

STUDIE

LUTHER

 **ERNST & YOUNG**

Finanzierungsstrukturen im deutschen Mittelstand

Wege zum Wachstum

Volkswirtschaftliche Impulse
durch innovative Unternehmensfinanzierung

Ernst & Young

Ernst & Young ist eines der drei großen deutschen Prüfungs- und Beratungsunternehmen und das deutsche Mitgliedsunternehmen von Ernst & Young Global. Ernst & Young beschäftigt rund 6.500 Mitarbeiter an 22 Standorten und erzielte im Geschäftsjahr 2003/2004 mehr als 860 Mio. € Umsatz. Das Dienstleistungsangebot umfasst Wirtschaftsprüfung, prüfungsnahe Beratung, Steuerberatung sowie Transaktions- und Immobilienberatung. Ernst & Young ist der Partner sowohl großer als auch mittelständischer Unternehmen. Die 100.000 Mitarbeiter von Ernst & Young Global erzielten im Geschäftsjahr 2003/2004 einen Umsatz von über 14,5 Mrd. US\$.

Die **Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH** beschäftigt rund 250 Anwälte und berät in allen Bereichen des Wirtschaftsrechts. Zu den Mandanten zählen mittelständische und große nationale und internationale Unternehmen sowie die öffentliche Hand. Luther unterhält Büros an 13 deutschen Standorten sowie German Desks in Brüssel, Budapest, New York und Singapur. Die Kanzlei bietet in enger Kooperation mit Ernst & Young multidisziplinäre Beratung an.

Die Autoren

Dr. Wolfgang Richter

Partner
Luther
Rechtsanwaltsgesellschaft mbH
Friedrichstraße 71
10117 Berlin
Telefon: +49 (30) 25471 23118
Telefax: +49 (30) 25471 21184
E-Mail:
wolfgang.richter@luther-lawfirm.com

Johannes Rettig

Business Development Region West
Ernst & Young AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Wittekindstraße 1 A
45131 Essen
Telefon: +49 (201) 2421 21840
Telefax: +49 (201) 2421 42415
E-Mail: johannes.rettig@de.ey.com

Peter Englisch

Partner
Ernst & Young AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Wittekindstraße 1 A
45131 Essen
Telefon: +49 (201) 2421 21800
Telefax: +49 (201) 2421 42415
E-Mail: peter.englisch@de.ey.com

Vorwort

Mehr Wachstum durch differenzierte Finanzierung? In der ökonomischen Debatte ist die positive Beziehung zwischen beiden Größen mittlerweile unumstritten. Zahlreiche Studien, u. a. von King und Levine (1993), belegen einen statistisch signifikanten Zusammenhang zwischen Liquiditätsgrößen und Wirtschaftswachstum. Überdies postulieren zahlreiche Autoren, dass differenzierte Finanzsysteme eine wesentliche Voraussetzung für das Wirtschaftswachstum seien.

Ebenfalls unumstritten ist, dass auch die Finanzierungsstruktur mittelständischer Unternehmen einen entscheidenden Einfluss auf die konjunkturelle Entwicklung unseres Landes hat. Dies wirft die Frage auf, wie das Finanzierungsverhalten mittelständischer Unternehmen in Deutschland aussieht. Ist es so angelegt, dass es eher wachstumsfördernd oder eher wachstumshemmend wirkt? Diesen Fragen soll in der vorliegenden Studie nachgegangen werden.

- Wie finanziert der deutsche Mittelstand heute und in Zukunft?
- Wer sind seine bevorzugten Ansprechpartner in Finanzierungsfragen?
- Welche Unterschiede in der Unternehmensfinanzierung bestehen im Vergleich zu anderen entwickelten Volkswirtschaften wie den USA, Großbritannien und Japan?

- Haben unterschiedliche Finanzsysteme, beispielsweise das kapitalmarktorientierte Finanzsystem in den USA und Großbritannien, gegenüber dem eher bankenorientierten Finanzsystem in Deutschland und Japan einen Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung?
- Wachsen Unternehmen, die beispielsweise über Investorenmodelle, Mezzanine-Finanzierungen oder strukturierte Konzepte innovativ finanzieren, schneller als solche, die auf klassische Eigen- oder Fremdkapitalinstrumente setzen? Und lässt sich dies beziffern?
- Vor allem aber: Wie kann ein Mehrangebot an Finanzierungsmöglichkeiten das gesamtwirtschaftliche Wachstum hierzulande stützen? Welche konkreten Maßnahmen können wir schon jetzt umsetzen, um dieses Ziel zu fördern?

Die vorliegende Studie will eine Antwort auf diese Fragen geben. Aus diesem Grund befragten wir im Zeitraum von Januar bis Februar 2005 insgesamt 1.000 mittelständische Unternehmen in Deutschland. Wir wollten herausfinden, ob und wie der deutsche Mittelstand durch eine veränderte Finanzierungsstruktur und mehr Transparenz im Umgang mit Unternehmensinformationen sein eigenes Wachstum maßgeblich beeinflussen und damit zugleich zum allgemeinen Wirtschaftswachstum in Deutschland beitragen kann.

Besonders bedanken möchten wir uns bei

- Herrn Professor Dr. Thomas Gries und Herrn Axel Wieneke (Research Assistant), Lehrstuhl für internationale Wachstums- und Konjunkturtheorie an der Universität Paderborn,
- Herrn Professor Ulrich Hommel, Ph. D., und Herrn Johannes Schmittat (Doctoral Candidate), Stiftungslehrstuhl für Unternehmensfinanzierung und Kapitalmärkte an der European Business School in Oestrich-Winkel,
- Frau Professor Dr. Bettina Schiller sowie den Herren Christoph Bitz und Christian Rubarth (Research Assistants), Lehrstuhl für Finanzwirtschaft und Bankbetriebslehre an der Universität Paderborn.

Die genannten Lehrstuhlinhaber und ihre Forschungsteams haben uns durch die Zusendung ihrer Thesenpapiere zur Entwicklung des Finanzplatzes Deutschland wichtige Hinweise von Seiten der Wirtschaftsforschung gegeben.

Ebenso bedanken wir uns bei allen Befragungsteilnehmern für ihr Vertrauen und ihre Mitarbeit, sei es während der zahlreichen telefonischen Interviews, sei es bei dem oft zeitaufwändigen Beantworten unseres Fragebogens. Ohne ihren Einsatz hätten wir die vorliegende Studie nicht in dieser Form erstellen können.

Durch die Verbindung von wissenschaftlichem Know-how und praktischer Erfahrung liefert die vorliegende Studie „Wege zum Wachstum“ nicht nur gesicherte Einblicke in die Entwicklung des Finanzie-

rungsverhaltens in Deutschland, sondern gibt auch Handlungsempfehlungen für mittelständische Unternehmen sowie für die Politik.

Dr. Wolfgang Richter
Partner
Luther
Rechtsanwalts-gesellschaft mbH

Peter Englisch
Partner
Ernst & Young AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Inhalt

	Seite
Abbildungsverzeichnis	6
Executive Summary	8
1) Unternehmensfinanzierung in Deutschland – die Ausgangslage im Überblick	11
2) „Wege zum Wachstum“ – methodischer Ansatz der Studie	17
3) Wachstum und das Finanzsystem – Stand der Diskussion	18
4) Die Mittelstandsbefragung – Trends und Perspektiven	24
a) Die befragten Zielgruppen	27
b) Die Ergebnisse	29
5) Finanzierungsalternativen nach Basel II – Veränderungen im Bankensektor	37
6) Ausblick – Wege zeigen und öffnen	39
a) Die Aufgabe von Politik und Verbänden	39
b) Paradigmenwechsel in der Finanzierung	40
7) Transparenz + Innovation = Wachstum	42
Anhang 1 – 20 Ergebnisse der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung in Deutschland	43
Anhang 2 – Berechnung des Wachstumseffekts durch differenzierte Finanzierung in Deutschland	47
Glossar	48
Literatur-/Quellenverzeichnis	52

Abbildungsverzeichnis

	Seite
Abbildung 1: Eigenkapitalquoten mittelständischer Unternehmen im internationalen Vergleich	11
Abbildung 2: Marktvolumen von Asset-backed Securities im internationalen Vergleich	12
Abbildung 3: Anzahl der gelisteten Unternehmen pro eine Million Einwohner im internationalen Vergleich	13
Abbildung 4: Marktkapitalisierung deutscher Aktiengesellschaften im internationalen Vergleich	13
Abbildung 5: Börsenkapitalisierung in Prozent des Bruttoinlandsprodukts	14
Abbildung 6: Umlauf von Unternehmensanleihen inländischer Unternehmen im internationalen Vergleich	14
Abbildung 7: Der Markt für Funded Issuances	15
Abbildung 8: Marktvolumina unterschiedlicher Finanzierungsformen im internationalen Vergleich	16
Abbildung 9: Funktionsmechanismus des Finanzsystems	18
Abbildung 10: Anteil der Bankkredite an der Summe der Kredite an mittelständische Unternehmen im internationalen Vergleich	19
Abbildung 11: Nutzung klassischer und alternativer Finanzierungsformen in unserer Befragung	24
Abbildung 12: Umsatzentwicklung klassisch und differenziert finanzierender Unternehmen in unserer Befragung	25
Abbildung 13: Reales und geschätztes Wirtschaftswachstum durch veränderte Finanzierung in Deutschland und im internationalen Vergleich	26
Abbildung 14: Der Zusammenhang zwischen Informationsverhalten und Wachstum	26
Abbildung 15: Die Branchenverteilung der befragten Unternehmen	27
Abbildung 16: Die Umsatzverteilung der befragten Unternehmen	28
Abbildung 17: Übersicht über die Rechtsformen der befragten Unternehmen	28
Abbildung 18: Die Herkunft der befragten Unternehmen	29
Abbildung 19: Finanzierung der befragten Unternehmen heute und in Zukunft	30
Abbildung 20: Liquiditätsnutzung bei Verbriefungen	32
Abbildung 21: Zielsetzungen bei der Finanzierung	33
Abbildung 22: Ansprechpartner in Finanzierungsfragen	34
Abbildung 23: Problemfelder bei der Finanzierung	34
Abbildung 24: Schwindender Einfluss der Hausbanken?	35
Abbildung 25: Der Einfluss externer Finanzierer	36
Abbildung 26: Der Bedarf an einer bankenunabhängigen Beratung	36
Abbildung 27: Die Bankstellendichte im internationalen Vergleich	37
Abbildung 28: Kapitalmarkt- und Kreditkonditionen werden sich künftig annähern	38

