dass der Kapitalmarkt als schwer einschätzbar wahrgenommen wird. Auffällig ist, dass Unsicherheit häufig nicht aus konkreten Negativerfahrungen resultiert, sondern aus antizipierten Risiken und der Sorge vor Kontrollverlusten. Die Interviewpartner beschreiben Kontrolle dabei weniger in formaler Hinsicht, etwa durch konkrete Mitspracherechte externer Kapitalgeber, sondern vielmehr als Veränderung der eigenen Entscheidungsfreiheit und unternehmerischen Identität. Kapitalmarktbasierter Finanzierung wird mit externen Erwartungshaltungen, erhöhter Rechtfertigungspflicht und einer stärkeren Formalisierung von Entscheidungsprozessen assoziiert. Diese Aspekte stehen aus Sicht vieler Interviewpartner im Spannungsverhältnis zu einem unternehmerischen Selbstverständnis, das auf langfristiger Orientierung, Flexibilität und persönlicher Verantwortung beruht. Neben kulturellen und identitätsbezogenen Aspekten spielen auch ökonomische Erwägungen eine zentrale Rolle. Die Interviewpartner verweisen auf den hohen Aufwand, der mit der Herstellung von Kapitalmarktfähigkeit verbunden ist. Dazu zählen nicht nur direkte Kosten, sondern auch interne Ressourcen, Managementaufmerksamkeit und organisatorische Anpassungen. Gleichzeitig wird deutlich, dass diese Kosten nicht isoliert betrachtet werden. Vielmehr erfolgt eine Abwägung im Vergleich zu alternativen Finanzierungsformen. Kapitalmarktbasierter Finanzierung wird dann als wenig attraktiv eingeschätzt, wenn der wahrgenommene Zusatznutzen die zusätzlichen Anforderungen nicht übersteigt. Kapitalmarktfähigkeit erscheint damit als bewusste Investitionsentscheidung und nicht als Selbstzweck. Als zentraler Wissensbeitrag soll zudem die Kombination aus Unwissenheit über kontrollverlustminimierende Instrumente auf Seiten der Entscheidungsträger mittelständischer Unternehmen im Zusammenhang mit der Vermeidung kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen herausgestellt werden.

Zusammenfassend zeigen die empirischen Ergebnisse aus Sicht des Mittelstands eine differenzierte und abwägende Haltung gegenüber kapitalmarktorientierter Finanzierung, welche mit den Erkenntnissen der zuvor durchgeführten systematischen Literaturrecherche übereinstimmen. Der Kapitalmarkt wird nicht grundsätzlich abgelehnt, jedoch nur unter spezifischen Voraussetzungen als sinnvoll erachtet. Die Zurückhaltung resultiert weniger aus mangelndem Interesse als aus einer bewussten Abwägung zwischen finanziellen Möglichkeiten, organisatorischen Anforderungen und unternehmerischer Identität. Über den bisherigen Stand der Literatur hinaus geht dabei die gewonnene Erkenntnis, dass fehlendes Know-How über kontrollverlustminimierende

Instrumente als Verweigerungsgrund in die Überlegungen für Handlungsempfehlungen zur Verbesserung der Finanzierungssituation mittelständischer Unternehmen (und hier explizit über den Kapitalmarkt) einbezogen werden muss.

Diese Ergebnisse verdeutlichen, dass die Perspektive des Mittelstands nicht isoliert betrachtet werden kann, sondern eng mit den Erwartungen und Strukturen der Kapitalmärkte, der Rolle von Intermediären sowie den regulatorischen Rahmenbedingungen verknüpft ist. Die Ergebnisse stehen damit im Einklang der beschriebenen Literatur und bestätigen die dort aufgestellte Vermutung einer prospektiv steigenden Nachfrage nach Kapitalmarktlösungen.⁴¹⁰ Die Gründe einer bisherigen zurückhaltenden Nutzung kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen durch mittelständische Unternehmen ist jedoch nicht alleinig auf regulatorische Beschränkungen und die Kosten des Kapitalmarktzugangs zu beschränken. Ob mittelständische Unternehmen den Kapitalmarkt in Zukunft aktiver im Rahmen ihrer Finanzierungsstrategie berücksichtigen, ist dabei zudem nicht auf die regulatorische Vereinfachung des Kapitalmarktzugangs und der damit verbundenen Kosten zu beschränken. Weiterhin konnten durch die durchgeführte Studie zentrale Theorien der neuen Institutionenökonomik bestätigt werden.

Die Arbeit leistet einen wesentlichen Beitrag, um dem Spannungsfeld zwischen Mittelstand und Kapitalmarkt entgegenzuwirken und generiert aufgrund der durchgeführten, leitfadengestützten Interviewstudie neue Aspekte von relevanter Bedeutung im Kontext Mittelstandsfinanzierung. Um die Akzeptanz für kapitalmarktbasierete Lösungen bei mittelständischen Unternehmen zu steigern, ist es wichtig, die gewonnenen Implikationen aufzugreifen und in Handlungsempfehlungen zu transferieren.

Ergänzend zu der beschriebenen Literatur und ihrer Prognosen sowie Handlungsempfehlungen lassen sich auf Basis dieser Forschungsergebnisse wichtige Ergänzungen formulieren, die die vom Mittelstand ausgehende Nachfrage mit dem von Kapitalmärkten bereitgestellten Angebot vermehrt zusammenbringen könnte. Die gezielte Ableitung von Handlungsempfehlungen erfolgt im folgenden Kapitel.

⁴¹⁰ Siehe dazu GRUNOW ET AL. (2006); TESKE (2012); BECKER ET AL. (2014); RISCHBIETER (2014); SCHIERECK (2014); BLANCHARD (2015); BENDEL ET AL. (2016); FEILER (2017); SCHMIDT (2017); MESSING ET AL. (2020); SOMMER (2024) und BOCCALETTI ET AL. (2025).

4.3 Ausblick und Handlungsempfehlungen

Die empirischen Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung verdeutlichen, dass kapitalmarktorientierte Finanzierung im Mittelstand weniger an fehlenden Instrumenten oder mangelndem Interesse scheitert, sondern an einem Zusammenspiel aus Unsicherheiten, Wahrnehmungen, strukturellen Rahmenbedingungen und Unwissenheit über kontrollverlustminimierende Instrumente. Die Interviews zeigen ein Spannungsfeld zwischen grundsätzlich vorhandener Offenheit auf Seiten mittelständischer Unternehmen und hohen Anforderungen sowie Erwartungshaltungen auf Seiten der Kapitalmärkte. Diese Diskrepanz wird durch Intermediäre und regulatorische Rahmenbedingungen maßgeblich beeinflusst.

Vor diesem Hintergrund lassen sich nicht nur Handlungsempfehlungen isoliert für einzelne Akteure ableiten, sondern auch Interdependenzen zwischen Mittelstand, Kapitalmarkt, Beratern und Regulatorik. Der Ausblick in diesem Kapitel zielt daher darauf ab, auf Basis der empirischen Ergebnisse Ansatzpunkte zu skizzieren, wie bestehende Hemmnisse reduziert und die Funktionsfähigkeit kapitalmarktbasierter Mittelstandsfinanzierung verbessert werden können. Die aus der systematischen Literaturrecherche gewonnenen Erkenntnisse sollen diese Ansatzpunkte plausibilisieren und kontextualisieren.

Ein zentraler Aspekt für das Gelingen von kapitalmarktbasierter Mittelstandsfinanzierung ist eine weitere Reduktion von regulatorischen Komplexitätstreibern. Die Etablierung von Eintrittsmärkten für Mittelständler in Scale Segmenten ist von großer Bedeutung, muss jedoch verstärkt etabliert werden.⁴¹¹ Ein Gelingen solcher Marktsegmente kann nur sichergestellt werden, wenn Anleger, sowohl institutioneller als auch privater Natur, diese Segmente ebenfalls als attraktiv wahrnehmen. Während auf dem US-amerikanischen Markt der Handel mit Anteilen eines Großteils aller Unternehmen etabliert ist, beschränken sich private Anleger in Deutschland auf die großen Börsenplätze.⁴¹² Börsenplätze müssen daher nicht nur die Schaffung dieser Marktsegmente vorantreiben, sondern auch deren Existenz der breiten Öffentlichkeit bekannt machen. Auf regulatorischer Seite sind die bisher gewährten Erleichterungen für kleine und mittlere Unternehmen begrüßenswert. Dennoch sind Komplexität und damit verbundene Kosten

⁴¹¹ Vgl. THIEBEN/DÖWELING (2017), S. 148 ff.; SCHAMMO (2017), S. 301 ff. und WALISZEWSKI (2017), S. 109 f.

⁴¹² VGL. BENDEL ET AL. (2016), S. 37.

weiterhin ein Hemmnis für mittelständische Unternehmen. Eine weitere Reduktion dieser Komplexität relativiert somit einerseits die von Unternehmen zu gewährleistenden Anforderungen, andererseits aber auch die entstehenden Kosten bei der Erreichung der Kapitalmarktfähigkeit.

Diese Erleichterungen dürfen ihren zentralen Zweck der Sicherstellung von hoher Qualität jedoch nicht konterkarieren.⁴¹³ Die empirischen Ergebnisse bestätigen die in der Literatur beschriebene Rolle der Regulatorik als Balanceakt zwischen Marktzugang und Anlegerschutz. Regulatorische Maßnahmen beeinflussen nicht nur formale Zugangsvoraussetzungen, sondern auch die Wahrnehmung von Sicherheit, Qualität und Vertrauen bei allen beteiligten Akteuren.⁴¹⁴ Handlungsempfehlungen für die Regulatorik zielen daher auf eine stabile, nachvollziehbare und verlässliche Rahmensetzung, die langfristiges Vertrauen fördert und Marktverwerfungen vorbeugt. Ein zentraler Ansatzpunkt liegt somit in der Weiterentwicklung von Segmentstrukturen, die Transparenz und Qualität sichern, zugleich aber Komplexität reduzieren und Erwartungshaltungen klar kommunizieren. Die Interviews legen nahe, dass nicht die Höhe der Anforderungen per se abschreckend wirkt, sondern deren Intransparenz und mangelnde Passung zu mittelständischen Entscheidungslogiken. Handlungsempfehlungen für Kapitalmärkte zielen daher auf Klarheit, Verlässlichkeit und Konsistenz der Marktanforderungen.

Doch auch für mittelständische Unternehmen kann der Aspekt der regulatorischen Anforderungen ein Anknüpfungspunkt darstellen. Die Herausforderungen zur Erlangung der Kapitalmarktfähigkeit werden auch deshalb als groß wahrgenommen, weil Prozesse und Strukturen in mittelständischen Unternehmen mitunter nicht die für Kapitalmärkte notwendige Effizienz und Professionalität aufweisen.⁴¹⁵ Steigerung von Professionalität und Effizienz wurden in der durchgeführten Studie als positive Nebeneffekte auf dem Weg an die Börse genannt. Diverse Anbieter ermöglichen zudem die Durchführung von IPO Readiness Assessments. Aus Sicht mittelständischer Unternehmen legen die empirischen Ergebnisse nahe, dass kapitalmarktorientierte Finanzierung primär als strategische Reifegradentscheidung verstanden werden sollte. Dieser Aspekt kann zudem im Kontext der Transaktionskostentheorie gesehen und insbesondere auch verstanden

⁴¹³ Vgl. FLORSTEDT (2017), S. 154 ff.; THIEBEN/DÖWELING (2017), S. 143

⁴¹⁴ Vgl. DOMBRET/KENADJIAN (2015), S. X; WIEST (2025), S. X FALKENHAYN (2025), S. 46; SCHÜLER/ASCHAUER (2017), S. 206 ff.; THIEBEN/DÖWELING (2017), S. 143; FLORSTEDT (2017), S. 147 ff.; MAUSBACH/SIMMERT (2016), S. 591 ff. und TESKE (2012), S. 9.

⁴¹⁵ Vgl. GRUNOW/FIGGENER (2006), S. 308 ff. und ZEIDLER (2015), S. 438.

werden. Gelingt es auf regulatorischer Ebene die für mittelständische Unternehmen entstehenden Kosten zu reduzieren, schafft es Attraktivität für Unternehmen, da die Transaktionskosten für die besagte kapitalmarktbasierende Finanzierungsform sinken.

