

Investmentbanking – integraler Bestandteil und Ideenschmiede des Firmenkundengeschäfts

Investmentbanking steht seit der globalen Finanzmarktkrise 2008 zunehmend in der Kritik. Es wird eine intensive Debatte darüber geführt, inwiefern die bereits eingeführten oder geplanten Regulierungsmaßnahmen im Bankensektor die – nicht bestreitbaren – Exzesse, vor allem im amerikanischen Investmentbanking, in Zukunft verhindern können. In einigen Ländern wird sogar diskutiert, ein Trennbankensystem nach amerikanischem Muster einzuführen – oder zumindest das Investmentbanking innerhalb der Banken wesentlich deutlicher von anderen Teilen des Bankgeschäfts zu trennen.

Meistens wird bei der Debatte um die Rolle von Investmentbanken jedoch übersehen, dass ein Universalbankmodell mit integriertem Investmentbanking eine Reihe von Vorteilen für die Realwirtschaft aufweist. Dies gilt insbesondere für die mittelständischen Firmenkunden, die neben dem Kredit auch den Zugang zum Kapitalmarkt bei Finanzierung oder Absicherung anstreben oder zunehmend nutzen wollen. Bei Regulierungsänderungen sollten diese Vorteile in jedem Fall beachtet werden.

Quo vadis Investmentbanking?

Sicher: Der klassische Bankkredit wird auch in Zukunft das Ankerprodukt im Firmenkundengeschäft deutscher Banken darstellen. Allerdings lassen die fortschreitende Internationalisierung großer Teile Mittelstands und die damit einhergehende Professionalisierung seines Finanzmanagements die Anforderungen an die Banken nach maßgeschneiderten Finanzierungslösungen und vielfältigen Absicherungsinstrumenten (vor allem hinsichtlich Zins-, Währungs- und Rohstoffpreisrisiken) weiter steigen.

Gleichzeitig stehen die Kreditinstitute selbst vor bedeutsamen Herausforderun-

gen, die ihnen auf der regulatorischen Seite ins Pflichtenheft geschrieben werden. Die Notwendigkeit einer stärkeren Eigenkapitalunterlegung von Kreditrisiken und die Einschränkung der Fristentransformation als Kernelemente von Basel III werden Einfluss auf die Verfügbarkeit und die Konditionen insbesondere langfristiger Kreditfinanzierungen haben.

Besondere Bedürfnisse der mittelständischen Firmenkunden

Dies gilt gerade für die Bonitätsklassen, in denen sich der überwiegende Teil des deutschen Mittelstands bewegt, im sogenannten impliziten Cross-Over-Rating-

bereich. Angesichts dieser Rahmenbedingungen drängt sich die Frage auf, welche Hilfestellung die Kapitalmärkte übernehmen und welchen Nutzen hierbei das Investmentbanking für die mittelständische Firmenkundschaft stiften kann. Die Beantwortung dieser Fragestellung wird das „Quo vadis?“ des Investmentbankings in Deutschland beeinflussen.

Die Debatte über alternative Finanzierungsformen ist gewiss nicht neu. In der Vergangenheit standen stets die im internationalen Vergleich niedrigen Eigenkapitalquoten deutscher Mittelständler im Fokus der Diskussion. Dann erwiesen sich Ansätze wie die Schaffung weniger streng regulierter Börsensegmente (Der Neue Markt, Ende der neunziger Jahre) oder die zahlreichen standardisierten Mezzanine-Programme (Mitte des letzten Jahrzehnts) als nicht nachhaltig. Nunmehr haben – im Nachgang der Finanzmarktkrise – die Aspekte der Finanzierungssicherheit und der Diversifikation der Finanzierungsquellen an Bedeutung gewonnen.

Alternativen zur Kreditfinanzierung zunehmend nachgefragt

Gleichwohl muss man unverändert konstatieren, dass auf der Nachfrageseite – bei den Firmenkunden – das Bewusstsein für die Notwendigkeit neuer Finanzierungsformen zwar gewachsen ist, die Bereitschaft vieler Firmenkunden zur konkreten Nutzung aber noch zurückbleibt. Das war in den letzten Jahren angesichts der ungewöhnlich hohen Liquiditätsversorgung durch die Zentralbanken mit entsprechend günstigen Kreditfinanzierungen verständlich. Mit der Verschärfung des regulatorischen Umfelds für die Kreditwirtschaft ist nun jedoch zu erwarten, dass vermehrt Alternativen zur Kreditfinanzierung nachgefragt werden.