Tabellenverzeichnis

	Seite
Tabelle 1: Prozentualer Anteil der verschiedenen Finanzierungsquellen an der Bruttofinanzierung der Unternehmen	12
Tabelle 2: Das banken- und das kapitalmarktorientierte Finanzsystem im Vergleich	21
Tabelle 3: Im Detail – Die Finanzierung der befragten Unternehmen heute und in Zukunft	31
Tabelle 4: Tatsächliche und idealisierte Umsatzentwicklung der Unternehmen in unserer Stichprobe	47
Tabelle 5: Berechnung des Wachstumseffekts durch differenzierte Finanzierung in Deutschland	47

Executive Summary

Der deutsche Mittelstand setzt zunehmend Finanzierungsformen wie Mezzanine-Kapital oder Private Equity ein. Allerdings mangelt es noch an Bereitschaft, solche innovativen Instrumente aktiv zu prüfen und strategisch zu nutzen. Ein noch stärkerer Einsatz würde nachweislich dringend nötige Wachstumsimpulse erzeugen, sowohl auf betriebswirtschaftlicher Ebene im einzelnen Unternehmen als auch in der Gesamtwirtschaft. Darum sind die Unternehmen ebenso wie die Finanzdienstleister und die Politik aufgefordert, sich verstärkt mit den Wirkungen kapitalmarktnaher Finanzierungsformen auseinander zu setzen.

Wachstumsimpulse durch moderne Finanzierungsinstrumente: Mittelständische Unternehmen, die die neuen Möglichkeiten kapitalmarktnaher Finanzierungen nutzen, wachsen überdurchschnittlich, während die anderen tendenziell schrumpfen. Es besteht ein klarer, statistisch nachweisbarer Zusammenhang zwischen dem Unternehmenswachstum einerseits und der Offenheit für innovative Finanzierungsformen andererseits: Firmen, die eine Kombination aus klassischen und innovativen Finanzierungsinstrumenten einsetzen, haben über die Jahre 2001 bis 2004 insgesamt ein Umsatzwachstum von 8,6 Prozent realisiert, also von fast drei Prozent pro Jahr. Unternehmen, die sich ausschließlich durch klassische Instrumente wie den Bankkredit finanzieren, sind da-

gegen während dieser drei Jahre um 2,9 Prozent geschrumpft, haben also im Durchschnitt pro Jahr einen Umsatzrückgang von fast einem Prozent hinnehmen müssen.

Überträgt man diese Ergebnisse auf die Entwicklung der Gesamtwirtschaft, so bedeutete dies, dass die Wirtschaft in der Bundesrepublik Deutschland jährlich um bis zu 0,55 Prozentpunkte zusätzlich wachsen könnte. Dies wäre der Fall, wenn alle Unternehmen, die bislang ausschließlich traditionelle Finanzierungsinstrumente genutzt haben, künftig differenzierte Strategien wählen würden.

Dies sind einige der zentralen Erkenntnisse der vorliegenden Studie auf Basis einer Umfrage unter 1.000 mittelständischen Firmen aus allen Bundesländern und Branchen. Die Unternehmen wurden um Auskunft gebeten, wie häufig und intensiv sie neue Finanzierungsinstrumente aktuell einsetzen und wie ihre Pläne für die Zukunft aussehen. Die Angaben wurden danach von der Universität Paderborn mit den jeweils zugehörigen Umsatzzahlen der Unternehmen laut MARKUS-Datenbank¹ verknüpft.

Wachstumstreiber Transparenz: Bei den differenziert finanzierenden „Wachstumschampions“ gaben weniger als zehn Prozent (8,3 Prozent) der Unternehmen an, dass Informationsbedürfnisse der Kapitalgeber zu den wesentlichen Schwierigkei-

ten bei Finanzierungen gehören. Fast vier von fünf dieser Unternehmen (78,2 Prozent) sehen darin keine oder nur geringe Probleme. Bei den klassisch finanzierenden Firmen ist es umgekehrt: Für die Hälfte gehört dieser Bereich zu den wesentlichen Problemfeldern, nur etwa jede vierte betrachtet ihn als völlig oder weitgehend unproblematisch.

Dies offenbart deutlich eine nicht zu unterschätzende Wachstumsbremse, auf betrieblicher Ebene wie in der Gesamtwirtschaft. Wenn die Unternehmen nicht transparenter werden und ihre finanziellen Daten professionell für Investoren aufbereiten, bleiben große Potenziale ungenutzt. Denn entweder findet sich für gute Ideen und Projekte gar kein Finanzier oder die Finanzierung wird teurer, weil zum eigentlich marktgerechten Preis ein Risikozuschlag aufgrund finanzieller Intransparenz hinzukommt.

Banken und Sparkassen sind gefragt: Die Konsequenzen eines mangelnden Einsatzes innovativer Finanzierungsmethoden liegen auf der Hand. Weil in Deutschland noch immer die klassischen Formen der Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung dominieren, bleiben große Wachstumspotenziale ungenutzt. Dabei kommt es nach gesicherten Erkenntnissen der Finanzmarktforschung nicht darauf an, das traditionell bankenbasierte deutsche Finanzsystem in ein kapitalmarktorientiertes Mo-

¹ Die MARKUS-Datenbank aus dem Haus Bureau van Dijk beinhaltet Finanzdaten von Creditreform zu rund 920.000 Unternehmen in Deutschland und Österreich.

dell nach angelsächsischem Muster zu transformieren. Vielmehr ist entscheidend, dass den Firmenkunden eine möglichst große Vielfalt an Finanzierungsinstrumenten tatsächlich zur Verfügung steht – unabhängig von der Organisation des Finanzsystems.

Da die deutschen Unternehmen größtenteils eng mit ihren finanzierenden Hausbanken zusammenarbeiten, kommt den einheimischen Kreditinstituten eine Schlüsselrolle beim nötigen Strukturwandel in der Unternehmensfinanzierung zu. Die Banken und Sparkassen können durch ein breiteres Angebot an innovativen Finanzierungsinstrumenten und dessen aktive Vermarktung Wege zu mehr Wachstum zeigen. Dies wird einhergehen mit verstärktem Wettbewerb mit angelsächsischen Finanzinstituten, die mit kapitalmarktorientierten Finanzierungen auf den deutschen Markt drängen.

Risiken analysieren und marktfähig machen: Entscheidend ist eine effizientere Zuordnung der Finanzierungsrisiken zu denjenigen Investoren, die sie bei einer marktgerechten Preisbildung tatsächlich übernehmen wollen. Das können die Banken sein, zumal mit Basel II eine differenzierte, risikoadjustierte Preisbildung am Kreditmarkt endgültig Einzug hält. Es können aber auch Dritte sein, die etwa über Verbriefungslösungen bestimmte

Risikotranchen übernehmen. Die Banken müssen in diesem Sinne vom Risikoträger zum Risikoagenten werden.

Vor diesem Hintergrund ist die Aussage des Deutschen Industrie- und Handelskammertags (DIHK)², dass derzeit weniger die Zinsen als vielmehr die gestiegenen Anforderungen der Hausbanken an Sicherheiten die Kreditkonditionen belasten, ein bedenkliches Signal. Dies deutet auf alte Denkmuster hin, wonach sich die Banken ausschließlich als kreditgebender Risikoträger wahrnehmen und sich bestmöglich absichern wollen. Stattdessen müssen sie dazu übergehen, ihren Kunden bei der Analyse der Risikostrukturen eines zu finanzierenden Projekts zu helfen. Sie müssen den Weg frei machen für flexible Lösungen, bei denen sie dann nicht nur als Kreditgeber, sondern auch als Anbieter oder Vermittler innovativer Finanzierungsbausteine in Erscheinung treten.

Hier liegt die Zukunft für die deutschen Kreditinstitute, nicht im Festhalten an traditionellen Kreditprodukten in einem Umfeld, das die Regeln des globalen Kapitalmarkts unweigerlich auch in die deutschen Unternehmen trägt. Denn nur wenn der einheimische Mittelstand Zugang zu den effizientesten Finanzierungswegen hat, bleibt er international wettbewerbsfähig – und das nutzt am Ende allen, auch den Banken.

Rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen: Die Politik bleibt aufgefordert, die rechtlichen und vor allem die steuerlichen Voraussetzungen dafür zu schaffen, dass die neuen Finanzierungstechniken ihre volle Kraft entfalten können. In dieser Richtung wurden in den vergangenen Jahren bereits wichtige Meilensteine erreicht. Erfolge beginnen sich abzuzeichnen, wie der Blick auf die Wachstumsdynamik derjenigen Unternehmen zeigt, die die neuen Möglichkeiten offensiv nutzen.

Daten aufbereiten und Ratings nutzen: Einen wesentlichen Schlüssel für mehr Wachstum haben die Unternehmen aber selbst in der Hand. Sie müssen bereit sein, Kapitalgebern mehr Einblick in ihre finanziellen Verhältnisse zu gewähren als bisher, und dafür vor allem die Aufbereitung interner Daten deutlich verbessern. Dies betrifft insbesondere ein am Cash-flow orientiertes Berichtswesen, das die klassische Kostenrechnung als Entscheidungsgrundlage für Finanzierungsfragen mehr und mehr verdrängt.