Zweiter, wichtiger aus den Forschungsergebnissen abgeleiteter Aspekt ist die Berücksichtigung der vom Mittelstand wahrgenommenen Unvereinbarkeit der eigenen Wertvorstellungen mit einer Kapitalmarktfinanzierung. Wenngleich einzelne Facetten nicht losgelöst voneinander betrachtet werden können, ist es wichtig, dass Entscheidungsträger von mittelständischen Unternehmen die Wahrung ihrer Wertvorstellungen von der Finanzierungsstrategie trennen. Handlungsempfehlungen für den Mittelstand zielen damit weniger auf eine pauschale Nutzung kapitalmarktorientierter Instrumente, sondern auf die Schaffung von Entscheidungsfähigkeit. Zudem bietet die Nutzung von kapitalmarktbasierenden Finanzierungsformen auch neue Möglichkeiten, die enorm geschätzte Mitarbeiterschaft am Unternehmen partizipieren zu lassen. Ihre Mitarbeit an der Unternehmung kann durch kapitalmarktbasierende Beteiligungsformen stärker honoriert werden. Daneben unterstützt es bei Vermögensaufbau und schafft, im Falle von Dividendenauszahlungen passives Einkommen.

Auf dem Weg zur rationaleren Betrachtung dieses Aspektes kommt der den Mittelstand beratenden Seite eine wichtige Rolle zu. Sie sind zumeist erster Ansprechpartner und aktiver Mitgestalter der Ausgestaltung der Unternehmensfinanzierung.⁴¹⁶ Ihre Wahrnehmung erscheint aufgrund der erzielten Forschungsergebnisse rationaler im Hinblick auf Finanzierungsfragen und weniger wertgetrieben als bei ihren Mandanten. Anknüpfungspunkte ergeben sich zudem für die Börsenplätze selbst, die durch Vermittlung von Best Practices und Erfahrungsberichten dieser wahrgenommenen Unvereinbarkeit entgegenwirken können. Das von ihnen bereitgestellte Angebot sollte nicht nur die vom Mittelstand verspürten Druckpunkte der Ausweitung der Finanzierungsoptionen und die eigene Positionierung als Wachstumsbeschleuniger umfassen, sondern auch gezielt die Sorgen in Bezug auf die Wertvorstellungen aufgreifen. Insbesondere die Kernelemente Stewardship-Theorie, mit der Vereinbarkeit der Interessen von Investoren und Managern können hier aufgegriffen werden.

Dritter zentraler Aspekt für ein verbessertes Gelingen von Kapitalmarktnutzung durch mittelständische Unternehmen ist die Berücksichtigung der Sorge vor einem mit der Kapitalmarktfinanzierung einhergehenden Kontrollverlust über die eigene

⁴¹⁶ Vgl. GRUNOW/FIGGENER (2006), S. 311 ff.; SCHIERECK (2014), S. 1 und BALZ ET AL. (2012a) S. 7.

Gesellschaft.⁴¹⁷ Die Forschungsergebnisse zeigen, dass dieser Faktor von großer Bedeutung für eine Verweigerung des Kapitalmarktes ist und stehen somit im Einklang der Literaturrecherche.⁴¹⁸ Sie zeigen jedoch auch, dass durch geleistete Aufklärungsarbeit der Unwissenheit der Entscheidungsträger in Bezug auf risikominimierende Gestaltungsmöglichkeiten entgegengewirkt werden kann. Diese Aufklärungsarbeit hat einen signifikanten Effekt auf die Reduktion des Hemmnisses „befürchteter Kontrollverlust“. Sowohl Mittelstandsberatung als auch Börsenplätze sind dabei gefragt. Die Property-Rights-Theorie besagt, dass der Wert eines Gutes steigt, desto mehr Rechte an ihm gebündelt werden können. Kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen, die den mittelständischen Entscheidungsträgern eine Bündelung dieser Rechte ermöglichen, erhöht somit den Wert der Entscheidungsträger respektive erhält ihn. Wenn diese den Kapitalmarkt folglich nicht mehr mit Kontrollverlust und Verlust von Rechten assoziieren, steigert dies die potenzielle Attraktivität ebenjener Finanzierungsformen.

Eine zunehmende Nutzung von kapitalmarktbasierter Finanzierung von mittelständischen Unternehmen, wie sie in der identifizierten Literatur postuliert wird, im Rahmen der empirischen Ergebnisse als möglich erachtet werden.

Jedoch ist zu betonen, dass eine Kapitalmarktfinanzierung lediglich für Mittelständler empfohlen werden sollte, welche über ausreichende Größe, Rentabilität und Zukunftsaussichten verfügen. Ansonsten steht die Kosten-Nutzen-Relation womöglich in keinem effizienten Verhältnis.

⁴¹⁷ Vgl. SCHMIDT (2017), S. 8 und BECKER ET AL. (2014), S. 11.

⁴¹⁸ Vgl. DÖWELING (2017), S. 61 ff.; DRIEBLEIN/WOLF (2014), S. 2 ff.; BECKER ET AL. (2014), S. 11 und THIEBEN/DÖWELING (2017), S. 138 ff.

4.4. Limitationen und Anknüpfungspunkte für weitergehende Forschung

Limitationen

Qualitative Forschung unterliegt immer auch Limitationen. Die der Studie zugrundeliegende Methodik wurde aufgrund des explorativen Charakters des Forschungsgegenstandes gewählt. So sehr sie zur Beantwortung der Forschungsfragen geeignet war, geht mit ihr eine gewisse Subjektivität einher. Die im Rahmen der Studie interviewten Entscheidungsträger mittelständischer Unternehmen und die ihr nahestehende Steuer-, Finanz- und Strategieberatung geben somit ihre subjektiven Einschätzungen wieder, infolgedessen kann eine rein objektive Beurteilung nicht erfolgen. Die Faktoren der Subjektivität, sowohl bei den Interviewten als auch beim Interviewenden selbst, werden unter dem Begriff der „Intervieweffekte“ zusammengefasst.⁴¹⁹ Ein Vorhandensein dieser Effekte kann daher in der vorliegenden Studie nicht vollends ausgeschlossen werden.

Darüber ist im Kontext der qualitativen Forschung immer eine nicht abschließend mögliche Verallgemeinerung der erzielten Ergebnisse zu berücksichtigen. Im Gegensatz zu quantitativen empirischen Studien berücksichtigen qualitative empirische Studien weniger Einzelfälle. Dies ist auf den explorativen Charakter zurückzuführen, den quantitative empirische Forschung nicht beinhaltet.⁴²⁰ Eine analytische Verallgemeinerung auf Basis der qualitativen Forschungsergebnisse hingegen ist möglich.⁴²¹ Diese wurde im Rahmen der vorliegenden Studie durch die Berücksichtigung einer im Sinne der Sättigung ausreichend großen Stichprobe sichergestellt.⁴²² Durch die Aufnahme der beratenden Seite in Studienstrang B konnte zudem indirekt auf eine größere Stichprobe zurückgegriffen werden, da die Berater die aggregierte Sicht ihrer Mandanten wiedergaben, wengleich auch hier zu erwähnen ist, dass diese Wiedergabe wiederum der Subjektivität der Berater unterliegt.

Im Sinne von guter wissenschaftlicher Praxis ist es eine der Hauptaufgaben des Forschenden, durch Wahl der Methodik und Wahrung der Gütekriterien, diesen potenziellen Effekten vorsorglich entgegenzuwirken. Durch Wahl der qualitativen

⁴¹⁹ Vgl. MISOCH (2019), S. 212 ff.

⁴²⁰ Siehe Kapitel 2.5.1.

⁴²¹ Vgl. MISOCH (2019), S. 3.

⁴²² Vgl. SCHREIER (2020), S. 27.

Inhaltsanalyse nach Mayring und auf Basis der leitfadengestützten Interviews, wurde dem auch in der hier vorliegenden Arbeit Rechnung getragen.⁴²³

Die der Studie vorausgehende systematische Literaturrecherche hat daher mitunter die Aufgabe, die hier getroffenen Aussagen auf ein breites Fundament zu stellen.⁴²⁴ Dennoch decken sowohl Literaturrecherche als auch Interviewstudie nur einen Aspekt der kapitalmarktbasierter Finanzierung für mittelständische Unternehmen ab.⁴²⁵

Anknüpfungspunkte für weitergehende Forschung

Die Generierung von neuem Wissen ist für die Wissenschaft immanent. So kann eine abgeschlossene Studie immer nur eine bestimmte Anzahl an konkreten Forschungsfragen beantworten. Zudem kommt es nicht selten vor, dass die erzielten Forschungsergebnisse zwar eine dieser Fragen beantworten, aber wiederum neue zu beantwortende Fragen aufwerfen.

Die im Rahmen dieser Studie gewonnenen Forschungsergebnisse sind wichtiger Bestandteil auf der Suche nach einer Antwortstellung, wie der Kapitalmarkt in Zukunft eine bedeutendere Rolle in den Finanzierungsstrategien der deutschen Mittelständler einnehmen kann. Hieraus ergeben sich Anknüpfungspunkte, die in eigens dafür definierten Studien beantwortet werden wollen.

1. Wenn kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen für mittelständische Unternehmen attraktiver werden sollen, müssen regulatorische Anforderungen eine entsprechende Rolle einnehmen. Eine Beurteilung dieser von der Europäischen Kommission vorangetriebenen Ansätze wäre für die übergeordnete Fragestellung der Kapitalmarktnutzung durch mittelständische Unternehmen von großer Bedeutung.
2. Wenn mittelständischen Unternehmen die Sorge vor den von ihnen adressierten Druckpunkten genommen werden sollen, ist die Fragestellung nach einer optimalen Positionierung der (Mittelstands-)Börsen naheliegend.
3. Wenn mittelständische Unternehmen aufgrund positiver Erfahrungsberichte bereits am Kapitalmarkt finanzierter Mittelständler ihre Distanzierung reduzieren sollen, so ist es von Interesse, ob und wie diese bereits kapitalmarktfinanzierten

⁴²³ Siehe Kapitel 2.5 und vgl. MAYRING (2015), S. 10 ff.

⁴²⁴ Vgl. TEMPLIER/PARÉ (2015), S. 11 und KITCHENHAM/CHARTERS (2007), S. 3.

⁴²⁵ U.a. durch die geographische Einschränkung und primäre Behandlung des deutschen Marktes.

Mittelständler mit den sie ebenfalls betreffenden Hemmnissen und Herausforderungen umgegangen sind.

4. Die im Rahmen der hier vorliegenden Arbeit gewonnenen Erkenntnisse beruhen auf der Wahrnehmung bisher nicht kapitalmarktorientierter Unternehmen. Eine Äußerung von bereits kapitalmarktorientierten Mittelständlern zu den Forschungsergebnissen könnte zudem Aufschlüsse für eine noch präzisere Herleitung von Handlungsempfehlungen liefern.

5 Schlusswort

Mit einem Zitat der ehemaligen Bundeskanzlerin Angela Merkel begann diese Dissertation. Sie beschreibt darin die enorme wirtschaftliche Bedeutung des Mittelstands für die Bundesrepublik Deutschland.⁴²⁶ Die fortwährende Stärkung dieses Wirtschaftssegments muss folglich eines der herausragendsten Ziele sein. Im Einklang mit dieser Stärkung stehen jedwede Bestrebungen, um die finanzielle Sicherheit mittelständischer Unternehmen sicherzustellen. Denn nur so kann der Mittelstand weiterhin seinen Beitrag zur wirtschaftlichen Stärke, Beschäftigung und sogar zum gesellschaftlichen Zusammenhalt leisten.

Diese finanzielle Sicherheit steht zunehmend auf dem Spiel. Krisenbedingt schwierige Jahre für die Gesamtwirtschaft, eine mitunter un stabile politische Perspektive, zunehmende Regulierung des Bankensektors und europäische Richtlinien zum nachhaltigen Wirtschaften drängen deutsche, mittelständische Unternehmen im internationalen Vergleich zunehmend in die Außenseiterrolle. Das steigende Interesse des Mittelstands an alternativen Finanzierungsformen ist folglich kaum überraschend. Von essenzieller Bedeutung ist es daher, dieses Interesse adäquat aufzugreifen und mit für den Mittelstand bisher unbekanntem Finanzierungsformen zu adressieren.

Als eine dieser Finanzierungsformen kann der Kapitalmarkt verstanden werden. Zunehmend positionieren sich Börsenplätze in Richtung Mittelstand. Begleitet von politischen Bestrebungen eines erleichterten Zugangs für kleine und mittlere Unternehmen sollen sie die internationale Wettbewerbsfähigkeit europäischer und insbesondere auch deutscher Unternehmen gewährleisten.