Michael Reuther, Mitglied des Vorstands, Commerzbank AG, Frankfurt am Main

Die Zahl der kapitalmarktaffinen Mittelständler in Deutschland sieht der Autor zwar eindeutig im Steigen begriffen, in der öffentlichen Diskussion hält er sie allerdings zuweilen für arg überschätzt. Und auch bei den Kundenbedürfnissen nach neuen Finanzierungsformen fehlt ihm die realistische Einschätzung. Mit Blick auf die Produktpalette misst er dem integrierten Investmentbanking bei allem Bekenntnis zum Bankkredit als Ankerprodukt im Firmenkundengeschäft künftig eine maßgebliche Rolle in der Unternehmensfinanzierung der relevanten Zielgruppe bei. Welche Bedeutung eine kluge Verzahnung dieser beiden Disziplinen in der Praxis haben kann, erläutert er an den Beispielen des Konsortialkredits, der Unternehmensanleihe sowie der Börsennotierung. Seine Botschaft: „Die Einbettung des kundengetriebenen Investmentbankings in die Struktur einer Universalbank ist für den deutschen Mittelstand als Kunde wie für die Bank als Anbieter überaus vorteilhaft, wenn nicht gar essenziell.“ (Red.)

Auf der Angebotsseite – also bei den Banken – musste darüber hinaus auch erst eine realistische Einschätzung der Kundenbedürfnisse reifen. In den beiden Jahrzehnten, in denen die deutschen Großbanken und einige Landesbanken im Geschäftsfeld Investmentbanking in der jetzigen Form tätig sind beziehungsweise angloamerikanische Häuser in Deutschland ihre Dependancen gegründet haben, gab es die eine oder andere übertriebene Erwartungshaltung bezüglich der Vermarktbarkeit bestimmter Kapitalmarktprodukte. Zudem hat man das Nachfrageverhalten der multinationalen Konzerne allzu oft auf einen viel zu großen Teil der mittelständischen Firmenkunden projiziert und damit vergeblich auf die Erzielung von Skaleneffekten gesetzt.

Eingrenzung der Zielgruppe kapitalmarktaffiner Firmenkunden

Es bedarf also zunächst einer realistischen Abgrenzung, wie groß die Zielgruppe kapitalmarktaffiner Firmenkunden in Deutschland eigentlich ist. Neben den überwiegend börsennotierten Top-100-Konzernen, also im Wesentlichen den Dax/M-Dax-Adressen, weisen weitere gut 1000 Unternehmen Voraussetzungen für Kapitalmarktnähe auf (etwa Umsatzgröße, Höhe des Finanzierungsbedarfs, Börsennotierung).

Die Commerzbank hat bereits vor gut fünf Jahren sogenannte Großkunden als kapitalmarktaffin definiert, die in der Regel einen Jahresumsatz von mehr als 500 Millionen Euro haben. Diese momentan zirka 1200 Großkunden betreut die Commerzbank aus sieben regionalen Betreuungszentren der Mittelstandsbank (Corporate Banking).

Die Unternehmen erfahren eine enge Begleitung in allen Kapitalmarktthemen durch die Berater und Produktspezialisten von Corporate & Markets, der Investmentbanksparte der Commerzbank. Mit der voranschreitenden internationalen Verflechtung deutscher Mittelständler – nicht zuletzt ausgelöst durch den starken Nachfrageboom für deutsche Exportgüter aus den Schwellenländern – dürfte die Zahl kapitalmarktaffiner Kunden ansteigen.

Das betrifft schwerpunktmäßig Unternehmen aus den deutschen „Vorzeigebereichen“ Automobil- und Maschinenbau, aber

auch die zahlreichen „Hidden champions“, die in ihren jeweiligen Nischenbranchen zum Teil Weltmarktführerstatus haben.

Angebotspalette des Investmentbankings im stetigen Wandel

Die Produkt- und Leistungspalette, welche für diese Zielgruppe in Frage kommt, umfasst nicht nur alle Varianten von Absicherungsgeschäften gegen Zins-, Währungs- und Rohstoffpreisrisiken, sondern vor allem die Finanzierungs- und Kapitalseite, also den Geschäftsbereich Corporate Finance des Investmentbankings. Das reicht von den Kredit- und Anleiheprodukten der Debt Capital Markets über die Produkt- und Beratungsleistungen der Equity Capital Markets bis hin zur M&A-Beratung. An drei Beispielen sollen exemplarisch die Produkt-Trends verdeutlicht werden.