In der Praxis unserer Beratungstätigkeit zeigt sich immer wieder, dass mangelnde Datenaufbereitung auf Unternehmensseite eines der größten Hindernisse beim Einsatz moderner Finanzierungstechniken ist. Wenn Risiken marktgerecht bepreist werden sollen, um den am besten geeigneten Investor finden zu können, müssen sie für

² DIHK-Chefvolkswirt Axel Nitschke laut Börsenzeitung vom 10. Juni 2005

ihn bzw. seine Agenten nachvollziehbar sein. Die Ratingagenturen spielen hier eine wichtige Rolle. Unternehmen, die die Chancen eines professionellen Ratings nicht erkennen, laufen Gefahr, die gesparten Ratingkosten an anderer Stelle doppelt und dreifach wieder zu verlieren. Denn wenn Risiken nicht klar quantifizierbar sind, fordert der Markt zum Ausgleich Preisaufschläge.

Verbände können helfen: An dieser Stelle können die Wirtschafts- und Unternehmerverbände im deutschen Mittelstand eine wichtige Rolle übernehmen. Sie sollten ihren Mitgliedsfirmen die Angst vor dem Blick Dritter in die Bücher nehmen und ihnen helfen, sich Kapitalgebern gegenüber optimal zu präsentieren. Wenn es etwas vom angelsächsischen Modell zu lernen gibt, dann ist es die dort weit entwickelte und als weitgehend problemlos wahrgenommene Bereitschaft, sich für die Informationsbedürfnisse von Investoren zu öffnen.

Bessere Eigenkapitalausstattung: Zu den traditionellen Problemen des deutschen Mittelstands gehört seit Jahrzehnten eine im internationalen Vergleich sehr niedrige Eigenkapitalquote. Auch hier setzen die neuen Finanzierungsinstrumente an, indem mit hybriden Konstruktionen Finanzierungsbausteine kreiert werden, die klassisches Eigenkapital bis zu einem gewissen Grad ersetzen können.

Dies zeigt augenfällig, dass neue Finanzierungsinstrumente und die klassischen Wege der Fremdfinanzierung nicht in Konkurrenz zueinander stehen, sondern sich geradezu ergänzen. Eine beispielsweise durch Mezzanine-Komponenten verbesserte, ratingrelevante Eigenkapitalquote schafft erst die Voraussetzungen dafür, dass anschließend mehr Fremdkapital zu günstigeren Konditionen aufgenommen werden kann.

Wege zum Wachstum: „Kreditkonditionen lasten auf Investitionsplänen“ – so überschrieb die Börsen-Zeitung ihren Bericht über eine jüngst veröffentlichte Umfrage des Deutschen Industrie- und Handelskammertags (DIHK) zu den Marktbedingungen im klassischen Kreditgeschäft (Börsen-Zeitung, 10. Juni 2005). „Es gibt wieder Kredite – die besten Angebote“ – so lautete hingegen der Titel der Mai-Ausgabe 2005 des Wirtschaftsmagazins Impulse. Während seit Jahren aus der Wirtschaft die Klage kommt, dass die Banken keine Kredite gäben, betont der Präsident des Bundesverbands deutscher Banken, Klaus-Peter Müller, dass es im Gegenteil längst eine „Kreditschwemme“ gebe (Handelsblatt, 17. Mai 2005).

Widersprüche? Gewiss. Vor allem aber zeigen diese Streiflichter, dass sich die Diskussion in Deutschland noch immer viel zu sehr um die traditionellen Segmente der Unternehmensfinanzierung dreht.

Die Aufgabe für den Mittelstand, aber auch für seine Verbände, die Politik und die Banken ist gewaltig. In einem überlegten, mutigen Zusammenwirken können sie messbare Wachstumsimpulse freisetzen, indem sie die Wege zu einem verstärkten Einsatz kapitalmarktnaher, flexibler und risikoadjustierter Finanzierungsinstrumente ebnen.

Wir hoffen, dass diese Studie und ihre teilweise überraschenden Ergebnisse und deutlichen Trendaussagen dazu beitragen, dass der Blick aller Beteiligten verstärkt auf innovative Finanzierungswege gelenkt wird. Denn es sind „Wege zum Wachstum“ – für die Unternehmen und für unsere gesamte Volkswirtschaft. Die Erfolgsformel heißt:

Transparenz + Innovation = Wachstum

Weitere Tipps und Hinweise rund um das Thema „Wege zum Wachstum“ sowie Hintergrundinformationen zur Studie finden Sie unter:

www.de.ey.com/wege-zum-wachstum

1) Unternehmensfinanzierung in Deutschland – die Ausgangslage im Überblick

Besonderheiten der Unternehmensfinanzierung in Deutschland:

Während sich die Unternehmensfinanzierung in Nordamerika von jeher stärker auf Eigenkapital stützt, basiert sie in Deutschland traditionell auf der Fremdfinanzierung über Bankkredite. Zurückzuführen ist dies auf die Unternehmensstruktur in Deutschland, die von mittelständischen Firmen geprägt ist. Aufgrund ihrer vergleichsweise geringen Unternehmensgröße haben sie nur einen eingeschränkten Zugang zum Kapitalmarkt und bevorzugen traditionell die bankbasierte Finanzierung.³

Exkurs: Historisches Erbe

Die Besonderheiten des deutschen Systems sind geschichtlich begründet. Nach dem Zweiten Weltkrieg war das deutsche Finanzsystem durch den Verlust der Geldvermögen und die Zerstörung der Betriebe zwangsläufig auf massive Fremdkapitalzuführung angewiesen. Steuerlich wurde darum die Fremdfinanzierung gegenüber dem Eigenkapital begünstigt. Die deutsche Steuergesetzgebung erschwerte so in vielerlei Hinsicht den Aufbau von Eigenmitteln. So leidet das Gros des deutschen Mittelstands bis heute unter einer im internationalen Vergleich niedrigen Eigenkapitalquote.

³ Dies lag zumindest in der Vergangenheit sicher daran, dass Bankkredite lange Zeit vergleichsweise günstig und auch für lange Laufzeiten zu Festzinskonditionen erhältlich waren. Auch ist ihr Beschaffungsaufwand für die Unternehmen gering, nicht zuletzt weil weder Publizitätspflichten noch Mitentscheidungsrechte Dritter zu beachten sind. Dies kommt wiederum vor allem deutschen Mittelständlern entgegen.

Eigenkapitalquoten mittelständischer Unternehmen im internationalen Vergleich

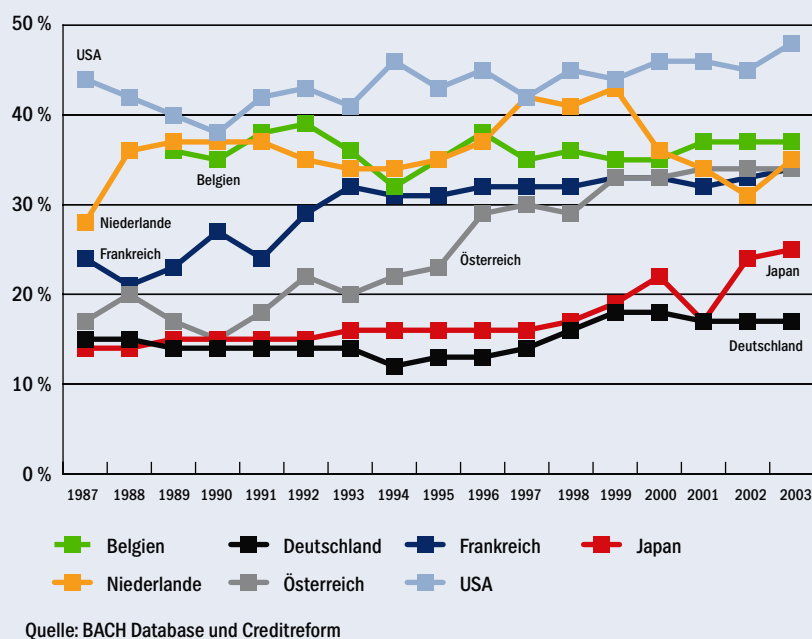


Abbildung 1: Eigenkapitalquoten mittelständischer Unternehmen im internationalen Vergleich

In einer viel beachteten internationalen Forschungsreihe untersuchten Hackethal/Schmidt (2003), welchen Anteil Banken und andere Finanzgeber an der langfristigen Bruttofinanzierung von Unternehmen haben. Dabei kamen sie zu dem Ergebnis, dass im Zeitraum zwischen 1970 und 1996 sowohl in Japan als auch in Deutschland die Banken eine überragende – und stabile – Rolle bei der Finanzierung von Unternehmen spielten. Dagegen nahm im gleichen Zeitraum die ohnehin bereits geringe Bedeutung amerikanischer Banken noch

weiter ab. Bis Mitte der neunziger Jahre sank ihr Anteil an der Unternehmensfinanzierung auf fast ein Drittel. Versicherungen, Investmentfonds und Finance Companies (Nichtbank-Finanzintermediäre) legten dagegen zu. Gleichzeitig stieg der Anteil der Bruttofinanzierung über verbrieft Instrumente, also vor allem über Anleihen und Aktien, auf fast 50 Prozent (siehe Wertpapierquote). Dies ist ein im Ländervergleich überdurchschnittlich hohes Niveau.