Zu Beginn dieser Dissertation wurde die Frage aufgeworfen, weshalb Mittelstand und Kapitalmarkt, trotz eines großen Interesses des Mittelstands an der Diversifizierung seiner Unternehmensfinanzierung, nicht zusammenfinden. Die Vermutung lag nahe, dass vielschichtige Verweigerungsgründe vorliegen müssen. Im Verlauf dieser Arbeit konnten sie auf Basis einer umfassenden Literaturrecherche sowie der durchgeführten empirischen Studie identifiziert werden.

Zunächst ist es von signifikanter Bedeutung, dass im Rahmen der durchgeführten Studie eine tatsächliche Offenheit des Mittelstands für alternative Finanzierungsformen

⁴²⁶ Vgl. PRESSE- UND INFORMATIONSAMT DER BUNDESREGIERUNG (2009), S. 1.

nachgewiesen werden konnte. Diese stehen im Einklang mit zuvor theoretisch-konzeptionell erhobenen Indizien. Weiterhin werden kapitalmarktbasierende Finanzierungsformen als ernstzunehmende Alternativen wahrgenommen. Die prophezeite zunehmende Nutzung der Kapitalmärkte scheint folglich naheliegend zu sein. Ebenfalls im Einklang mit den literaturbasierten Erkenntnissen steht die Erkenntnis, dass Komplexität und Kosten der Kapitalmarktfähigkeit ein grundlegendes Hemmnis für den Zugang an die Börsenplätze sind. Während nun bewährte Finanzierungsformen des Mittelstands zunehmender Regulierung unterworfen werden und retrospektiv angehäuften Gewinnrücklagen aufgebraucht wurden, wird im Feld der Kapitalmarktfinanzierung dereguliert. Die Notwendigkeit zur Deregulierung scheint von Gesetzgebung zwar erkannt, wengleich bisher nicht ausreichend weitgehend zu sein.

Zielsetzung dieser Dissertation war es jedoch auch, über die oben beschriebenen, auf Basis einschlägiger Literatur bereits bekannten, Treiber der Verweigerungsgründe hinauszugehen. Durch die durchgeführte Interviewstudie konnte unter Zuhilfenahme theoretisch-konzeptioneller Grundlagen eine Identifizierung dieser Treiber gelingen. Die Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen steht aus Sicht mittelständischer Unternehmen im Widerspruch zu den eigenen Wertvorstellungen. Zudem herrschen voreingenommene Befürchtungen eines unmittelbar mit Kapitalmarktfinanzierung einhergehenden Kontrollverlustes. Unwissenheit über kontrollverlustminimierende Gestaltungsmöglichkeiten kann somit als signifikanter Treiber der Verweigerungsgründe angeführt werden.

Die Identifizierung dieser Treiber ist folglich von wesentlicher Bedeutung zur Entwicklung von Handlungsempfehlungen. Nur durch Kenntnis der tatsächlichen Verweigerungsgründe des Mittelstands können diese adaptiert und korrigiert werden. Zu Beginn wurde die Entwicklung dieser Handlungsempfehlungen für die involvierten Akteure Mittelstand, Intermediäre, Kapitalmarkt und Regulatorik als ultimatives Ziel ausgerufen.

Resümierend ist somit festzuhalten, dass Mittelstand und Kapitalmarkt bei Adaption der Handlungsempfehlungen zunehmend zueinander finden werden. Eigen- und fremdkapitalbasierte Finanzierungsformen des Kapitalmarktes können eine entscheidende Bedeutung zur Sicherstellung einer adäquaten und ausreichenden Kapitalversorgung mittelständischer Unternehmen in Deutschland haben.

6 Literaturverzeichnis und Gesetzesverzeichnis

6.1 Literaturquellen

- AHRWEILER, S., BÖRNER, C.-J. UND GRICHNIK, D (2003): „Angebot und Nachfrage nach neuen Finanzierungswegen für den Mittelstand“, Hrsg.: Kienbaum, J., Börner, C.J., *Neue Finanzierungswege für den Mittelstand*, S. 373 – 412.
- AMBRUS, B. (2023): „Schuldscheinmarkt bleibt nachhaltig und flexibel“, *Corporate Finance*, 14(10), 227 – 231.
- ARBEITSGEMEINSCHAFT MITTELSTAND (2023): „Mittelstandsbericht 2023 – Potenzial des Mittelstands für die Transformation nutzen“, verfügbar unter: https://www.arbeitsgemeinschaft-mittelstand.de/content/Berichte/JMB_2023.pdf, Zugriff am 29.01.2025.
- ARENTZ, O. UND MÜNSTERMANN, L. (2013): „Wo liegt der Kern des deutschen Mittelstands?“, *Wirtschaftsdienst*, 93(9), S. 622 – 628.
- ARKSEY, H. UND O’MALLEY, L. (2005): „Scoping studies: Towards a methodological framework“, *International Journal of Social Research Methodology*, 8, S. 19 – 32.
- BAFIN (2017): „BaFin Journal Oktober 2017“, verfügbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinJournal/2017/bj_1710.pdf, Zugriff am 29.01.2025.
- BALZ, U., BORDEMANN, H.-G. UND ELBERSKIRCH, D. (2012a): „Mittelstandsanleihen - finden Kapitalmarkt und Mittelstand doch noch zueinander?“, *Finanzierung im Mittelstand*, 2, S. 6 – 9.
- BALZ, U., BORDEMANN, H.-G., ELBERSKIRCH, D. UND REIFERT, T. (2012b): „Mittelstandsanleihen als Baustein einer Finanzierungsstrategie“, *Finanzierung im Mittelstand*, 3, S. 6 – 9. 2
- BALZ, U., BORDEMANN, H.-G. UND FANGMEYER, C. (2012c): „Mittelstandsanleihen - Wer kauft, warum und wie?“, *Die Bank*, 11, S. 14 – 18.
- BAUMGARTH, C. UND KOCH, J. (2009): „Inhaltsanalyse“, Hrsg.: Baumgarth, C., Eisend, M., Evanschitzky, H., *Empirische Mastertechniken – Eine anwendungsorientierte Einführung für die Marketing und Managementforschung*, S. 131 – 159.
- BAVOSO, V. (2021): „Market-Based Finance, Debt and Systemic Risk: A Critique of the EU Capital Markets Union“, *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*, 11(3), S. 1 – 27.
- BECKER, W., STAFFEL, M. UND ULRICH, P. (2008): „Mittelstand und Mittelstandsforschung“, Hrsg.: DMI an der Universität Bamberg, *Bamberger Betriebswirtschaftliche Beiträge*, (153), 2008.

- BECKER, W., ULRICH, P. UND VOGT, M. (2014): „Finanzmanagement im Mittelstand (Teil 2) - Empirische Untersuchung“, *Finanzierung im Mittelstand*, S. 9 – 12.
- BECKER, W., ULRICH, P., BOTZKOWSKI, T. (2015): „Finanzierung im Mittelstand“, Wiesbaden: Springer Fachmedien.
- BECKER, H.-P. UND PEPPMEIER, A. (2018): „Investition und Finanzierung: Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft“, 8, Wiesbaden: Springer Gabler.
- BEIERSDORF, K. UND ZEIMES, M. (2005): „IFRS – Relevanz für den Mittelstand“, Hrsg.: Ulrich Brecht, *Neue Entwicklungen im Rechnungswesen – Prozesse optimieren, Berichtswesen anpassen, Kosten senken*, S. 113 – 133.
- BENDEL, D., DEMARY, M. UND VOIGTLÄNDER, M. (2016): „Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland“, Hrsg.: Institut der deutschen Wirtschaft Köln, *IW-Trends*, 43, S. 37 – 53.
- BERLEMANN, M., UND JAHN, V. (2014): „Ist der deutsche Mittelstand tatsächlich ein Innovationsmotor?“, *ifo Schnelldienst*, 67(17), S. 22 – 28.
- BEZZENBERGER, T. (1991): „Vorzugsaktien ohne Stimmrecht“, Dissertation Ludwig-Maximilians-Universität München, Köln: Carl Heymanns Verlag.
- BLANCHARD, N. (2015): „Einfach pragmatisch - Betrachtungen zu Mittelstand und Kapitalmarkt“, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 68(9), S. 443 – 447.
- BLÄTTCHEN, W. UND NESPETHAL, U. (2013): „Neue Facetten der Kapitalmarktfinanzierung für Familienunternehmen“, *FuS - Zeitschrift für Familienunternehmen und Strategie*, 5, S. 183 – 189.
- BFM (2021): „Mittelstandsfinanzierung: Strategien und Hemmnisse in Krisenzeiten“, verfügbar unter: <https://www.bundesverband-factoring.de/kontakt/presse/pressemitteilungen/mittelstandsfinanzierungsstrategien-und-hemmnisse-in-krisenzeiten>, Zugriff am 29.01.2025.
- BOCCALETTI, S., FERRANDO, A, ROSSI, E UND ROSSOLINI, M. (2025): „European SMEs' Growth: The Role of Market-Based Finance and Public Financial Support“, *Small Business Economics*, 64(2), S. 691 – 728.
- BOGNER, A., LITTIG, B. UND MENZ, W. (2014): „Interviews mit Experten – Eine praxisorientierte Einführung“, Wiesbaden: Springer Fachmedien.
- BONGINI, P., FERRANDO, A, ROSSI, E UND ROSSOLINI, M. (2021): „SME access to market-based finance across Eurozone countries“, *Small Business Economics*, 56(4), S. 1667 – 1697.
- BÖSL, K. (2004): „Praxis des Börsengangs. Ein Leitfaden für mittelständische Unternehmen.“ Wiesbaden: Gabler Verlag.
- BÖSL, K. UND HASLER, P.-T. (2012): „Mittelstandsanleihen - Ein Leitfaden für die Praxis“, Wiesbaden: Springer Gabler.

- BOZINTAN, I.-G. (2023): „SMEs FINANCING – AN OVERVIEW OF DIRECT FINANCING ON CAPITAL MARKET VS. FINANCIAL INSTITUTIONS“, *Annals of the University of Oradea: Economic Science*, 31(2), S. 92 – 103.
- BRUNKOW, R. UND FAHRHOLZ, C. (2019): „Die Zukunft der bankbasierten Mittelstandsfinanzierung“, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 72(14), S. 698 – 705.
- BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN (2022): „Basel III“, verfügbar unter: Bundesfinanzministerium - B - Basel III
- BUNDESMINISTERIUM FÜR WIRTSCHAFT UND ENERGIE (2016): „Aktionsprogramm Zukunft Mittelstand“, verfügbar unter: https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Publikationen/Mittelstand/aktionsprogramm-zukunft-mittelstand.pdf?__blob=publicationFile&v=12, Zugriff am 29.01.2025.
- BUNDESVERBAND DER DEUTSCHEN INDUSTRIE E.V., BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN UND ERNST & YOUNG AG (2008): „International Financial Reporting Standards auch für den Mittelstand? Umstellung der Rechnungslegung auf IFRS bei mittelständischen Unternehmen. Durchführung – Erfahrungen – Auswirkungen“, verfügbar unter: https://bdi.eu/media/presse/publikationen/Publikation_International_Financial_Reporting_Standards_auch_fuer_den_Mittelstand.pdf, Zugriff am 29.01.2025.
- BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN (2010): „Rating“, verfügbar unter: <https://bankenverband.de/media/publikationen/rating.pdf>.
- BUSSE, F.-J. (2003): „Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft“, 5, München: Oldenbourg Verlag
- COLLIN, J. UND SCHMINCKE, S. (2021): „Wandeldarlehen als wirkungsvolles Instrument in Frühphasen Start-Ups“, Hrsg.: Hoppe, C., *Praxishandbuch Finanzierung und Innovation*, S. 291 – 307.
- COOPER, H.-M. (1998): „Organizing knowledge syntheses: A taxonomy of literature reviews“, *Knowledge in Society*, 1, 104 – 126.
- CROMIE S., STEPHENSON, B. UND MONTEITH D. (1995): „The management of family firms: an empirical investigation.“, *International Small Business Journal*, 13, S. 11 – 43.
- DASKE, E UND EHRHARDT, O. (2005): „Kursunterschiede und Renditen deutscher Stamm- und Vorzugsaktien“, Berlin: Humboldt Universität zu Berlin, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
- DELOITTE (2022): „Valuation Multiple Screening – Clear and to the point“, verfügbar unter: <https://www2.deloitte.com/de/de/pages/finance/articles/valuation-multiple-screening.html>, Zugriff 29.01.2025.
- DEUTSCHE BÖRSE AG (2022): „Scale – Maßgeschneiderte Lösung zur Eigenkapitalfinanzierung im KMU-Wachstumsmarkt“, verfügbar unter:

<https://www.xetra.com/resource/blob/3239422/2094960ba1ee38ca8d6971d5888d3fa2/data/Factsheet:%20Scale.pdf>, Zugriff am 29.01.2025.