1. Als „Einstiegsprodukt“ für den Mittelstand und als mit Abstand am weitesten verbreitetes Finanzierungsinstrument hat sich der syndizierte Kredit beziehungsweise Konsortialkredit entwickelt. Gemessen an der Anzahl der Transaktionen und dem dahinter stehenden Volumen stellt der syndizierte Kredit in Deutschland eine einzigartige Erfolgsgeschichte der Kapitalmarktfinanzierung der letzten zehn Jahre dar. Die britischen und französischen Konsortialkreditmärkte waren traditionell viel weiter entwickelt und dominierten den EMEA-Raum lange Zeit. Dieser Rückstand Deutschlands konnte mittlerweile mehr als aufgeholt werden.

Fähigkeit zur Bereitstellung eigener Bilanzkapazitäten

Die Vorteile dieses Finanzierungsinstruments mit seinen äußerst flexiblen Ausgestaltungen waren und sind so überzeugend, dass eine große Anzahl mittelständischer Firmenkunden ihre überwiegend kurzfristigen bilateralen Bankfinanzierungen über syndizierte Kredite neu finanzieren. Die Möglichkeit zur Hebung größerer Finanzierungsvolumina durch die Gewinnung neuer Kreditgeber (meist aber nur Kreditinstitute), die Erhöhung der Finanzierungssicherheit durch mittelfristige Laufzeiten und die sogenannte Konsortialdisziplin im Rahmen einer einheitlichen Kreditdokumentation sowie die Verringerung des administrativen Aufwands für die Finanzabteilungen der Kunden sind nur einige der zahlreichen Argumente.

Die bedarfsgerechte Strukturierung und die Möglichkeiten einer internationalen beziehungsweise zumindest europaweiten Syndizierung sind wichtige Voraussetzungen. Gleichwohl basiert der syndizierte Kredit auch maßgeblich darauf, dass die Arrangeure selbst wesentliche Beträge des Kreditvolumens übernehmen.

Die Fähigkeit zur Bereitstellung eigener Bilanzkapazitäten ist deswegen ein entscheidendes Erfolgskriterium. Es ist nicht verwunderlich, dass die League Tables für syndizierte Kredite von denjenigen Instituten angeführt werden, die das integrierte Geschäftsmodell einer Universalbank verfolgen, also Investment- und Corporate Banking unter einem Institutsdach vereinen.

2. Ist der Grad der Disintermediation beim syndizierten Kredit eher gering einzustufen, bestand im Anleiheprodukt seit jeher die Herausforderung, die Bedürfnisse der Unternehmen mit den Anforderungen der institutionellen und zunehmend auch privaten Investoren auszutariieren. Bei den großen Konzernen ist die Unternehmensanleihe das Fremdkapitalinstrument schlechthin, mit einer sehr hohen Akzeptanz zur Einholung von externen Ratings durch eine der führenden Ratingagenturen.

Bereits im gehobenen Mittelstand hingegen sehen die Rahmenparameter anders aus. Aufgrund von Kosten, Zeitaufwand und der einhergehenden Publizität schrecken viele Unternehmen vor einem externen Ratingprozess zurück.

Mit der nicht-gerateten Anleihe (Unrated Bond) hat sich in jüngster Zeit dafür eine Alternative entwickelt – offenbar recht erfolgreich, wenn man auf die zahlreichen Emissionen schaut. Der begleitenden Investmentbank kommt in dieser Anleiheklasse eine höhere Verantwortung zu, eine implizite Bonitäts- und Ratingeinstufung des Emittenten vorzunehmen. Gleichzeitig müssen die einzelnen spezifischen Anforderungen der Investoren sorgfältig aufgenommen und dem Emittenten vermittelt werden.

Banken als Berater und Ermittler

Als Berater und Vermittler sind Banken hier doppelt gefordert, aber auch leistungsfähiger als ein reiner Handelsplatz –

insofern bieten die in jüngerer Zeit eröffneten Börsensegmente für eigenständige Mittelstandsanleihen keine wirkliche Alternative. Für Unternehmen, deren Marke auch bei Privatanlegern gut bekannt ist, eröffnet sich aber mit nicht-gerateten Anleihen ein mittel- bis langfristig laufendes Fremdkapitalinstrument, zumeist endfällig strukturiert und gerade im momentanen Zinsumfeld zu attraktiven Konditionen.