Land	Sektor	1970-74	1975-79	1980-84	1985-89	1990-96	1970-96
		Anteile an der langfristigen, intersektoralen Bruttofinanzierung					Ø
USA	Banken	0,51	0,49	0,49	0,46	0,36	0,44
	Nichtbank-Finanzintermediäre	0,36	0,39	0,40	0,41	0,49	0,42
	Haushalte	0,12	0,11	0,07	0,07	0,09	0,09
	Ausland/Staat	0,01	0,02	0,04	0,06	0,06	0,04
	Wertpapiere	0,42	0,42	0,41	0,45	0,48	0,45
Deutschland	Banken	0,80	0,82	0,84	0,82	0,83	0,82
	Nichtbank-Finanzintermediäre	0,14	0,14	0,12	0,13	0,11	0,12
	Haushalte	0,04	0,03	0,03	0,04	0,04	0,04
	Ausland/Staat	0,02	0,01	0,01	0,02	0,03	0,02
	Wertpapiere	0,12	0,09	0,08	0,11	0,13	0,12
Japan	Banken	0,95	0,95	0,95	0,91	0,92	0,93
	Nichtbank-Finanzintermediäre	0,02	0,02	0,03	0,06	0,06	0,05
	Haushalte	0,02	0,02	0,01	0,02	0,01	0,02
	Ausland/Staat	0,01	0,00	0,01	0,00	0,01	0,01
	Wertpapiere	0,10	0,10	0,10	0,15	0,16	0,13

Quelle: Hackethal/Schmidt, 2003

Tabelle 1: Prozentualer Anteil der verschiedenen Finanzierungsquellen an der Bruttofinanzierung der Unternehmen⁴

Nachholbedarf bei Finanzierungen über den Kapitalmarkt:

Ein Blick auf die Finanzierungsstruktur von Unternehmen zeigt, dass Kapitalmarktinstrumente bei der Unternehmensfinanzierung in Deutschland eine vergleichsweise geringe Rolle spielen. Sie steuern im Periodendurchschnitt weniger als 15 Prozent zur Unternehmensfinanzierung bei. Besonders deutlich wird dies bei den verbrieften Forderungen. Hier besteht in Deutschland gegenüber den USA ein besonders hoher Nachholbedarf.

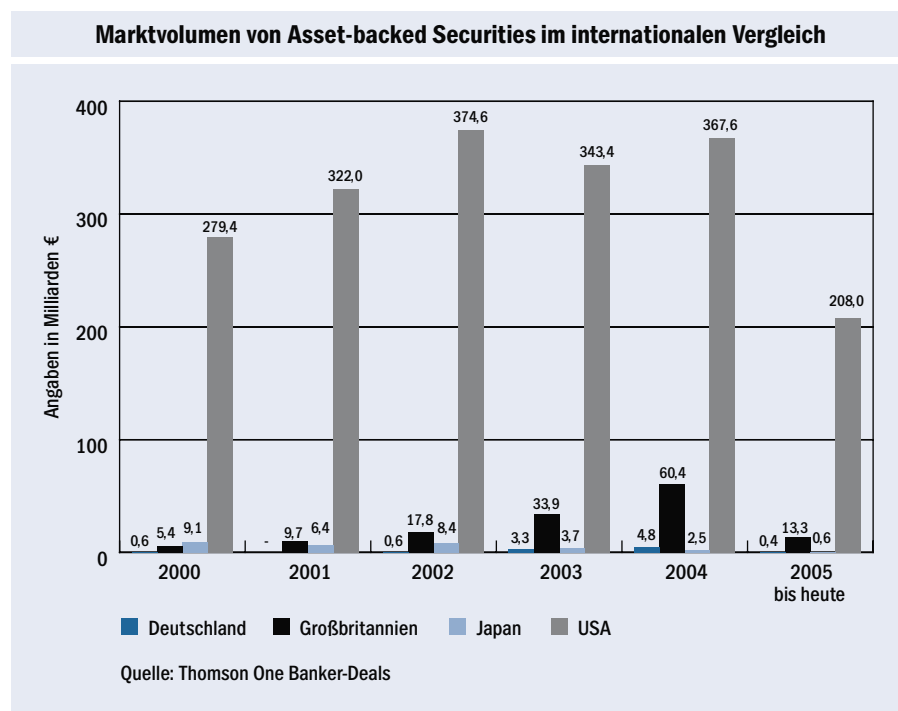


Abbildung 2: Marktvolumen von Asset-backed Securities im internationalen Vergleich

⁴ Die Wertpapierquote wurde ergänzend aufgeführt und verteilt sich auf die zuvor unterschiedenen Anteile an der langfristigen Bruttofinanzierung.

Aktienkultur: Auch die Aktie spielt in Deutschland noch immer eine vergleichsweise bescheidene Rolle. Zwar hat die Entwicklung der Aktienkultur in Deutschland in den vergangenen Jahren deutliche Fortschritte gemacht, der Abstand zu den USA und Großbritannien mit ihren hoch entwickelten Aktienmärkten ist aber noch beträchtlich. Vor allem bei der Anzahl der börsennotierten Unternehmen und der Marktkapitalisierung deutscher Gesellschaften erreicht der deutsche Aktienmarkt noch immer nicht die Größe der angelsächsischen Länder.

Anzahl der gelisteten Unternehmen pro eine Million Einwohner im internationalen Vergleich

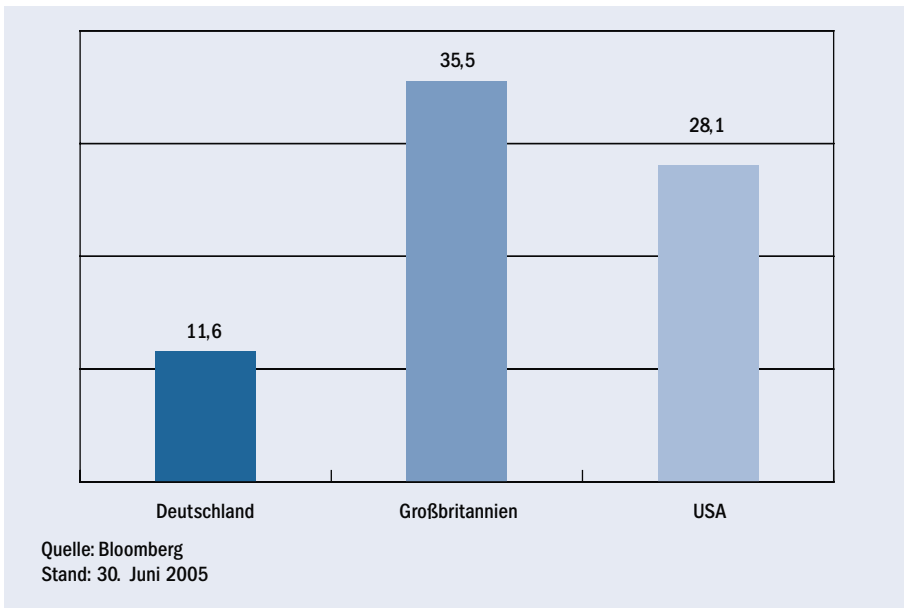


Abbildung 3: Anzahl der gelisteten Unternehmen pro eine Million Einwohner im internationalen Vergleich

Marktkapitalisierung deutscher Aktiengesellschaften im internationalen Vergleich

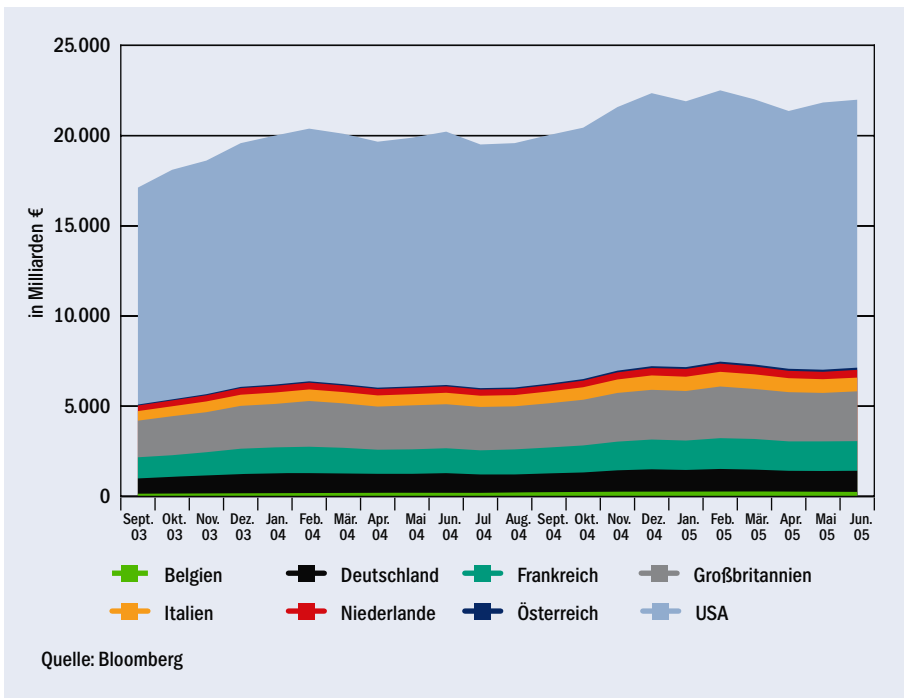


Abbildung 4: Marktkapitalisierung deutscher Aktiengesellschaften im internationalen Vergleich