- DEUTSCHE BUNDESBANK (2019): „Bonitätsanalyse der Deutschen Bundesbank“, verfügbar unter: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/602050/66c9453d51d8827523d7514b314f9c9e/mL/bonitaetsanalyse-data.pdf>, Zugriff am 29.01.2025.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (2021): „Monatsbericht“, verfügbar unter: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/650470/692b046a199149580c8b049d824a6e11/mL/i03233-data.pdf>, Zugriff 29.01.2025.
- DIENES, C., BUTKOWSKI, O. K., HOLZ, M., KORUS, A. UND WOLTER, H.-J. (2021): „Einstellungen und Verhalten mittelständischer Unternehmen angesichts des Klimawandels“, Bonn: Institut für Mittelstandsforschung Bonn.
- DILTHEY, W. (1990): „Ideen über eine beschreibende und zergliedernde Psychologie“, *Vandenhoeck & Ruprecht*, S. 139 – 240.
- DEMARY, M., DIERMEIER, M. UND HEIDE, H. (2015): „A Capital Markets Union for Europe: The Relevance of Banks and Markets“, Hrsg.: Institut der deutschen Wirtschaft Köln.
- DIMLER, N., PETER, J. UND KARCHER, B. (2018): „Unternehmensfinanzierung im Mittelstand: Lösungsansätze für eine maßgeschneiderte Finanzierung“, Wiesbaden: Springer Gabler.
- DIWALD, H. (2013): „Anleihen verstehen. Grundlagen verzinslicher Wertpapiere und weiterführende Produkte.“, München: C.H. Beck.
- DOMBRET, A. UND KENADJIAN, P.-S. (2015): „The European Capital Markets Union“, Berlin/Bosten: De Gruyter.
- DONALDSON, L. UND DAVIDS, J. H. (1991): „Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder returns“, *Australian Journal of Management*, 16, S. 49 – 64.
- DÖRING, N. UND BORTZ, J. (2016): „Forschungsmethoden und Evaluation in den Sozial- und Humanwissenschaften“, Berlin: Springer.
- DÖWELING, H. (2017): „Anleihefinanzierung im eigentümergeführten deutschen Mittelstand“, Wiesbaden: Springer Gabler.
- DOWLING, M. UND DRUMM, H.-J. (2002): „Gründungsmanagement“, Berlin: Springer-Verlag.
- DRIEBLEIN, S. UND WOLF, B. (2014): „Mittelstandsanleihen als nachrangige Finanzierungsinstrumente“, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 6, S. 1- 7.
- EILENBERGER, G. (2003): „Betriebliche Finanzwirtschaft: Einführung in Investition und Finanzierung, Finanzpolitik und Finanzmanagement von Unternehmungen“, 7, München: Oldenbourg Verlag.

- EUROPÄISCHE KOMMISSION (2003a): „Beobachtungsnetz der europäischen KMU 2003, Nr. 7“, *KMU in Europa 2003*.
- EUROPÄISCHE KOMMISSION (2003b): „Empfehlung der Kommission vom 6. Mai 2003 betreffend die Definition der Kleinstunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen“, verfügbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003H0361&from=EN>, Zugriff 29.01.2025.
- EUROPÄISCHE KOMMISSION (2015): „Schaffung einer Kapitalmarktunion“, verfügbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=DE>, Zugriff 29.01.2025.
- EVERLING, O. (2006): „Wesen und Bedeutung des Finanzratings“, Hrsg.: Ann-Kristin Achleitner, *Finanzrating. Gestaltungsmöglichkeiten zur Verbesserung der Bonität*, S. 3 – 14.
- EVERLING, O. UND LANGEN, R. (2013): „Basel III – Auswirkungen des neuen Bankenaufsichtsrechts auf den Mittelstand“, Köln: Bank-Verlag.
- FAHRENSCHON, G., KIRCHHOFF, A.-G. UND SIMMERT, D.-B. (2015): „Mittelstand – Motor und Zukunft der deutschen Wirtschaft“, Wiesbaden: Springer Gabler.
- FALKENHAYN, A. VON (2025): „Wie Mittelständler fit für den Kapitalmarkt werden“, *Handelsblatt*, 97, S. 46.
- FEILER, M. UND KIRSTEIN, U. (2014): „Mittelstandsanleihen – ein Erfolgsmodell für alle Parteien“, Wiesbaden: Springer Gabler.
- FEILER, M. (2017): „Kein Fiebertraum! Kapitalmarkt und Mittelstand passen gut zusammen“, *GoingPublic Magazin*, 2, S. 46 – 48.
- FISCHL, B. (2011): „Alternative Unternehmensfinanzierung für den deutschen Mittelstand“, (2), Wiesbaden: Gabler.
- FLICK, U. (2022a): „Gütekriterien qualitativer Sozialforschung“, Hrsg.: N. Baur, Blasius, J., *Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung*, Wiesbaden: Springer.
- FLICK, U., VON KARDORFF, E. UND STEINKE, I. (2022b): „Was ist qualitative Forschung? Einleitung und Überblick.“, Hrsg.: Uwe Flick, Ernst von Kardorff, Ines Steinke, *Qualitative Forschung. Ein Handbuch*, 14, S. 12 – 29.
- FLORSTEDT, T. (2017): „Lehren aus dem Zusammenbruch des Marktes für sog. Mittelstandsanleihen“, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 29(3), S. 145 – 159.
- FRANKFURTER BÖRSE (2019a): „Marktstruktur der Frankfurter Börse“, verfügbar unter: <https://www.boerse-frankfurt.de/wissen/maerkte-und-segmente/marktstruktur-der-frankfurter-boerse>, Zugriff 29.01.2025.

- FRANKFURTER BÖRSE (2019b): „Scale für Anleihen“, verfügbar unter: <https://www.boerse-frankfurt.de/wissen/maerkte-und-segmente/scale-fuer-anleihen>, Zugriff 29.01.2025
- FRANKFURTER BÖRSE (2021): „Scale für Aktien“, verfügbar unter: <https://www.boerse-frankfurt.de/wissen/maerkte-und-segmente/scale-fuer-aktien>, Zugriff 29.01.2025.
- FREY, L. UND ERNST & YOUNG (2006): „Anforderungen an das Rechnungswesen“, *AG Deutsche Börse: Praxishandbuch Börsengang*, S. 101 – 124.
- FURUBOTN, E. G. UND RICHTER, R. (2010): „Neue Institutionenökonomik – Eine Einführung und kritische Würdigung“, 4, Tübingen: Mohr Siebeck.
- GABLER BANKENLEXIKON (o. J.): „Aktienemission“, verfügbar unter: <https://www.gabler-banklexikon.de/definition/aktienemission-55494>, Zugriff 29.01.2025.
- GABLER WIRTSCHAFTSLEXIKON (O. J.): „Neue Institutionenökonomik“, verfügbar unter: [https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/neue-institutionenoekonomik-38077#:~:text=Die%20Neue%20Institutionen%C3%B6konomik%20\(NI%C3%96\)%20ist,u.a.%20Williamson%2C%20Jensen%20und%20Meckling](https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/neue-institutionenoekonomik-38077#:~:text=Die%20Neue%20Institutionen%C3%B6konomik%20(NI%C3%96)%20ist,u.a.%20Williamson%2C%20Jensen%20und%20Meckling), Zugriff am 29.01.2025.
- GLENK, H. (2019): „Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt“, Hrsg.: Mathias Habersack, Peter O. Mülberr, Michael Schlitt, *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, (4), S. 47 – 48.
- GOECK, M. UND WALTHER, U. (2022): „What Drives Financing Decisions of SMEs? A Survey of German Bank Advisers“, *Credit & Capital Markets*, 55, S. 67 – 98.
- GOEKE, M. (2008): „Der deutsche Mittelstand – Herzstück der deutschen Wirtschaft“, Hrsg.: Goeke M., *Praxishandbuch der Mittelstandsfinanzierung*, S. 9 – 22.
- GUEST, G., BUNCE, A. UND JOHNSON, L. (2006): „How Many Interviews Are Enough? An Experiment with Data Saturation and Variability“, *Field Methods*, 18, S. 59 – 82.
- GROLL, K.-H. (2004): „Das Kennzahlensystem zur Bilanzanalyse: Ergebniskennzahlen – Aktienkennzahlen – Risikokennzahlen“, München: Carl Hanser Verlag.
- GRUNDMANN, W. (2021): „Leasing und Factoring. Formen, Rechtsgrundlagen, Verträge“, 3, Wiesbaden: Springer Gabler.
- GRUNOW, H.-W. UND FIGGENER, S. (2006): „Handbuch Moderne Unternehmensfinanzierung“, Berlin: Springer Gabler.
- HANDELSBLATT (2021): „Niedrigzinsen und Corona machen die eigenkapitalähnliche Finanzierung Mezzanine attraktiv“, verfügbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/handelsblatt-serie-alternativen-zum-kredit-niedrigzinsen-und-corona-machen-die-eigenkapitalaehnliche-finanzierung-mezzanine-attraktiv/27084524.html?ticket=ST-5779605-fluqxdwVa4542eHeKWuj-ap3>, Zugriff am 29.01.2025.

- HANDELSBLATT RESEARCH INSTITUTE (o. J.): „Ist ihr Unternehmen reif für den Börsengang? Ein Leitfaden zum „Projekt Börsengang“, verfügbar unter: <https://www.handelsblatt.com/downloads/10606908/4/IPO-Leitfaden>, Zugriff 29.01.2025.
- HARMS, O. (2013): „Factoring – Was ändert sich durch Basel III?“, Hrsg.: Gernot M. Becker und Oliver Everling, *Basel III. Auswirkungen des neuen Bankenaufsichtsrechts auf den Mittelstand*, Köln: Bank-Verlag.
- HARMS, O. (2014): „Factoring im Mittelstand“, Hrsg.: Norbert T. Varnholt und Peter Hoberg, *Bilanzoptimierung für das Rating. Ansätze und Instrumente für ein besseres Rating-Ergebnis, 2*, Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- HAUFE (2022): „Was IFRS vom HGB unterscheidet und was bei der Umstellung auf IFRS zu beachten ist“, verfügbar unter: https://www.haufe.de/finance/buchfuehrungskontierung/ifrs-oder-hgb-eine-entscheidungshilfe/unterschied-zwischen-ifrs-und-hgb-umstellung-auf-ifrs_186_448526.html, Zugriff 29.01.2025.
- HÖRMANN, P. UND SCHERR, S. (2012): „Investor Relations und Corpo-rate Governance – Eine kapitalmarktorientierte Analyse unter Berücksichtigung medialer Wirkungszusammenhänge“, Hrsg.: Döbler, T., Kolo, C., Rademacher, L., *Wertschöpfung durch Medien im Wandel*, Baden-Baden: Nomos: S. 303 – 320.
- HEINRICH, J. UND LOBIGS, F. (2003): „Neue Institutionenökonomik“, Hrsg.: K.-D. Altmeppen, M. Karmasin, *Medien und Ökonomie*, Wiesbaden: Springer Fachmedien, S. 245 – 268.
- HELFFERICH, C. (2019): „Leitfaden- und Experteninterviews“, Hrsg.: Baur, N., Blasius, J., *Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung*, Wiesbaden: Springer, S. 669 – 686.
- HOFSTEDE, G.-H. (2001): „Cultures consequences: comparing values, behaviors, institutions, and organizations across nations“, Calif: Sage Publications
- HOFMANN, J. UND ZIRKLER, B. (2015): „Basel III in der Unternehmenspraxis“, Wiesbaden: Springer Gabler.
- HOLZBORN T. UND STIEFENHOFER LUTZ, N. (2006): „Umwandlung in die AG“, *AG, Deutsche Börse: Praxishandbuch Börsengang*, Wiesbaden: Gabler Verlag, S. 45 - 78.
- HOMBURG, O. (2004): Der Umstellungsprozess des Rechnungswesens auf IFRS – Herausforderung und Chance“, Hrsg.: Ferri Abolhassan, *Innovation durch Geschäftsprozessmanagement: Jahrbuch Business Process Excellence 2004/2005*, S. 77 – 92.
- HUSSY, W., SCHREIER, M. UND ECHTERHOFF, G. (2013): „Forschungsmethoden in Psychologie und Sozialwissenschaften für Bachelor“, Berlin: Springer Verlag.
- IFM (o. J.a): „KMU-Definition des IfM Bonn“, verfügbar unter: <https://www.ifm-bonn.org/definitionen-/kmu-definition-des-ifm-bonn>, Zugriff am 29.01.2025.