3. Hat sich bei den Fremdkapitalinstrumenten die Kapitalmarktorientierung der mittelständischen Unternehmen bereits deutlich ausgeweitet, wird auf der Eigenkapitalseite seit Langem beklagt, dass das Potenzial prinzipiell börsenfähiger Unternehmen stetig wächst, die viel zitierte Skepsis des Mittelstands gegenüber einer Börsennotierung aber unverändert hoch ist.¹⁾ Die Ursachen sind vielfältig und die derzeitige Volatilität der Aktienmärkte mag eine zusätzlich negative Wirkung haben.

Die Argumente für ein Börsenlisting bleiben gleichwohl in verschiedenen Unternehmenssituationen schwergewichtig: sowohl in einer Expansion, in der Restrukturierung sowie bei einem strukturierten Eigentümerwechsel. Insbesondere beim letztgenannten Punkt haben familiengeführte Gesellschaften die Lösung der Unternehmensnachfolge im „Going Public“ gesehen. Das hat sich bekanntlich bislang nicht so recht bewahrheitet. Was sich aber zeigt, ist, dass über den Umweg von Private-Equity-Investments schließlich einige ehemalige Familiengesellschaften den Weg an die Börse finden und zukünftig verstärkt suchen werden. 2010/2011 hat es diesbezüglich einige ermutigende Beispiele gegeben.

Angebot aus einer Hand

Nachdem eine Vielzahl dieser Unternehmen gleich durch mehrere Leveraged-Buy-Outs (LBOs) in der letzten Dekade gegangen ist (sogenannte Secondaries/Tertiaries), ist für Private Equity-Investoren die Börse häufig eine der beiden verbleibenden Exit-Alternativen. Den Mehrwert, den Investmentbanken gerade bei den mittelständischen Börsenkandidaten bringen können, ist die vollumfängliche Begleitung beim Börsengang (IPO) an sich, aber auch beispielsweise die passgenaue Strukturierung und Bereitstellung einer sogenannten Post-IPO-Finanzierung.

Da mit dem Börsengang die ehemalige LBO-Finanzierung in eine Corporate-Finanzierung überführt wird, ändert sich auch die Kreditgeberlandschaft des Unternehmens zwangsläufig fast vollständig. In diesen Konstellationen legen die Firmen besonderen Wert darauf, dass mindestens eine der zu mandatierenden IPO-Banken auch die Fremdfinanzierung sowie gegebenenfalls das kommerzielle Bankgeschäft (wie Cash Management oder Auslandsgeschäft) aus einer Hand darstellen kann. Alle drei genannten Beispiele zeigen die vorteilhafte Aufstellung des Investmentbankings innerhalb eines Universalbankmodells.

Ganzheitliche Problemlösungen statt singuläre Produktlösungen

Grundsätzlich kann integriertes Investmentbanking den höchsten Mehrwert für den Kunden dort schaffen, wo es auf die Interaktion mehrerer Produkt- und Dienstleistungsangebote ankommt. Insbesondere bei zwei Unternehmenssituationen – der Restrukturierung und der Übernahme eines anderen Unternehmens – befinden sich die Firmen in einer kritischen Transformationsphase, in der sich ihre Bilanzrelationen maßgeblich ändern und die Managementkapazitäten sehr angespannt sind. Diese Großereignisse im Lebenszyklus eines Unternehmens fordern zum Beispiel bei der Unternehmensübernahme das Investmentbanking in einer ganzen Reihe von Disziplinen.

Die M&A-Beratung unterstützt zunächst mit Hilfe von Branchen-Know-how bei der Ideengenerierung für mögliche Übernahmeziele und kann bei grenzüberschreitenden Akquisitionen dank globaler Aufstellung taktisch wie technisch fallspezifisch beraten.

In Auktionsprozessen kommt es aber nicht nur auf die richtige Bewertungs- und Kaufpreisfindung an. Für die Verkäuferseite spielt vielmehr zunehmend auch die Transaktionssicherheit eine entscheidende Rolle, ob also der Käufer eine valide Akquisitionsförderung darstellen kann. In zeitlich eng getakteten M&A-Prozessen kommt es also wesentlich darauf an, in kürzester Zeit eine Finanzierung durch entsprechende Underwriting- beziehungsweise Zwischenfinanzierungs-Kapazitäten der begleitenden Investmentbanken zu arrangieren. Die anschließende Ausplatzie-

rung über verschiedene sogenannte Take-out-Instrumente hat sich passgenau an der neuen Kapitalstruktur und Bonität des kombinierten Unternehmens zu orientieren.