Börsenkapitalisierung in Prozent des Bruttoinlandsprodukts

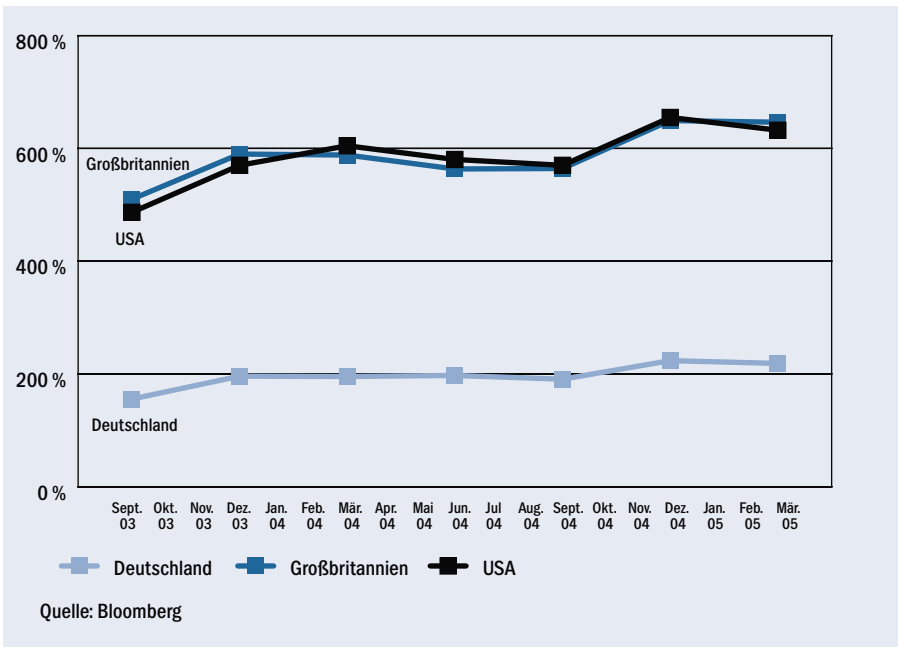


Abbildung 5: Börsenkapitalisierung in Prozent des Bruttoinlandsprodukts

Neuen Markts ein Jahr später kam es zu einer spürbaren Belebung, die – von der Börsenhausse getragen – bis ins Jahr 2000 anhielt. Die öffentliche Finanzierung über Aktien war insbesondere in dieser Zeit eine lukrative Möglichkeit, sich Finanzmittel zur Wachstumsfinanzierung zu beschaffen. Der Gang an die Börse wird, trotz der jüngsten Flaute im IPO-Geschäft, auch künftig die Alternative mit dem größten Finanzierungspotenzial darstellen.

Unternehmensanleihen im Aufwind: Durch die Einführung des Euro und den damit bewirkten Wandel von einzelnen nationalen Anleihemärkten zu einem stärker integrierten europäischen Anleihemarkt haben Unternehmensanleihen als Anlage- und Finanzierungsinstrument in ganz Europa

Eine ähnliche Aussage lässt sich für das Verhältnis von Börsenkapitalisierung zu Bruttoinlandsprodukt treffen: Es zeigt eine klare Trennung zwischen Deutschland und den angelsächsischen Ländern. All diese Indikatoren reflektieren insbesondere die wesentlich stärkere Rolle der privaten und betrieblichen Altersvorsorge in den USA und Großbritannien. Dort sind diese Säulen der Alterssicherung durch akkumuliertes Kapital gedeckt, das zu einem großen Teil in die nationalen Aktienmärkte fließt.

Börsengänge: Das Geschäft mit Neuemissionen spielte am deutschen Kapitalmarkt lange Zeit eine untergeordnete Rolle. Erst mit dem Börsengang der Deutschen Telekom im Jahr 1996 und der Gründung des

Umlauf von Unternehmensanleihen inländischer Unternehmen im internationalen Vergleich

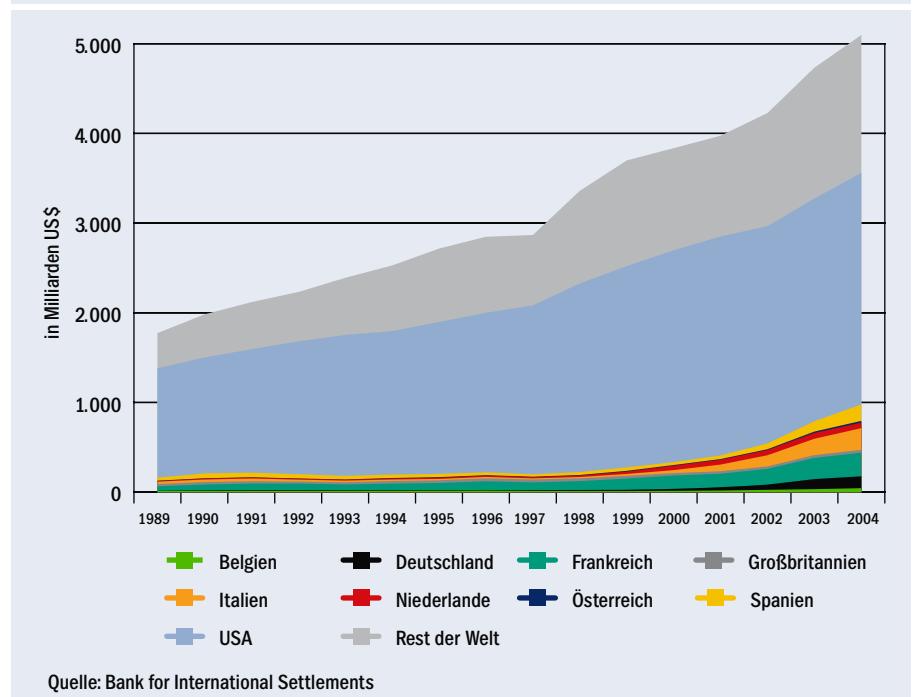


Abbildung 6: Umlauf von Unternehmensanleihen inländischer Unternehmen im internationalen Vergleich

an Bedeutung gewonnen. Das umlaufende Marktvolumen deutscher Unternehmensanleihen nimmt sich international jedoch immer noch vergleichsweise bescheiden aus. So beläuft sich der Anteil deutscher Unternehmensanleihen am weltweiten Anleihemarkt auf etwas mehr als 2,5 Prozent im Vergleich zu mehr als 50 Prozent US-Corporate Bonds. Dennoch: Der deutsche Markt hat, allerdings ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau, in den letzten Jahren deutlich an Dynamik gewonnen. Beispielsweise lag die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) im Zeitraum 2000 bis 2004 bei 51,5 Prozent. Überdies ist zu erwarten, dass der Markt durch den Einsatz derivativer Instrumente wie Swaps und Optionen sowie das Entstehen neuer Assetklassen, z. B. im Sektor der Asset-backed Securities, künftig an Tiefe gewinnen wird.

Starke Position bei Bankschuldverschreibungen und Pfandbriefen: Der deutsche Markt für so genannte gedeckte Schuldverschreibungen bildet mit einem Gesamtvolumen von 1.043 Milliarden Euro und einem Anteil von 35 Prozent das größte Segment des deutschen Rentenmarkts. Er dominiert mit einem Anteil von 72 Prozent auch den europäischen Markt für Unternehmensanleihen. Zugleich ist er der größte Anleihemarkt in Europa überhaupt (siehe Verband deutscher Hypothekenbanken

und Europäischer Hypothekenverband). Diese Führungsposition ist darauf zurückzuführen, dass die deutsche Kreditwirtschaft ihr Kreditgeschäft vor allem mit gedeckten Schuldverschreibungen refinanziert und seit 1995 mit der Begebung großvolumiger „Jumbo-Pfandbriefe“⁵ für einen liquiden und damit für institutionelle Anleger attraktiven Markt sorgt. Zudem schätzen die privaten Anleger diese Produkte unter Risiko- und Renditeaspekten sehr.

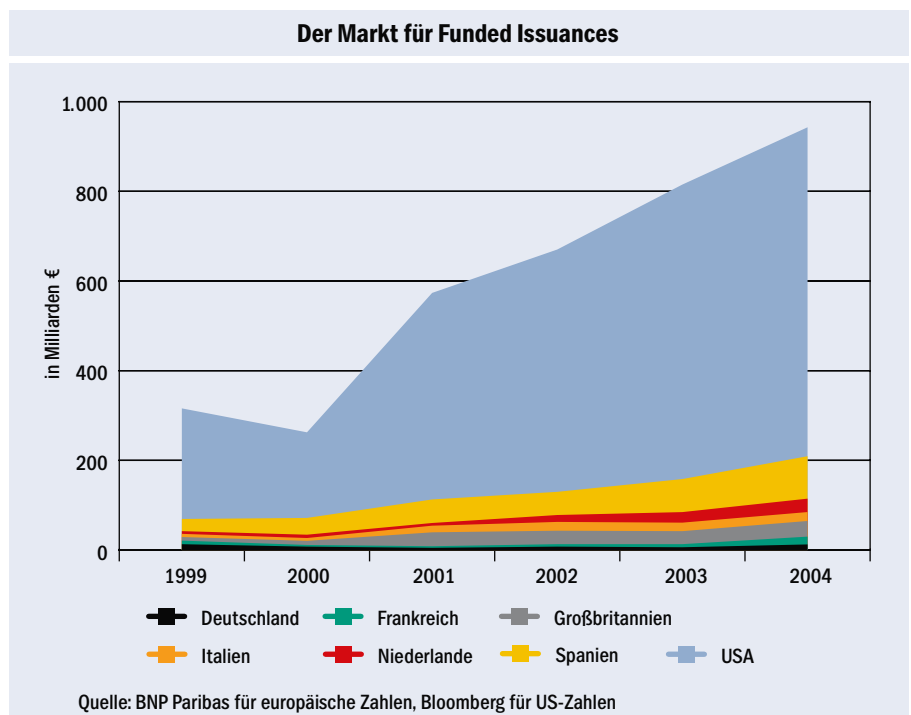
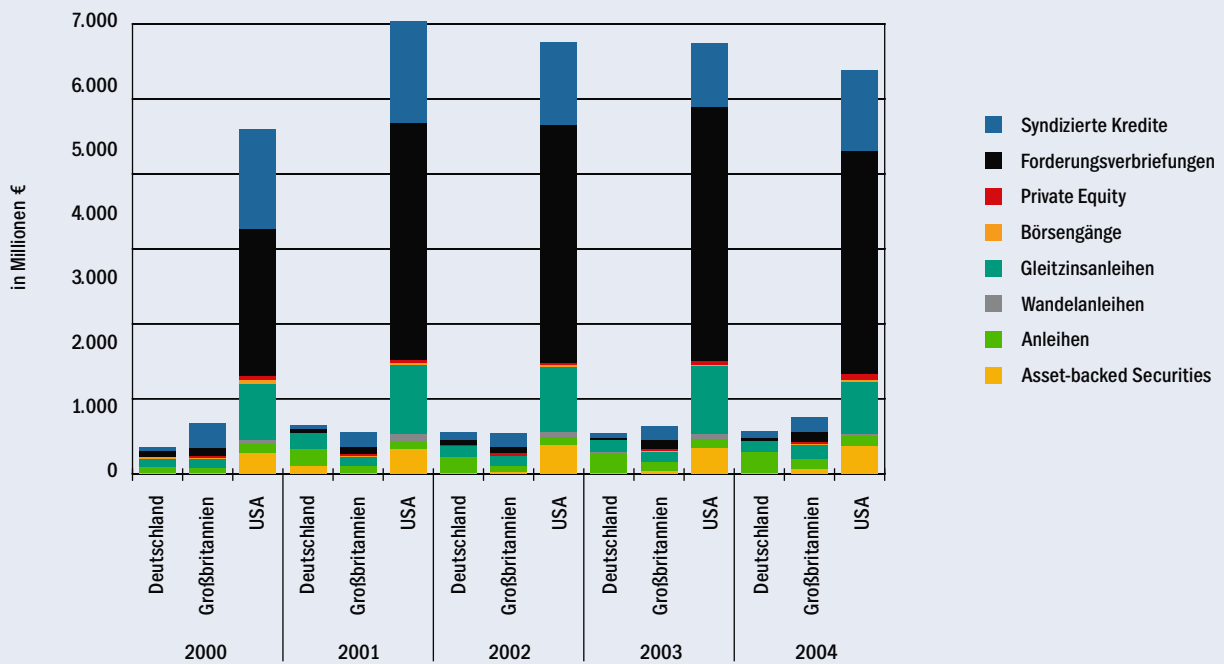