- IfM (o. J.b): „Mittelstand im Einzelnen“, verfügbar unter: <https://www.ifm-bonn.org/statistiken/mittelstand-im-einzelnen>, Zugriff am 29.01.2025.
- IfM (2019a): „KMU in Deutschland gemäß der Definition des IfM Bonn“, verfügbar unter: https://www.ifm-bonn.org/fileadmin/data/redaktion/statistik/unternehmensbestand/dokumente/KMU-D_2014-2018_IfM-Def.pdf, Zugriff 29.01.2025.
- IfM (2019b): „KMU in Deutschland gemäß der KMU-Definition der EU-Kommission“, verfügbar unter: https://www.ifm-bonn.org/fileadmin/data/redaktion/statistik/unternehmensbestand/dokumente/KMU-D_2014-2018_EU-Def.pdf, Zugriff 29.01.2025.
- JAHN, V. (2018): „The importance of owner-managed SMEs and regional apprenticeship activity: evidence from the German Mittelstand.“, *Empirical Research in Vocational Education and Training*, 10, S. 8 – 29.
- JANSSEN, J. (2009): „Rechnungslegung im Mittelstand“, Wiesbaden: Gabler.
- JESSON, J., MATHESON, L. UND LACEY, F.-M. (2011): „Doing your literature review: Traditional and systematic techniques“, London: Sage.
- KASERER, C., KÖTTING, M., RAPP, M.-S. UND SCHAEFER, L. (2025): „Finanzmarkt, Finanzmarktstruktur und Wirtschaftswachstum. Eine Bestandsaufnahme aus deutscher Perspektive“, *CORPORATE FINANCE*, 6, S. 124 – 133.
- KFW (2016): „Merkblatt KMU-Definition“, verfügbar unter: [https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/F%C3%B6rderprogramme-\(Inlandsf%C3%B6rderung\)/PDF-Dokumente/6000000196_M_F_KMU-Definition.pdf](https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/F%C3%B6rderprogramme-(Inlandsf%C3%B6rderung)/PDF-Dokumente/6000000196_M_F_KMU-Definition.pdf), Zugriff am 29.01.2025.
- KFW (2021): „Merkblatt: Klimaschutzoffensive für den Mittelstand“, verfügbar unter: [https://www.kfw.de/inlandsfoerderung/Unternehmen/Energie-Umwelt/F%C3%B6rderprodukte/Klimaschutzoffensive-f%C3%BCr-den-Mittelstand-\(293\)/](https://www.kfw.de/inlandsfoerderung/Unternehmen/Energie-Umwelt/F%C3%B6rderprodukte/Klimaschutzoffensive-f%C3%BCr-den-Mittelstand-(293)/), Zugriff am 29.01.2025.
- KINATEDER, H. (2013): „Mittelstandsanleihen - Eine kritische Betrachtung aus der Sicht von KMU und Investoren“, *Corporate Finance biz*, 4(4), S. 190 – 195.
- KITCHENHAM, B. UND CHARTERS, S. (2007): „Guidelines for Performing Systematic Literature Reviews in Software Engineering“, Keele University/Durham University.
- KOSS, C. (2006): „Basiswissen Finanzierung: Eine praxisorientierte Einführung“, Wiesbaden: Gabler.
- KREBS, D. UND MENOLD, N.: „Gütekriterien quantitativer Sozialforschung“, Hrsg.: N. Baur, J. Blasius, *Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung*, Wiesbaden: Springer.
- KRIEBEL, H. (1963): „Mehr stimmrechtslose Vorzugsaktien?“, *Die Aktiengesellschaft*, S. 175 – 178.

- KURZ, A., STOCKHAMMER, C., FUCHS, S. UND MEINHARD, D. (2009): „Das problemzentrierte Interview“, Hrsg.: Buber, R., Holzmüller H., *Qualitative Marktforschung – Kompetenzen – Methoden – Analysen*, 2, S. 463 – 276.
- KUCKARZT, U. UND RÄDIKER, S. (2014): „Datenaufbereitung und Datenbereinigung in der qualitativen Sozialforschung“, Hrsg.: Baur, N., Blasius, J., *Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung*, Wiesbaden: Springer Fachmedien, S. 283 – 396.
- KUCKARTZ, U. (2018): „Qualitative Inhaltsanalyse. Methoden, Praxis, Computerunterstützung“, 4, Weinheim: Beltz.
- KÜTING, K. (2006): „Der Stellenwert der Bilanzanalyse und Bilanzpolitik im HGB- und IFRS-Bilanzrecht.“, *Der Betrieb*, 51-52, S. 2753 – 2762.
- LEVY, Y. UND ELLIS, T.-J. (2006): „A systems approach to conduct an effective literature review in support of information systems research“, *Informing Science: International Journal of an Emerging Transdiscipline*, 9, S. 181 – 212.
- LIBERATI, A., ALTMAN, D.-G., TETZLAFF, J., MULROW, C., GÖTZSCHE, P.-C., LOANNIDIS, J.-P.-A., CLARKE, M., DEVEREAUX, P.-J., KLEIJNEN, J. UND MOHER, D. (2009): „The PRISMA statement for reporting systematic reviews and meta-analyses of studies that evaluate health care interventions: Explanation and elaboration“, 6.
- LINK, U. (2014): „Finanzierungsoptimierung durch den Einsatz öffentlicher Förder- und Finanzierungsinstrumente.“, Hrsg.: Norbert T. Varnholt und Peter Hoberg, *Bilanzoptimierung für das Rating. Ansätze und Instrumente für ein besseres Rating-Ergebnis*, 2, Stuttgart: Schäffer-Poeschl.
- LÖHR A. (2006): „Börsengang. Kapitalmarktchancen prüfen und umsetzen“, 2, Freiburg: Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft Steuern Recht.
- LOEWEN, B. (2021): „Quo Vadis Mittelstandsfinanzierung?“, *Die Bank*, 8, S. 12 – 18.
- MARX, M. (1993): „Finanzmanagement und Finanzcontrolling im Mittelstand“, Ludwigsburg: Verlag Wiss. & Praxis.
- MAUSBACH, C. UND SIMMERT, D.-B. (2016): „Wie geht es weiter mit dem Markt für Mittelstandsanleihen? - ein Blick in die Glaskugel“, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 69(12), S. 591 – 594.
- MAYRING, P. (2015): „Qualitative Inhaltsanalyse“, 12, Weinheim: Beltz.
- MAYRING, P. (2016): „Einführung in die qualitative Sozialforschung“, 6, Weinheim: Basel.
- MAYRING, P., FENZEL, T. (2019): „Qualitative Inhaltsanalyse“, Hrsg.: R. Bauer und J. Blasius, *Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung*, S. 633 – 648.
- MESSING, J. UND BRINKER, B. (2020): „Mittelstand braucht neue Finanzierungsquellen“, *Börsen-Zeitung*, 165, S. 4.
- MISOCH, S. (2019): „Qualitative Interviews“, 2, Oldenburg: De Gruyter.

- MORITZ, A., BLOCK, J.-H., GOLLA, S. UND WERNER, A. (2020): „Contemporary Developments in Entrepreneurial Finance“, Cham: Springer
- MORSE, J.-M., BARRET, M., MAYAN, M., OLSON, K. UND SPIERS, J. (2002): „Verification strategies for establishing reliability and validity in qualitative research“, *International Journal of Qualitative Methods*, 1 (2), S. 13 – 22.
- MUGLER, J. (1998): „Betriebswirtschaftslehre der Klein- und Mittelbetriebe“, Wien: Springer.
- OGAWA, R.-T. UND MALEN, B. (1991): „Towards rigor in reviews of multivocal literatures: Applying the exploratory case study method“, *Review of Educational Research*, 61, (3), S. 265 – 286.
- OKOLI, C. (2015): „A guide to conducting a systematic literature review“, *Communications of the Association for Information Systems*, 37 (43), S. 879-910.
- OTT, H. (2021): „Disquotale Einzahlung in die Kapitalrücklage einer GmbH als Sanierungsmaßnahme“, *GmbH-Steuerpraxis*, 2, S. 33 – 39.FO
- OXMAN, A.-D. UND GUYATT, G.-H. (1988): „Guidelines for reading literature reviews“, *Canadian Medical Association Journal*, 138 (8), S. 697 – 703.
- PICHET, E. UND LANG, G. (2012): „The German Mittelstand and its fiscal competitiveness: lessons for France“, *La Revue de droit fiscal*, (14), S. 46 – 55.
- PICOT, A., REICHALD, R., WIGAND, R. T., MÖSLEIN, K. M., NEUBURGER, R., NEYER, A.-K. (2020): „Die grenzenlose Unternehmung – Information, Organisation und Führung, 6, Wiesbaden: Springer Gabler.
- PFOHL, H.-C. (2006): „Abgrenzung der Klein- und Mittelbetriebe von Großbetrieben“, Hrsg.: Hans-Christian Pfohl, *Betriebswirtschaftslehre der Mittel- und Kleinbetriebe*, (4), S. 1 – 24.
- POLUSCHNY, P. (2007): „Die wichtigsten Kennzahlen“, München: Redline Verlag
- PRESSE- UND INFORMATIONSAMT DER BUNDESREGIERUNG (2009): „Mittelstand – Rückgrat der Sozialen Marktwirtschaft“, verfügbar unter: <https://www.bundeskanzlerin.de/bkin-de/mediathek/bundeskanzlerin-merkel-aktuell/mittelstand-rueckgrat-der-sozialen-markt-wirtschaft-1122554>, Zugriff am 29.01.2025.
- PREYSING, A. VON (2012): „Mittelstandsanleihen: Einfacher Weg zu vielen Vorteilen“, *Finanzierung im Mittelstand*, 3, S. 12 – 16.
- PWC (2020): „New Normal am deutschen Emissionsmarkt: Kapitalerhöhungen nehmen deutlich zu“, verfügbar unter: <https://de.marketscreener.com/boersenachrichten/nachrichten/OTS-PwC-Deutschland-New-Normal-im-deutschen-Emissionsmarkt--31448622/>, Zugriff 29.01.2025.
- RÄDIKER, S. UND KUCKARTZ, U. (2019): „Analyse Qualitativer Daten mit MAXQDA – Text, Audio und Video“, Wiesbaden: Springer Fachmedien.

- RANDOW, P. VON (2017): „Mittelstandsanleihen und Marktversagen“, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 2(31), S. 102 – 117.
- RISCHBIETER, H. (2014): „Finanzierung mittelständischer Unternehmen mittels kapitalmarktorientierter Finanzierungsinstrumente. Eine Einführung in die Grundlagen und gängigen Instrumente“, Hamburg: disserta Verlag.
- RÖBKEN, H. UND WETZEL, K. (2020): „Qualitative und quantitative Forschungsmethoden“, Hrsg.: Carl von Ossietzky Universität Oldenburg, (8).
- RÖHL, K.-H. (2002): „Regionalförderung in Deutschland: Was hat der Ostdeutsche Mittelstand davon?“, *IW-Trends – Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung*, 29, S. 34 – 40.
- RÖMHILD, J. (2017): „Kundenstolz im B2C-Bereich – Eine empirische Analyse der Ursachen und Konsequenzen, Wiesbaden: Springer Fachmedien.
- RUSS, W. (2005): „Due Diligence“, Hrsg.: Klaus R. Kirchhoff, Manfred Piwinger, *Praxishandbuch Investor Relations. Das Standardwerk der Finanzkommunikation*, S. 277 – 258.
- SACK, D. (2019): „Vom Staat zum Markt – Privatisierung aus politikwissenschaftlicher Perspektive“, Wiesbaden: Springer Fachmedien.
- SCHAMMO, P. (2017): „Market Building and the Capital Markets Union: Addressing Information Barriers in the SME Funding Market“, *European Company and Financial Law Review*, 14(2), S. 271 – 314.
- SCHIERECK, D. (2014): „Fremdfinanzierung zwischen Bankkredit und Mittelstandsanleihen“, *Corporate Finance*, 10, S. 1.
- SCHLITT, M. (2014): „Finanzierungsstrategien im Mittelstand“, Wiesbaden: Springer Fachmedien.
- SCHMIDT, A. (2017): „Der deutsche Mittelstand ist reif für die Börse“, *Börsen-Zeitung*, 231, S. 8.
- SCHNOBRICH, S. UND BARZ, M. (2001): „Die Business AG – Aktiengesellschaft für den Mittelstand. Ein Praxisleitfaden zur Kleinen AG“, Wiesbaden: Gabler Verlag.
- SCHREIER, M. (2011): „Qualitative Stichprobenkonzepte“, Hrsg.: Naderer, G., Balzer, E., *Qualitative Marktforschung in Theorie und Praxis*, 2, S. 241 – 256.
- SCHREIER, M. (2020): „Fallauswahl“, Hrsg.: Mey, G., Mruck, K., *Handbuch qualitative Forschung in der Psychologie*, 2, S. 19 – 39.
- SCHRÖDER, U. (2015): „Fördermittel der KfW Mittelstandsbank: nachhaltig, effizient, modern“, Hrsg.: Georg Fahrenschon, Arndt G. Kirchhoff, Diethard B. Simmert, *Mittelstand – Motor und Zukunft der deutschen Wirtschaft*, S. 371 – 386.
- SCHÜLER, A. UND ASCHAUER, F. (2017): „Der Markt für Mittelstandsanleihen – eine Diagnose“, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 29(4), S. 206 – 222.