Bei größeren Übernahmen außerhalb des Euro-Raums ist es in dem Zusammenhang für den Erfolg einer Übernahme wichtig, Zins- und Währungsrisiken frühzeitig abzusichern. Hier wird in der Regel ein weiterer Geschäftsbereich des Investmentbankings einbezogen, der Bereich FIC (Fixed Income & Currencies). Die markt- beziehungsweise preisschonende Absicherung größerer Fremdwährungs- und Zinspositionen basiert auf einem insider-relevanten Grundgeschäft und steht unter der Maßgabe einer eventuellen Rückabwicklungsgefahr, nämlich im Falle des Nichtzuschlags im M&A-Prozess. Diese Absicherung stellt höchste (auch compliance-technische) Anforderungen an das Investmentbanking.

Zunehmende Bedeutung der Finanzierungsberatung

Eine in Deutschland noch relativ junge Beratungsleistung ist die Finanzierungsberatung (Debt Advisory und vermehrt auch Equity Advisory), auf die Firmenkunden insbesondere in Akquisitionsszenarien immer häufiger vertrauen. Unabhängige Berater (vielfach M&A-Boutiquen oder die Advisory-Einheiten der großen Wirtschaftsprüfer-Gesellschaften) konzentrieren sich in der Regel allein auf die Prozesssteuerung bei der Einwerbung der Akquisitionsfinanzierung und auf Arbitragemöglichkeiten unter den potenziellen Kreditgebern. Banken mit integriertem Investmentbanking hingegen, die diese Dienstleistung anbieten, können tiefer ansetzen und neue, kreative, einzelfallbezogene Finanzierungs-lösungen strukturieren.

Auf diese Weise konnten in den letzten Jahren einige Übernahmen beziehungsweise Unternehmensverkäufe, die mit klassischen Finanzierungsansätzen nicht darstellbar gewesen wären, doch noch finanziert werden. Ein Beispiel: Bei einem regulierten Asset (wie Strom-, Gas- und Wassernetze) konnten Finanzierungs-lösungen strukturiert werden, die anlagensuchende Versicherungen und Pensionskassen direkt mit dem Netzbetreiber zusammenbringen.

Auch die Einbeziehung der Verbriefung von Handelsforderungen in Gesamtfinanzie-

rungslösungen gewinnt wieder an Bedeutung. Dabei ist eine eng mit dem Markt verbundene Finanzierungsberatung stets im Vorteil. Denn so können – entsprechend der jeweiligen Marktlage – Laufzeit-, Risiko- und Konditionsaspekte passend auf die Kundenbedürfnisse zugeschnitten werden.

Integriertes Geschäftsmodell klar im Vorteil

Die Darstellung der verschiedenen Ansätze und Beispiele zeigt: Integriertes Investmentbanking, das sein Geschäftsmodell am Kunden ausgerichtet hat und das seine Risiken unter anderem durch den Verzicht auf Eigenhandel minimiert hat, bietet Firmenkunden optimale und effiziente Lösungen. Das gilt auch, wenn – wie schon seit Langem prognostiziert – die Disintermediation bei der Unternehmensfinanzierung weiter voranschreiten wird. Dabei kommt dem Investmentbanking eine besondere Verantwortung für die Firmenkunden zu.

Die Commerzbank stellt sich dieser Verantwortung und wird als größter (Kredit-)Finanzierer des deutschen Mittelstands einerseits unverändert ihre Kreditausreichung stabil halten und andererseits den Ideenwettbewerb um intelligente Finanzierungslösungen mit einem integrierten Kapitalmarktgeschäft vorantreiben.

„Think global, act local“ als Erfolgsfaktor

Die Einbettung des kundengetriebenen Investmentbankings in die Struktur einer Universalbank ist wie an mehreren Beispielen ausgeführt für den deutschen Mittelstand als Kunde wie für die Bank als Anbieter überaus vorteilhaft, wenn nicht gar essenziell. Dieses integrierte Geschäftsmodell ist umso erfolgreicher, je enger und besser die Verzahnung zwischen Investment- und Corporate Banking im täglichen Geschäft funktioniert. Die Redewendung „Think global, act local“ hat sich so gesehen als Erfolgsfaktor bestätigt.

Fußnote

¹⁾ Zu diesem Ergebnis kommt auch eine kürzlich erschienene Studie „Kapitalmarktorientierung und Finanzierung mittelständischer Unternehmen“, gemeinsam herausgegeben vom Deutschen Aktieninstitut e.V., der Deutschen Börse AG und der Commerzbank AG; Frankfurt am Main, November 2011 (im Internet: www.dai.de)