Abbildung 7: Der Markt für Funded Issuances⁶

⁵ Diese unterscheiden sich von traditionellen Pfandbriefen vor allem dadurch, dass sie ein Mindestemissionsvolumen von 500 Millionen € aufweisen müssen; traditionelle Pfandbriefe sind in der Regel kleineren Volumens. Zudem müssen Jumbo-Pfandbriefe bestimmten Mindeststandards entsprechen, die vom Verband deutscher Hypothekenbanken (VDH) und vom Bundesverband Öffentlicher Banken (VÖB) vereinbart wurden.

⁶ Berücksichtigt wurden die folgenden Finanzinstrumente: Residential Mortgage Backed Securities (Prime und Non-prime), Mortgage Backed Securities, Commercial Mortgage Backed Securities, Asset-backed Securities und Collateralized Debt Obligations.

Marktvolumina unterschiedlicher Finanzierungsformen im internationalen Vergleich



Quelle: Thomson One Banker – Deals

Abbildung 8: Marktvolumina unterschiedlicher Finanzierungsformen im internationalen Vergleich

Bei **alternativen Kapitalmarktinstrumenten** ist dagegen der Rückstand Deutschlands immer noch augenfällig. Der deutsche Private-Equity-Markt und der deutsche Asset-backed-Securities-Markt beispielsweise spielen im europäischen Kontext bisher nur bescheidene Rollen.

Allerdings kommt in beide Märkte langsam Bewegung. Bessere rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen, etwa die weitere Stufe der Steuerreform und das Gesetz zur Förderung von Wagniskapital, sowie die geplante Einführung eines insolvenzfesten „Refinanzierungsregisters“

(o. V., 2005a) werden Deutschlands Position im internationalen Vergleich verbessern. Vor allem viele ausländische Private-Equity-Häuser zeigen großes Interesse an Investitionen in Deutschland

2) „Wege zum Wachstum“ – methodischer Ansatz der Studie

Wie sieht das zukünftige Finanzierungsverhalten der mittelständischen Unternehmen in Deutschland aus? Um eine gesicherte Antwort auf diese Frage zu erhalten, gingen wir mehrstufig vor.

In einem ersten Schritt analysierten wir über einen breit angelegten, weltweiten Desk Research die Literatur zum Thema „Wachstum durch Finanzierung“. Hier stützten wir uns insbesondere auf die Arbeiten von Levine, Wachtel, Khan, Rajan und Zingales. Die Auswertung dieser Untersuchungen führte uns im Wesentlichen zu den folgenden Erkenntnissen und Einschätzungen:

1. Das Thema „Wachstum durch Finanzierung“ wird bisher vor allem in den USA als dem Mutterland der finanzmarktbasierter Finanzierung in nennenswertem Maße wissenschaftlich untersucht. In Deutschland dagegen ist es noch kaum Gegenstand der wissenschaftlichen Forschung.

2. Was in Großbritannien und in den USA für die Forschung gilt, gilt ebenso für die Wirtschaft: Auch die Unternehmen sehen einen Zusammenhang zwischen alternativen Finanzierungsformen und Wachstum.

3. Deutsche Unternehmen fühlen sich hingegen ausreichend finanziert und durch ihre Hausbanken ausreichend beraten. Mezzanine-Finanzierungsformen stellen für sie nach wie vor keine echte Alternative zum klassischen Bankkredit dar.

4. Weder die Unternehmen noch die Politik in Deutschland haben bislang die Notwendigkeit erkannt, über eine veränderte Finanzierungsstruktur und einen adäquaten Umgang mit Unternehmensinformationen, also zuverlässig, zeitnah und aktualisiert, Einfluss auf das (eigene) Wirtschaftswachstum zu nehmen.

In einem zweiten Schritt wurden die Ergebnisse des Desk Research an mehrere

wirtschaftswissenschaftliche Lehrstühle in Deutschland weitergeleitet, um auf dieser Basis den aktuellen Forschungsstand hierzulande zu hinterfragen und die Befunde im Dialog mit der Wissenschaft zu bewerten. Die daraufhin entstandenen Thesenpapiere von insgesamt drei Lehrstühlen – basierend auf deren eigenen Forschungsergebnissen – sind in diese Studie eingeflossen.

In einem dritten und letzten Schritt befragten wir schließlich die Entscheider im deutschen Mittelstand zu ihren Finanzierungsgewohnheiten heute und in Zukunft. Um eine ausreichend große Datenbasis zu erhalten, die verlässliche Aussagen zulässt, führten wir im Zeitraum Januar bis Februar 2005 insgesamt 1.000 telefonische Interviews (CATI). Befragt wurden Vorstände, Geschäftsführer und Bereichsleiter, allesamt Finanzentscheider, im gehobenen deutschen Mittelstand. Die Interviews wurden von der Universität Paderborn im Auftrag der Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH und der Ernst & Young AG durchgeführt.

3) Wachstum und das Finanzsystem – Stand der Diskussion

Zu den gängigen Kritikpunkten am deutschen Finanzsystem gehört, dass es kapitalmarktnahe Finanzierungsinstrumente nur schwer zugänglich mache. Das klassische Kreditgeschäft der Banken herrsche vor, ihm widmeten sie den Großteil ihrer Aufmerksamkeit. Liegt dort also die Wurzel des Übels, an die die Axt angelegt werden muss? Geht es um eine Strukturfrage? Oder kann das bankendominierte deutsche System eine ebenso effiziente Kapitalversorgung gewährleisten, wie sie sich im angelsächsischen Raum auf direkteren Wegen und mit Hilfe von Nichtbank-Finanzintermediären herausgebildet hat? Und was bedeutet dies für das Wachstum der Unternehmen und der Gesamtwirtschaft? Diese Fragen sollen zunächst geklärt werden.

Das Finanzsystem ist der „Blutkreislauf“ einer Volkswirtschaft. Mit ihm können die Unternehmen ihre Finanzentscheidungen umsetzen und koordinieren. Denn es schafft die Voraussetzungen dafür, dass private Haushalte ihre Kapitalüberschüsse

den Unternehmen zur Verfügung stellen können. Und gleichzeitig gibt es den Kapitalgebern Instrumente an die Hand, mit denen sie die Unternehmensleitungen kontrollieren können.

Unternehmensfinanzierung und -kontrolle können grundsätzlich auf zwei Wegen

erfolgen: zum einen durch eine direkte Interaktion zwischen der Kapital anbietenden und der Kapital nachfragenden Seite und zum anderen durch die Zwischenschaltung von Banken und anderen Finanzinstitutionen, die bei der Abwicklung von Transaktionen zwischen den beiden Marktseiten als Vermittler auftreten.