- SCHULZ, C. (2010): „Corporate Finance für den Mittelstand“, Hrsg.: Jürgen Hilde, *Praxishandbuch Firmenkundengeschäft. Geschäftsfelder, Risikomanagement, Marketing*, S. 97 – 108.
- SHEA, B.-J., GRIMSHAW, J.-M., WELLS, G.-A., BOERS, M., ANDERSSON, N., HAMEL, C., PORTER, A.-C., TUGWELL, P., MOHER, D. UND BOUTER, L.-M. (2007): „Development of AMSTAR: A measurement tool to assess the methodological quality of systematic reviews“, *BMC Medical Research Methodology*, 7, S. 10 – 17.
- SOMMER, C. (2024): „The Role of Capital Markets for Small and Medium-Sized Enterprise (SME) Finance“, *Journal of Development Studies*, 60(11), S. 1812 – 1832.
- STATISTA (2020a): „Anzahl der KMU in Deutschland nach Wirtschaftszweigen im Jahr 2018“, verfügbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/731975/umfrage/anzahl-der-kmu-in-deutschland-nach-wirtschaftszweigen/>, Zugriff am 29.01.2025.
- STATISTA (2020b): „Anzahl der emittierten Mittelstandsanleihen von 2010 bis 2020.“, verfügbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/377713/umfrage/anzahl-der-emittierten-mittelstandsanleihen-in-deutschland/>, Zugriff am 29.01.2025.
- STATISTA (2021a): „Inländisches Fördergeschäft der KfW Bankengruppe von 2014 bis 2020“, verfügbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/1115737/umfrage/inlaendisches-foerderungsgeschaeft-der-kfw-bankengruppe/>, Zugriff am 29.01.2025.
- STATISTA (2021b): „Anzahl der börsennotierten Unternehmen in Deutschland in den Jahren von 1975 bis 2020“, verfügbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/1203613/umfrage/anzahl-der-boersennotierten-unternehmen-in-deutschland/>, Zugriff 29.01.2025.
- STATISTA (2021c): „Emissionsvolumen am institutionellen Markt für Unternehmensanleihen in Deutschland von 2007 bis 2020.“, verfügbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/512554/umfrage/emissionsvolumen-von-unternehmensanleihen-in-deutschland/#:~:text=Im%20Jahr%202020%20belief%20sich,von%20rund%20104%20Milliarden%20Euro>, Zugriff am 29.01.2025.
- STATISTA (2022a): „Europäische Union: Jugendarbeitslosenquoten in den Mitgliedsstaaten im Mai 2022“, verfügbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/74795/umfrage/jugendarbeitslosigkeit-in-europa/>, Zugriff am 29.01.2025.
- STATISTA (2022b): „Kredite der Banken in Deutschland an inländische Unternehmen und wirtschaftlich Selbständige von 1997 bis 2021“, verfügbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/6798/umfrage/kredite-an-unternehmen-und-selbstaendige/#:~:text=Zum%20Ende%20des%20Jahres%202021,rund%201.701%20C5%20Milliarden%20Euro>, Zugriff 29.01.2025.

- STATISTA (2022c): „Private Equity-Investitionen in Deutschland von 2007 bis 2021“, verfügbar unter:
<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/156707/umfrage/investitionen-in-deutschland-im-private-equity-markt/#:~:text=Im%20Jahr%202021%20konnten%20in,6%20Milliarden%20Euro%20verzeichnet%20werden>, Zugriff am 29.01.2025.
- STATISTA (2022d): „Anzahl der Personen in Deutschland, die festverzinsliche Wertpapiere (z.B. Sparbriefe, oder Anleihen) im Haushalt besitzen, von 2018 – 2022“, verfügbar unter:
<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/265994/umfrage/geldanlagen-besitz-festverzinslicher-wertpapiere-in-deutschland/>, Zugriff 29.01.2025.
- STATISTA (2024): „Entwicklung des Zinssatzes der Europäischen Zentralbank für das Hauptrefinanzierungsgeschäft von 1999 bis 2024“, verfügbar unter:
<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/201216/umfrage/ezb-zinssatz-fuer-das-hauptrefinanzierungsgeschaeft-seit-1999/>, Zugriff 29.01.2025.
- STATISTA (2025): „Statistiken zum Thema Kredit und Schulden“, verfügbar unter:
<https://de.statista.com/themen/599/kredit-und-schulden/#topicOverview>, Zugriff 12.02.2026.
- STEINER, M. (1993): „Finanzierung“, Hrsg.: Waldemar Wittmann, *Handwörterbuch der Betriebswirtschaft*, 5, S. 1024 – 1038.
- STEINKE, I. (1999): „Kriterien qualitativer Forschung: Ansätze zur Bewertung qualitativ-empirischer Sozialforschung“, München: Juventa.
- STOPKA, U. UND URBAN, T. (2017): „Investition und Finanzierung“, Heidelberg: Springer Gabler Berlin
- STRÜBING, J. (2018): „Qualitative Sozialforschung – Eine komprimierte Einführung“, 2, Bosten/Berlin: De Gruyter.
- TEMPLIER, M. UND PARÉ, G. (2015): „A Framework for Guiding and Evaluating Literature Reviews“, *Communications of the Association for Information Systems*, 37 (8), S. 112 – 137.
- TESKE, B. (2012): „Neue Chance für Mittelstandsanleihen“, *Die Bank*, 3, S. 8 – 13.
- TESKE, B. (2014): „Mittelstandsanleihen: Alles auf Neustart“, *Die Bank*, 6, S. 31 – 34.
- THIEßEN, F. UND DÖWELING, H. (2017): „Mittelstandsanleihen seit der Subprimekrise - Die Ursachen des Scheiterns und Lösungen für die Zukunft“, *Corporate Finance*, 8(6), S. 136 – 144.
- VELTE, P. (2010): „Stewardship-Theorie“, *Zeitschrift für Planung und Unternehmenssteuerung*, 20, S. 285 – 293.
- VOLLMUTH, J-H. UND ZWETTLER, R. (2020): „Kennzahlen“, 4, Freiburg: Haufe-Lexware
- WALISZEWSKI, K. (2017): „THE CAPITAL MARKETS UNION FROM THE PERSPECTIVE OF SMEs FINANCING IN THE EU – EXPECTED BENEFITS,

- CONSTRAINTS AND RISKS”, *Financial Sciences / Nauki o Finansach*, 2(31), S. 102 – 117.
- WARD, J. L. (1987): „Keeping the Family Business Healthy: How to Plan for Continuous Growth, Profitability, and Family Leadership”, Kalifornien: Jossey-Bass.
- WEBSTER, J. UND WATSON, R.-T. (2002): „Analyzing the past to prepare for the future: Writing a literature review”, *MIS Quarterly*, 26 (2), xiii – xxiii.
- WEGERICH, I. UND FEILER, M. (2019): „Börsennotierter Mittelstand in der Existenz bedroht“, *Börsen-Zeitung*, 187, S. 9.
- WEINRICH, G. UND JACOBS, J. (2007): „Finanzanalyse und Finanzrating“, Hrsg.: Ann-Kristin Achleitner, *Finanzrating*, S. 15 – 53.
- WELGE, M. K. UND EULERICH, M. (2014): „Corporate-Governance-Management – Theorie und Praxis der guten Unternehmensführung, 2, Wiesbaden: Springer Gabler.
- WESLEY, M-C. (1925): „Quantitative Analysis in Economic Theory”, Hrsg.: American Economic Association, *The American Economic Review*, 15, S. 1 – 12.
- WIEST, P. (2025): „Rechtliche Erleichterungen für KMU-Börsengänge“, Wiesbaden: Springer Gabler.
- WILLIAMSON, O. (1981): „The Economics of Organizations: The Transaction Cost Approach”, *American Journal of Sociology*, 87, S. 548 – 577.
- WÖHE, G., BILSTEIN, J., ERNST, D. UND HÄCKER, J. (2009): „Grundzüge der Unternehmensfinanzierung“, 2, München: Vahlen.
- WÖLTJE, J. (2016): „Bilanzen lesen, verstehen und gestalten“, 12, Freiburg: Haufe.
- WOLFSWINKEL, J.-F., FURTMUELLER, E. UND WILDEROM, C.-P. (2013): „Using grounded theory as a method for rigorously reviewing literature”, *European Journal of Information Systems*, 22, S. 45 – 55.
- ZANTOW, R. UND DINAUER, J. (2011): „Finanzwirtschaft des Unternehmens: Die Grundlagen des modernen Finanzmanagements“, 3, München: Pearson Deutschland GmbH
- ZEIDLER, S. (2015): „Kapitalmarkt: gute Alternativen für Wachstumsfinanzierung im Mittelstand“, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 9(9), S. 437 – 440.

6.2 Gesetzesquellen

HGB (2024): Handelsgesetzbuch in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4100-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes vom 23. Oktober 2024 (BGBl. 2024 I Nr. 323) geändert worden ist

AktG (2024): Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Artikel 18 des Gesetzes vom 23. Oktober 2024 (BGBl. 2024 I Nr. 323) geändert worden ist

GmbHG (2024): Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4123-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das zuletzt durch Artikel 21 des Gesetzes vom 23. Oktober 2024 (BGBl. 2024 I Nr. 323) geändert worden ist

Anhang

Formelles Anschreiben an geschäftsführende Gesellschafter und kaufmännische Verantwortliche

Ansprechpartner und Kontakt

André Requardt, M. Sc.

Lehrstuhl für Internationale Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung

Fakultät Wirtschaftswissenschaften

Technische Universität Dortmund

0152 xxx

Allgemeine Information zur Studie

- Studiendurchführung im Rahmen einer Promotion am Lehrstuhl für internationale Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung der Technischen Universität Dortmund
- Ziel der Studie: Die Attraktivität von kapitalmarktbasierenden Finanzierungsformen für mittelständische, deutsche Unternehmen erörtern
- Methode: Leitfadengestützte Experteninterviews (persönlich, digital oder telefonisch)
- Zielgruppe: Gesellschafter und kaufmännisch Verantwortliche von mittelständischen, deutschen Unternehmen. Zeitrahmen ca. **45 Minuten**.
- Die folgenden Fragen dienen als thematische Erstororientierung. Je nach Gesprächsverlauf können weitergehende/anderslautende Fragestellungen formuliert werden.