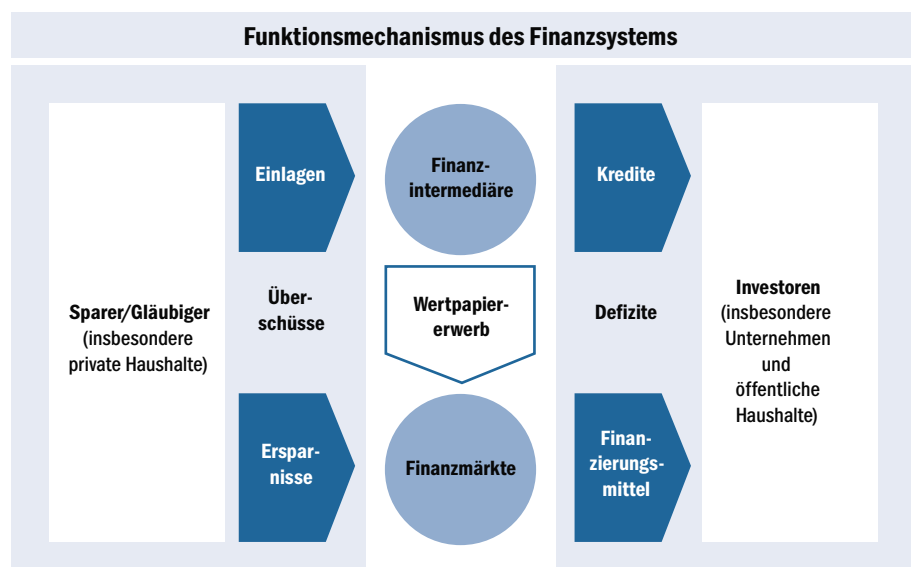


Abbildung 9: Funktionsmechanismus des Finanzsystems

Die Struktur und der Entwicklungsstand eines Finanzmarkts stellen wesentliche Rahmenbedingungen für die Funktionsfähigkeit einer Volkswirtschaft dar. Eine spezifische Rolle kommt dabei den Banken zu. Dies zeigt sich an der permanenten Diskussion zwischen dem kapitalmarktorientierten und dem bankenbasierten Finanzsystem.

Während im angloamerikanischen Raum die Mittelaufbringung der Unternehmen über den Kapitalmarkt erfolgt, haben in Mitteleuropa aufgrund der größeren Bedeutung der Kreditfinanzierung die Banken eine Schlüsselposition. Insbesondere das deutsche Finanzsystem gilt als stark bankenorientiert. Die folgenden Statistiken verdeutlichen dies:

Der Anteil der Bankkredite an der Summe der Kredite an mittelständische Unternehmen ist in Deutschland fast viermal so hoch wie in den USA.

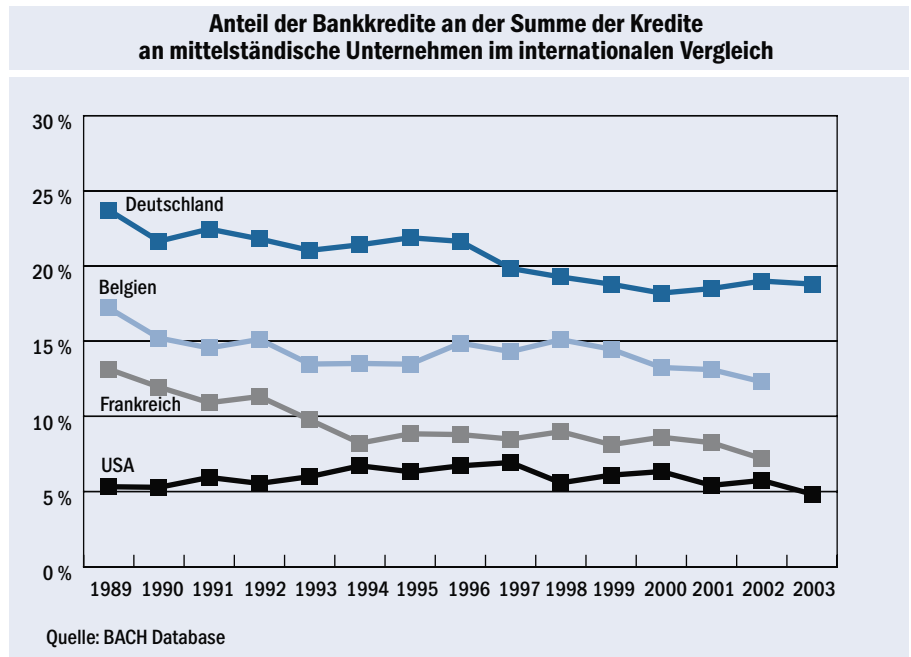


Abbildung 10: Anteil der Bankkredite an der Summe der Kredite an mittelständische Unternehmen im internationalen Vergleich

Umgekehrt ist die Marktkapitalisierung der Aktienbörsen in den USA im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt mehr als dreimal so hoch wie in Deutschland (siehe Abbildung 5).

Zudem sind in den USA pro eine Million Einwohner mehr als doppelt so viele Unternehmen an einer Börse gelistet wie in der Bundesrepublik (siehe Abbildung 3).

Das banken- und das kapitalmarktorientierte Finanzsystem im Vergleich:

Im angloamerikanischen *kapitalmarktorientierten* System werden die Überschüsse der privaten Haushalte in hohem Maße über die Wertpapiermärkte zu den Investoren transferiert. Institutionell führt das zu einer vergleichsweise fragmentierten Finanzierungsstruktur, die sich in einer ausgeprägten Spezialisierung des Bankenbereichs und der großen Bedeutung von Nichtbank-Finanzintermediären ausdrückt. Die Finanzmärkte, die auf diesem Modell arbeiten, sind äußerst funktionsfähig. Sie bieten eine breite Palette sowohl an traditionellen als auch an innovativen Finanzinstrumenten an.

Demgegenüber erfolgt im *bankenorientierten* Modell der Mitteltransfer primär über Universalbanken, die sowohl im Kredit- als auch im Wertpapiergeschäft tätig sind und enge Beziehungen zu den Investoren unterhalten. Diese Banken stellen langfristige Finanzierungsmittel zur Verfügung und bieten ihren Kunden ein breites Spektrum von Finanzdienstleistungen an. Das bankenorientierte Finanzsystem zeichnet sich ferner durch schwach entwickelte Finanzmärkte, insbesondere solche für Risikokapital aus. Somit sind die auf den Kapitalmärkten vorhandenen Möglichkeiten zur Risikodiversifikation und zum Hedging riskanter Positionen stark eingeschränkt.

Im *kapitalmarktorientierten* System sind Unternehmensinformationen aufgrund strengerer Offenlegungspflichten leichter zugänglich. Viele Firmen treten auf dem Kapitalmarkt auf und werden an den Börsen gehandelt. Strikte Verhaltensregeln sorgen dafür, dass alle Marktteilnehmer grundsätzlich gleichen Zugang zu relevanten Informationen haben. Dies begünstigt die Liquidität und verbessert die Allokations- und Informationseffizienz dieser Märkte.

Im Unterschied dazu sind Unternehmensinformationen im *bankenorientierten* System nur zu einem kleineren Teil öffentlich. Der Großteil der Unternehmen tritt nicht auf institutionalisierten Märkten auf, Unternehmensinformationen werden in erster Linie über langfristige (Finanzierungs-)Beziehungen erworben. Dabei nehmen die kreditgebenden Banken eine Schlüsselposition ein. Überdies üben sie vielfach selbst eine Eigentümerfunktion an großen Unternehmen aus.

Die Eigentümerstruktur der Unternehmen ist im *kapitalmarktorientierten* System wenig konzentriert. In den meisten Unternehmen ist der Einfluss des einzelnen Eigentümers gering und auch große Eigentümer üben selten direkten Einfluss auf das Unternehmensmanagement aus. Primäre Zielsetzung der Anleger ist die Maximierung der Rendite ihres Portefeuilles, die sie durch Verkauf und Kauf

von Papieren aktiv zu verwirklichen suchen. Dadurch realisieren sie indirekt die Kontrollfunktion gegenüber dem Management.

Im *bankenorientierten* System ist das Unternehmenseigentum hingegen stark konzentriert. Börse und Aktienkurse spielen eine geringere Rolle, feindliche Unternehmensübernahmen sind selten. Die Managementkontrolle erfolgt direkt über den Aufsichtsrat, in dem alle großen Eigentümer vertreten sind. Dazu gehören auch die Banken, die einen erheblichen Anteil der Stimmrechte von großen Unternehmen halten. Vor allem die großen Eigentümer haben ihre Unternehmensbeteiligungen langfristig angelegt, wobei diese Struktur in den letzten Jahren allerdings zunehmend aufbricht.

Gerade aus diesem Grund sehen viele die Vorzüge des bankenorientierten Finanzsystems gerade darin, dass die Finanzierungsbeziehungen auf Dauer angelegt sind. Die langfristig orientierte Fremdfinanzierung dient dieser Auffassung zufolge als Governance-Instrument, wobei den Banken die Funktion des „Delegated Monitoring“ zukommt.

Aber gerade hier setzt auch die Kritik an diesem System an. So werfen Edwards und Fischer (1994) dem bankenorientierten Finanzsystem mangelnde Transparenz, Insider-Probleme, Eigeninteressen und

Interessenskonflikte vor. Darüber hinaus kritisieren sie die nicht ausreichende Repräsentanz der Anleger durch die sie vertretenden Finanzintermediäre sowie mangelnde Effizienz im Monitoring und

in der Unternehmensführung. All dies sind für die Autoren signifikante Schwachpunkte, die die theoretischen Vorteile des bankenorientierten Modells in der Praxis fraglich machen.

Brauchen wir also mehr Kapitalmarkt?

Aufgrund der Studie von Levine (2002) kann heute davon ausgegangen werden, dass der Entwicklungsstand des Finanzsektors und damit der Entwicklungsstand des Finanzsystems (Tiefe der Kredit- und Wertpapiermärkte) einen signifikant positiven Einfluss auf das langfristige Wirtschaftswachstum ausüben. Ebenso wachsen Industrien, die stark von externer Finanzierung abhängen, in Wirtschaften mit hoch entwickelten Finanzsystemen schneller (Rajan und Zingales, 1998).

Was man aber nicht vermuten würde: Die Unterscheidung zwischen banken- und kapitalmarktorientiertem Finanzsystem ist nach heutigem Stand der Wirtschaftsforschung empirisch für die Erklärung von Wachstumsprozessen in Volkswirtschaften nicht erheblich. Nicht die *Struktur* des Finanzwesens, sondern die *Qualität* des Finanzdienstleistungsangebots ist wichtig, um gesamtwirtschaftliches Wachstum zu generieren.