Informationen zur Datenverarbeitung

- Anfertigung von Audioaufzeichnungen der Interviews
- Erstellung von Interviewtranskripten (Niederschriften des gesprochenen Wortes)
- Verarbeitung der Interviewtranskripte mit der Analysesoftware MaxQDA: Hierbei werden Aussagen der Interviews verschiedenen (Inhalts-)Kategorien zugeordnet, um später aggregierte Erkenntnisse innerhalb der einzelnen Kategorien über alle geführten Interviews hinweg zu erlangen
- **Es werden keine Aussagen zitiert, die Rückschlüsse auf die jeweilige Person oder die Zugehörigkeit der Person zu einer bestimmten Stadt oder Organisation ermöglichen**

Fragen

1. Fragenkreis: Attraktivität des Kapitalmarktes aus finanzieller und öffentlicher Sicht

- Wie nehmen Sie börsennotierte Unternehmen wahr? Ist Ihre Einstellung dem Kapitalmarkt grundsätzlich positiv?
- Inwiefern kann ein breiter, öffentlicher Zugang zu Ihrem Unternehmen zu gesteigerter Wahrnehmung und größeren finanziellen Freiheiten führen? Wie wichtig ist Ihnen der öffentliche Bekanntheitsgrad Ihres Unternehmens? Wie wichtig weitere Säulen der Unternehmensfinanzierung?
- Beschäftigen Sie sich mit der Diversifizierung Ihrer Unternehmensfinanzierung? Wo liegt dabei Ihre Limitation?
- Welcher dieser beiden Faktoren ist für Ihr zukünftiges Unternehmenswachstum entscheidender?
- Glauben Sie, dass eine hypothetische Listung am Kapitalmarkt Ihren Unternehmenswachstum noch beschleunigen kann?

2. Fragenkreis: Heterogenität von kapitalmarktorientierten Unternehmen und familiengeführten Mittelständlern

- Sehen Sie Widersprüche in der (Außen-)Wahrnehmung von kapitalmarktorientierten Unternehmen und familiengeführten Unternehmen (Offenheit/Transparenz, Vertrauen, Mitarbeiterbindung/-zufriedenheit, Marktpositionierung, Ambitionen & Zukunftsfähigkeit)
- Haben Sie, als mittelständisches Unternehmen, Erfahrungen damit gemacht, finanziell nicht mit Ihren Wettbewerbern mithalten zu können? Wenn ja, könnte die zusätzliche Aufnahme von Kapital an den Börsenplätzen dies verhindern?
- Inwiefern baut Ihre strategische Positionierung auf dem Dasein eines klassischen Mittelständlers auf? Würde der Gang an den Kapitalmarkt dieser Positionierung entgegenstehen?

3. Fragenkreis: Grad an Kontrollverlust durch Abgabe von Unternehmensanteilen

- Befürchten Sie bei einem hypothetischen Gang an den Kapitalmarkt Steuerungs- und Kontrollverluste über Ihre Gesellschaft? Was ist, wenn Sie lediglich Anleihen emittieren, sich also über die Fremdkapitalseite finanzieren?
- Neben der Aufnahme von Fremdkapital wird am Kapitalmarkt in erster Linie mit Aktien gehandelt. Der Handel mit Eigenkapital setzt eine ausreichende Fungibilität voraus. Dazu können neue Gesellschaftsanteile begeben werden. Was wäre aus Ihrer Sicht der maximale prozentuale Anteil, den Sie der Öffentlichkeit zugänglich machen würden?
- Der Aktienhandel kennt sowohl Stamm- als auch Vorzugsaktien, die eine Möglichkeit bieten, Eigenkapital aufzunehmen, aber keinerlei Stimmrechte abzugeben. Das wird meist mit einer höheren Dividende belohnt. Wäre dies für Sie (oder Ihre Gesellschafter) ein gangbarer Kompromiss, um die Vorzüge des Kapitalmarktes zu nutzen?

Zum Abschluss: Wie stehen Sie nach diesem Gespräch dem Kapitalmarkt als Finanzierungsalternative entgegen?

Interviewleitfaden für geschäftsführende Gesellschafter und kaufmännische Verantwortliche

Informationsphase

Guten Tag Herr/Frau ..., es freut mich sehr, dass Sie sich die Zeit nehmen, Teil dieses Forschungsprojektes zu sein und mir Auskünfte zu Ihrem Standpunkt des Kapitalmarktes als Finanzierungsalternative für den Mittelstand zu geben. Ich bin André Requardt, externer Doktorand am Lehrstuhl für internationale Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung an der Technischen Universität Dortmund.

Ziel dieses Interviews ist es, Ihre Meinung zur Nutzung des Kapitalmarktes als Finanzierungsform Ihres Unternehmens zu ergründen, sowohl auf Eigen- wie auch auf Fremdkapitalseite. Zum einen, um die Attraktivität als Finanzierungsalternative zu herkömmlichen Finanzierungsinstrumenten zu beurteilen. Zum anderen auch, um etwaige Vorteile (beispielsweise die öffentlichkeitswirksame Reichweite des Kapitalmarktes) gegenüber etwaigen Nachteilen (beispielsweise die Abgabe von Stimmrechten oder Veröffentlichungspflichten) zu bestimmen.

Das Interview soll ca. 45 Minuten dauern. Ich würde Sie bitten, Ihre Antworten recht ausführlich zu formulieren. Sie haben jederzeit die Möglichkeit, Aussagen zu korrigieren und können sich Zeit bei der Beantwortung lassen. Inhaltlich würden wir mit einer kurzen Aufwärmphase und recht offenen Fragen starten, ehe wir uns dem eigentlichen Themengebiet nähern.

Mit Ihrer Erlaubnis würde ich dieses Interview gerne mit einem Tonaufnahmegerät aufzeichnen. Die Aufzeichnung wird anschließend anonymisiert, sodass keinerlei Rückschlüsse auf Sie oder Ihr Unternehmen möglich sind. Sie dienen lediglich zu Forschungszwecken und werden nicht an Dritte weitergegeben.

Ich würde dann jetzt die Aufnahme starten, okay?

Aufnahme starten

Aufwärmphase

Wie geht es Ihnen heute?

In der wievielten Generation führen Sie /existiert dieses Unternehmen nun?

Wie definieren Sie deutschen Mittelstand? Zählen Sie sich selbst dazu?

Was können Sie mir über Ihr Unternehmen erzählen?

Welche Finanzierungsformen nutzen Sie? (Bankkredite, Fördermittel, Kundenanzahlungen, etc.)

Haben Sie sich bereits mit Alternativen zu den zuvor genannten Finanzierungsformen auseinandergesetzt?

Falls ja, welche Alternativen haben Sie geprüft? Welche haben Sie anschließend auch genutzt?

Vielen Dank! Wir würden nun zu den thematischen Fragen übergehen.

Hauptphase

Fragenkreis I

Wie nehmen Sie börsennotierte Unternehmen wahr?

Ist Ihre Einstellung dem Kapitalmarkt gegenüber eher positiv oder negativ?

Wie wichtig ist der öffentliche Bekanntheitsgrad für Unternehmen auf einer Skala von 1 – 5 (1 = nicht wichtig, 5 = sehr wichtig)?

Glauben Sie, dass der Kapitalmarkt den Bekanntheitsgrad von Unternehmen steigert?

Inwiefern kann ein solcher öffentlicher Zugang zu Ihrem Unternehmen den Bekanntheitsgrad, aber auch die finanziellen Freiheiten eines Unternehmens verbessern?

Worauf stützt sich Ihre Unternehmensfinanzierung momentan?

Wie wichtig sind Ihnen neue Alternativen zur Erweiterung oder Diversifizierung der Unternehmensfinanzierungsmöglichkeiten?

Gibt es Finanzierungsformen, die Sie prinzipiell ausschließen würden?

Was denken Sie ist für Ihr angestrebtes Unternehmenswachstum wichtiger, zunehmende öffentliche Bekanntheit oder eine weitere Finanzierungsquelle?

Glauben Sie, dass eine hypothetische Listung am Kapitalmarkt Ihr Unternehmenswachstum beschleunigen würde?

Fragenkreis II

Wir haben eingangs über die Definitionsmerkmale des Mittelstands gesprochen. Stehen diese für Sie im Widerspruch zu kapitalmarktorientierten Unternehmen?

Mussten Sie sich in der Vergangenheit einem Wettbewerber mit ähnlichen Rahmenbedingungen (also Unternehmensgröße und Ertragskraft) geschlagen geben, weil Ihnen finanzielle Mittel fehlten?

Falls ja, hätten liquide Mittel der Kapitalmärkte Abhilfe schaffen können?

Wir haben nun bereits mehrfach über die klassischen Definitionsmerkmale von Mittelständlern gesprochen. Inwiefern nutzen Sie das Charakteristikum des Familienunternehmens/Mittelständlers zur Unternehmenspositionierung?

Würde ein hypothetischer Gang an die Kapitalmärkte dieser Positionierung entgegenstehen, sie geschweige denn unglaublich dastehen lassen?

Fragenkreis III

In der Theorie wird die Attraktivität des Kapitalmarktes für Mittelständler insbesondere durch einen möglichen Kontrollverlust der Gesellschafter auf ihre Gesellschaft limitiert. Inwiefern würden Sie bei einem hypothetischen Gang an den Kapitalmarkt den Kontrollverlust über Ihre Gesellschaft befürchten?

Um Kontrollverlust zu vermeiden, bietet auch der Kapitalmarkt verschiedene Möglichkeiten. Dies können zum einen sogenannte Vorzugsaktien oder auch Anleihen sein? Würden Sie die zuvor gestellte Frage anders beantworten, wenn wir nur über Anleihenfinanzierung sprechen würden?

Wie würden Sie die Frage beantworten, wenn wir über die Emission reiner Vorzugsaktien ohne Stimmrecht sprechen würden?

Neben der Aufnahme von Fremdkapital wird am Kapitalmarkt in erster Linie mit Aktien gehandelt. Der Handel mit Eigenkapital setzt eine ausreichende Fungibilität voraus. Dazu können neue Gesellschaftsanteile begeben werden. Was wäre aus Ihrer Sicht der maximale prozentuale Anteil, den Sie der Öffentlichkeit zugänglich machen würden?

Abschlussphase

Gibt es von Ihrer Seite noch Dinge, die im Interview nicht adressiert wurden und die Sie gerne noch erwähnen möchten?

Möchten Sie getätigte Aussagen noch konkretisieren?

Haben Sie selbst noch Fragen oder Anregungen für die Studie?

Dann wären wir am Ende des Interviews angelangt. Ich bedanke mich sehr herzlich für Ihre Zeit und Ihren Standpunkt zum Kapitalmarkt als Finanzierungsalternative Ihres Unternehmens!

Aufnahme stoppen.

Interviewleitfaden für Berater

Informationsphase

Guten Tag Herr/Frau ..., es freut mich sehr, dass Sie sich die Zeit nehmen, Teil dieses Forschungsprojektes zu sein und mir Auskünfte zu Ihrem Standpunkt des Kapitalmarktes als Finanzierungsalternative für den Mittelstand zu geben. Ich bin André Requardt, externer Doktorand am Lehrstuhl für internationale Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung an der Technischen Universität Dortmund.

Ziel dieses Interviews ist es, Ihre Meinung zur Nutzung des Kapitalmarktes als Finanzierungsform Ihrer Mandanten zu ergründen, sowohl auf Eigen- wie auch auf Fremdkapitalseite. Zum einen, um die Attraktivität als Finanzierungsalternative zu herkömmlichen Finanzierungsinstrumenten zu beurteilen. Zum anderen auch, um etwaige Vorteile (beispielsweise die öffentlichkeitswirksame Reichweite des Kapitalmarktes) gegenüber etwaigen Nachteilen (beispielsweise die Abgabe von Stimmrechten oder Veröffentlichungspflichten) zu bestimmen.

Das Interview soll ca. 45 Minuten dauern. Ich würde Sie bitten, Ihre Antworten recht ausführlich zu formulieren. Sie haben jederzeit die Möglichkeit, Aussagen zu korrigieren und können sich Zeit bei der Beantwortung lassen. Inhaltlich würden wir mit einer kurzen Aufwärmphase und recht offenen Fragen starten, ehe wir uns dem eigentlichen Themengebiet nähern.

Mit Ihrer Erlaubnis würde ich dieses Interview gerne mit einem Tonaufnahmegerät aufzeichnen. Die Aufzeichnung wird anschließend anonymisiert, sodass keinerlei Rückschlüsse auf Sie oder Ihr Unternehmen möglich sind. Sie dienen lediglich zu Forschungszwecken und werden nicht an Dritte weitergegeben.

Ich würde dann jetzt die Aufnahme starten, okay?

Aufnahme starten

Aufwärmphase

Wie geht es Ihnen heute?

Können Sie mir einen Überblick Ihrer Mandantenstruktur geben?

In der wievielten Generation existieren diese Unternehmen für gewöhnlich?

Wie definieren Sie deutschen Mittelstand? Zählen Sie Ihre Kunden dazu?

Was können Sie mir über Ihre Mandaten hinsichtlich ihrer Geschäftsmodelle erzählen?

Welche Finanzierungsformen nutzen sie? (Bankkredite, Fördermittel, Kundenanzahlungen, etc.)

Haben sich Ihre Mandanten bereits mit Alternativen zu den zuvor genannten Finanzierungsformen auseinandergesetzt?

Falls ja, welche Alternativen wurden geprüft? Welche wurden anschließend auch genutzt?

Wie sehen Sie wenig bis gar nicht diversifizierte Wege der Unternehmensfinanzierung aus Risikoperspektive?

Vielen Dank! Wir würden nun zu den thematischen Fragen übergehen.

Hauptphase

Fragenkreis I

Wie nehmen Sie börsennotierte Unternehmen wahr?

Ist Ihre Einstellung dem Kapitalmarkt gegenüber eher positiv oder negativ?

Wie ist die Haltung Ihrer Mandanten zum Kapitalmarkt?

Glauben Sie, dass der Kapitalmarkt den Bekanntheitsgrad von Unternehmen steigert?

Inwiefern kann ein solcher öffentlicher Zugang zu Ihrem Unternehmen den Bekanntheitsgrad, aber auch die finanziellen Freiheiten eines Unternehmens verbessern?

Wie wichtig sind Ihren Mandanten neue Alternativen zur Erweiterung oder Diversifizierung der Unternehmensfinanzierungsmöglichkeiten?

Gibt es Finanzierungsformen, die diese prinzipiell ausschließen würden?

Was denken Sie ist für Ihr angestrebtes Unternehmenswachstum wichtiger, zunehmende öffentliche Bekanntheit oder eine weitere Finanzierungsquelle?

Glauben Sie, dass eine hypothetische Listung am Kapitalmarkt das Unternehmenswachstum Ihrer Mandanten beschleunigen würde?

Fragenkreis II

Wir haben eingangs über die Definitionsmerkmale des Mittelstands gesprochen. Stehen diese für Sie im Widerspruch zu kapitalmarktorientierten Unternehmen?

Mussten sich Mandanten schon einmal unmittelbaren, kapitalmarktfinanzierten Wettbewerbern geschlagen geben?

Falls ja, hätten liquide Mittel der Kapitalmärkte Abhilfe schaffen können?

Wir haben nun bereits mehrfach über die klassischen Definitionsmerkmale von Mittelständlern gesprochen. Inwiefern nutzen Ihre Mandanten das Charakteristikum des Familienunternehmens/Mittelständlers zur Unternehmenspositionierung?

Würde ein hypothetischer Gang an die Kapitalmärkte dieser Positionierung entgegenstehen, sie geschweige denn unglaublich dastehen lassen?

Fragenkreis III

In der Theorie wird die Attraktivität des Kapitalmarktes für Mittelständler insbesondere durch einen möglichen Kontrollverlust der Gesellschafter auf ihre Gesellschaft limitiert. Inwiefern würden Ihre Mandanten bei einem hypothetischen Gang an den Kapitalmarkt den Kontrollverlust über Ihre Gesellschaft befürchten?

Um Kontrollverlust zu vermeiden, bietet auch der Kapitalmarkt verschiedene Möglichkeiten. Dies können zum einen sogenannte Vorzugsaktien oder auch Anleihen sein? Würden Ihre Mandanten die zuvor gestellte Frage anders beantworten, wenn wir nur über Anleihenfinanzierung sprechen würden?

Wie würden Sie die Frage beantworten, wenn wir über die Emission reiner Vorzugsaktien ohne Stimmrecht sprechen würden?

Neben der Aufnahme von Fremdkapital wird am Kapitalmarkt in erster Linie mit Aktien gehandelt. Der Handel mit Eigenkapital setzt eine ausreichende Fungibilität voraus. Dazu können neue Gesellschaftsanteile begeben werden. Was wäre aus Ihrer Sicht der maximale prozentuale Anteil, den Sie der Öffentlichkeit zugänglich machen würden?

Abschlussphase

Gibt es von Ihrer Seite noch Dinge, die im Interview nicht adressiert wurden und die Sie gerne noch erwähnen möchten?

Möchten Sie getätigte Aussagen noch konkretisieren?

Haben Sie selbst noch Fragen oder Anregungen für die Studie?

Dann wären wir am Ende des Interviews angelangt. Ich bedanke mich sehr herzlich für Ihre Zeit und Ihren Standpunkt zum Kapitalmarkt als Finanzierungsalternative für den deutschen Mittelstand!

Aufnahme stoppen.

Definitionen und Beispiele der Subkategorien

Hauptkategorie	Subkategorie	Definition	Beispiel
Attraktivität des Kapitalmarktes	Interesse an weiterer Finanzierungsmöglichkeit	Dieser Code wird allen Aussagen zugeordnet, die direkt oder indirekt das Interesse des Interviewten an einer weiteren Finanzierungsmöglichkeit beschreiben.	"Das heißt, solche Fragen wie finanziere ich innovativ? Die sind dann drängender und und kommen mit Wachstum einher. Insofern ist Ihre Forschungsfrage gut gewählt, weil es tatsächlich ein zunehmendes Thema sein wird, auch für den Mittelstand."
Attraktivität des Kapitalmarktes	Wahrnehmung als Finanzierungsalternative	Dieser Code wird allen Aussagen zugeordnet, die direkt oder indirekt Wahrnehmung des Kapitalmarktes als Finanzierungsalternative durch den Interviewten beschreiben.	"Also ich würde das so formulieren, dass es eben die Markteintrittsbarriere, also für den Zugang zu hoch ist, für uns aber ein theoretisches Instrument, klar, auch das könnte man handeln."
Attraktivität des Kapitalmarktes	Notwendigkeit Unternehmenswachstum	Dieser Code wird allen Aussagen zugeordnet, die direkt oder indirekt die Notwendigkeit des Unternehmenswachstums durch den Interviewten beschreiben.	"Ich glaube, dass das irgendwann ein Weg, weil wir auch in unserer Branche irgendwann kritische Größen immer erreichen müssen, damit wir bei unseren Lieferanten ein entsprechendes Standing haben, damit wir auch bei Kunden ein entsprechendes Standing haben."

Attraktivität des Kapitalmarktes	Wahrnehmung als Wachstumsbeschleuniger	Dieser Code wird allen Aussagen zugeordnet, die direkt oder indirekt Wahrnehmung des Kapitalmarktes als Wachstumsbeschleuniger durch den Interviewten beschreiben.	"Doch, das hatte ich ja im Prinzip gerade auch schon mal so ein bisschen erwähnt, dass man ja, ich hatte jetzt nur von Frankfurt, London, New York gesprochen, dass man dadurch seine, seine Reichweite natürlich auch erhöht. Klar, gibt dann auch noch andere Börsen in Deutschland. Also doch, an das Argument glaube ich auf jeden Fall. (...)"
Attraktivität des Kapitalmarktes	Hemmnisse/Herausforderungen des Kapitalmarktes	Dieser Code wird allen Aussagen zugeordnet, die direkt oder indirekt die Hemmnisse und Herausforderungen der Kapitalmarktfinanzierung respektive des Kapitalmarktzugangs durch den Interviewten beschreiben.	"Das ist das der Einarbeitungsaufwand, das Verständnisrisiko, das Überzeugen im Hause, das ist echt ein Problem."
Unternehmenskultur / Unternehmenspositionierung	Identifikation als Mittelständler	Dieser Code wird allen Aussagen zugeordnet, die direkt oder indirekt die Identifikation und Zugehörigkeit als Mittelständler durch den Interviewten beschreiben.	"Und das Zweite ist, was Mittelstand auch auszeichnet, das ist halt unsere langfristige Ausrichtung, (..) die aber eher schrittweise gegangen wird und nicht jetzt unbedingt mit einem Big Bang."

<p>Unternehmens- kultur / Unternehmens- positionierung</p>	<p>Wahrnehmung kapitalmarktorienti- erter Unternehmen</p>	<p>Dieser Code wird allen Aussagen zugeordnet, die direkt oder indirekt die Wahrnehmung von kapitalmarktorienti- erten Unternehmen durch den Interviewten beschreiben.</p>	<p>"Du hast natürlich eine kurzfristige Orientierung. Also ich glaube, so was ich aus meiner Erfahrung sagen kann, ist, dass das die Ziele sich unterscheiden oder so ein Familienunternehm- en denkt schon mal in Generationen und langfristig. Und ein kapitalmarktorienti- ertes Unternehmen hat dann meist angestellte Manager, die natürlich sehr stark vom Aktienkurs profitieren und dann natürlich erstmal, sagen wir mal quartalsweise denken und an ihre Ziele, die dann an ihre Vergütung gekoppelt ist."</p>
<p>Unternehmens- kultur / Unternehmens- positionierung</p>	<p>Wertvorstellungen als Mittelständler</p>	<p>Dieser Code wird allen Aussagen zugeordnet, die direkt oder indirekt alle mit dem Charakteristikum Mittelstand verbundenen (objektiven wie subjektiven) Wertvorstellungen durch den Interviewten beschreiben.</p>	<p>"Also wichtig ist, dass man eben Wert legt auf die, auf die Menschen."</p>

<p>Unternehmenskultur / Unternehmenspositionierung</p>	<p>Divergenz eigener Werte zur Wahrnehmung kapitalmarktorientierter Unternehmen</p>	<p>Dieser Code wird allen Aussagen zugeordnet, die direkt oder indirekt eine Divergenz zwischen (subjektiver) Wahrnehmung von kapitalmarktorientierten Unternehmen und den zuvor beschriebenen Wertvorstellungen des Mittelstands durch den Interviewten beschreiben.</p>	<p>"Und genau das ist ja etwas, was wiederum jetzt gucke ich mal in die andere Richtung andere Brille, den Kapitalmarkt ja wieder abschreckt. Die wollen ja was sehen, die wollen ja Reporting, die wollen ja Zahlen sehen, die wollen Hintergründe sehen, die wollen Details sehen, die wollen am liebsten noch jede Woche eine Veröffentlichung haben, was gerade passiert. Ja, und genau das sagen die Mittelständler bei uns, genau das wollen wir nicht. Ja, wir machen doch lieber unser Ding hier. Bloß nicht jemanden außen reingucken lassen."</p>
<p>Kontrollverlust</p>	<p>Strategische Entscheidungshoheit</p>	<p>Dieser Code wird allen Aussagen zugeordnet, die die Bedeutung der strategischen Entscheidungshoheit als zentrales Charakteristikum des Mittelstands und seiner Entscheidungsträger durch den Interviewten beschreiben.</p>	<p>"Ich glaube, dass dann der leichtere Schritt ja, wenn man sagt, ich beteilige meine Aktionäre am unternehmerischen Erfolg durch Ausschüttungen und Dividende, aber ich muss Ihnen jetzt keine Stimmrechte geben. Ich glaube, das wäre in Klammern für den Mittelstand das leichtere Modell."</p>

Kontrollverlust	Kontrollverlust einhergehend mit Kapitalmarktfinanzierung	Dieser Code wird allen Aussagen zugeordnet, die direkt oder indirekt eine Korrelation zwischen Kontrollverlust und Kapitalmarktfinanzierung durch den Interviewten beschreiben.	"Und jede Form von von Beteiligungsfinanzierung impliziert das aber, dass jemand Rechte hat. Und damit kommen meiner Meinung nach viele mittelständische Unternehmer nur schwer klar."
Kontrollverlust	Nutzung verschiedener Ausgestaltungsformen	Dieser Code wird allen Aussagen zugeordnet, die direkt oder indirekt die Nutzung verschiedener Ausgestaltungsformen der Kapitalmarktfinanzierung zum Zwecke des Entgegenwirkens von Kontrollverlust durch den Interviewten beschreiben.	"Ob das jetzt auf der Eigenkapitalebene ist oder auch der Fremdkapitalebene, ist ja zu differenzieren. Es gibt ja verschiedene Kapitalmarktinstrumente, ob wir über Anleihen sprechen oder ob wir über Mezzanine Kapital, Eigenkapital, tatsächliche Beteiligung, Unterbeteiligung, whatever sprechen. Gibt es ja verschiedenste Möglichkeiten, dann eben auch die gegenseitigen Interessen abzubilden."
Kontrollverlust	Meinungsänderung nach Erläuterung der Ausgestaltungsformen	Dieser Code wird allen Aussagen zugeordnet, die direkt oder indirekt die Meinungsänderung des Interviewten nach Erläuterung von Ausgestaltungsformen durch den Forschenden beschreiben.	"Also mir kommt es ja nur darauf an, wenn ich Kapitalbedarf habe, dass ich den kriege und dass ich gedeckt kriege und dass ich den möglichst günstig gedeckt kriege."