Produkte zählen, nicht Systeme: Entscheidend ist nach unserer Auffassung ein „finanzdienstleistungsorientierter Ansatz“. Nach diesem Ansatz kommt es ausschließlich auf die Verfügbarkeit und Qualität von Finanzdienstleistungen und nicht auf den Anbieter dieser Serviceleistungen an. Dem finanzdienstleistungsorientierten Ansatz folgend können Banken und Ka-

Merkmal/Ausprägung	Banken-orientiertes Finanzsystem	Kapitalmarkt-orientiertes Finanzsystem
Marktstruktur		
Entwicklungsstand der Finanzmärkte	niedrig	hoch
Bedeutung von Unternehmensübernahmen als Kontrollinstrument	niedrig	hoch
Renditeerwartungen	niedrig	hoch
Kapitalstruktur der Unternehmen		
Grad der Innenfinanzierung	niedrig	hoch
Fremd-/Eigenkapitalverhältnis (debt/equity ratio)	hoch	niedrig
Kreditgeberstruktur der Unternehmen		
Grad der Konzentration	hoch	niedrig
Bedeutung der Anleihefinanzierung	gering	groß
Anteil der Bankenkredite an den gesamten Verbindlichkeiten	hoch	gering
Eigentümerstruktur der Unternehmen		
Grad der Konzentration	hoch	niedrig
Anteile von Geschäftsbanken	signifikant	unbedeutend
Zwischenbetriebliche Kapitalverflechtungen	weit verbreitet	unüblich
Wechselhäufigkeit von Kontrollpaketen	gering	hoch
Quelle: Ernst & Young Research		

Tabelle 2: Das banken- und das kapitalmarktorientierte Finanzsystem im Vergleich

pitalmärkte als Komplementäre die oben beschriebenen Funktionen eines Finanzsystems erfüllen und somit die wirtschaftliche Entwicklung fördern.

Hierin liegt eine große Chance, aber auch Herausforderung für die deutschen Banken und Sparkassen. Sie dürfen nicht nur Kreditinstitute, sondern müssen breit aufgestellte Finanzierungsinstitute sein. Wenn es das deutsche Bankensystem schafft, dem Mittelstand mit flexiblen Lösungen Zugang zu allen relevanten Produkten zu verschaffen, die es erlauben, sich am Kapitalmarkt oder mit kapitalmarktnahen Produkten risikogerecht und effizient zu finanzieren, dann hat dies Zukunft.

Letztlich geht es um die klassischen Funktionen, die ein Finanzsystem für eine Volkswirtschaft möglichst effizient erfüllen muss:

1. **Mobilisierung von Sparkapital:** Der Anteil des Bruttoinlandsprodukts, der in produktive Investitionen geleitet wird, ist ein zentral wichtiger Faktor für anhaltendes Wirtschaftswachstum.
2. **Allokation des Kapitals für Investitionen:** Bei der Allokation von Kapital fungieren Finanzintermediäre als Mittler in einem Transformationsprozess, indem sie versuchen, die ihnen zur Verfügung gestellten finanziellen Ak-

tiva denjenigen Projekten zuzuführen, die die höchsten Renditen versprechen. Wie erfolgreich sie dabei sind, hängt ganz entscheidend von den Informationen ab, die ihnen hierbei zur Verfügung stehen.

3. **Fristentransformation:** Finanzmärkte sollen die oft kurzfristigen Präferenzen von Sparern mit i. d. R. langfristigen Kreditwünschen von Firmen kombinieren, indem sie Sparkapital in geeigneter Weise bündeln.
4. **Liquiditätstransformation:** Finanzintermediäre, die in den Transformationsprozess eingeschaltet sind, können zum einen Bargeld in weniger liquide, dafür jedoch Ertrag bringende Vermögenspositionen umwandeln. Zum anderen können sie aber auch illiquide in liquide Mittel und sogar in Bargeld umwandeln.
5. **Risikotransformation:** Ein effizienter Finanzsektor muss sicherstellen, dass die mit innovativen Finanzprodukten verbundenen Risiken denjenigen Wirtschaftssubjekten zugeleitet werden, die sie am bereitwilligsten übernehmen. Dies gilt insbesondere für die hoch entwickelten Wertpapiermärkte der Futures und Optionen, die zahlreiche Möglichkeiten der Risikodiversifikation bieten.
6. **Unternehmenskontrolle:** Das „Screening“ der Kapitalnehmer durch Finanzintermediäre erhöht die Effizienz der

Kapitalallokation, bevor der Kapitaltransfer stattfindet; Informationen über Qualität und Risiko der zu finanzierenden Projekte werden beschafft. Nach dem Transfer findet ein „Monitoring“ bzw. eine Kontrolle des Kapitalnehmers statt.

Vor allem die beiden letzten Punkte spielen in Zeiten globaler Märkte eine immer wichtigere Rolle. Denn gerade bei den Funktionen Risikotransformation und Unternehmenskontrolle wird deutlich, dass die Bedeutung der Finanzmärkte nicht nur darin liegt, dass und wie hier große Finanzvolumina bewegt werden. Von zentraler Bedeutung ist vielmehr ihre Fähigkeit, das Kapital tatsächlich in die produktivste Verwendung zu lenken. Dafür sind allerdings Finanzprodukte notwendig, die die Investitionsrisiken je nach Risikoklasse und -art auf mehrere Schultern verteilen. Ihre Handelbarkeit, d. h. die Möglichkeit, dass der Investor zu jedem Zeitpunkt aus seinem Engagement aussteigen kann, ist die einfachste und wirkungsvollste Form der Mittelkontrolle in atomisierten Risikomärkten.

Wirtschaftswissenschaftliche Untersuchungen, die vor dem Hintergrund dieser klassischen Funktionen eines Finanzsystems die Auswirkungen verschiedener Finanzmarktmodelle analysieren, kommen je nach Land und Methodik zu unter-

schiedlichen Ergebnissen. Dennoch lassen sich mehrheitlich anerkannte Zusammenhänge feststellen.⁷

- Gut entwickelte Finanzsektoren tragen zum wirtschaftlichen Wachstum eines Landes bei (Hommel/Schmittat, 2005). Besonders anschaulich ist dies im Bereich der Innovationen. Unternehmer, die Innovationen auf dem Markt durchsetzen wollen, benötigen Ressourcen für die Forschung und Entwicklung, die Produktion und das Marketing. Die Eigenmittel reichen hierfür im Normalfall nicht aus (Gries/Wieneke, 2005).
- Wachsender Beratungsbedarf: Gerade in kleineren mittelständischen Unternehmen ist die erforderliche Fachkompetenz für die Beurteilung und Lösung von Finanzierungsproblemen nicht immer vorhanden. Der Markt für Finanzierungsprodukte ist aber komplex und verändert sich dynamisch. Daher wächst bei den Unternehmen der Be-

darf an finanzwirtschaftlicher Beratung (Schiller/Bitz/Rubarth, 2005).

- Kreditinstitute werden ihr Beratungsangebot im Rahmen von Financial Engineering und Corporate Finance für mittelständische Unternehmen weiter ausbauen. Dabei sollten Finanzierungsalternativen zum klassischen Bankkredit nicht mehr nur als Konkurrenzprodukte betrachtet werden, sondern als notwendige Ergänzungen. Kreditinstitute werden sich im Zuge dieser Disintermediation vom klassischen Anbieter von Fremdkapital zum Vermittler innovativer Finanzdienstleistungen und zum Berater des Mittelstands wandeln. Die diversen Produktangebote der Mezzanine-Finanzierung (bspw. Genussrechtskapital, Wandel- und Optionsanleihen, Gesellschafterdarlehen etc.) und die Verbriefung von Forderungen mittels Asset-backed Securities werden für ihr Geschäft immer mehr an Bedeutung gewinnen (Schiller/Bitz/Rubarth, 2005).
- Wachstum braucht Risikokapital: Gerade in der Wachstumsfinanzierung können Mezzanine-Finanzierungen das Spektrum der angebotenen Finanzierungsformen erweitern. Ebenso wichtig ist Venture Capital, das als Finanzierungsinstrument von Innovationen und Geschäftsideen in den USA einen wesentlich höheren Stellenwert hat als in Deutschland (das Verhältnis der VC-Investitionen zum Bruttoinlandsprodukt ist um 300 bis 400 Prozent größer). Auch im Vergleich zu europäischen Ländern besteht Aufholbedarf. In den USA wachsen Unternehmen, die durch Venture Capital unterstützt

werden, schneller als nicht unterstützte Unternehmen und schaffen dabei wesentlich mehr Arbeitsplätze. Dies verdeutlicht die enorme Bedeutung der Wachstumsfinanzierung (Hommel/Schmittat, 2005).

- Da die Beschaffung von Kapital für Unternehmen zu einem kritischen Faktor wird, wird dem Finanzmanagement in mittelständischen Unternehmen in Zukunft eine größere Bedeutung zukommen. In diesem Zusammenhang stellen die Informationspolitik und die Risikotransparenz gegenüber potenziellen Kapitalgebern wichtige Instrumente zur Kapitalbeschaffung dar (Schiller/Bitz/Rubarth, 2005).
- Messbare Effekte: Zwischen der Entwicklung der Finanzsektoren und dem wirtschaftlichen Wachstum einer Volkswirtschaft kann man in empirischen Untersuchungen quantitativ einen Zusammenhang ermitteln. Volkswirtschaften, deren Finanzsektoren das gesamte Spektrum vom Bankkredit über Asset-backed Securities, Mezzanine, Venture Capital und Kapitalmärkte anbieten, erzielen im Durchschnitt ein höheres Wirtschaftswachstum (Hommel/Schmittat, 2005; Levine/Zingales, 2003).
- Nach einer Untersuchung von Wachtel (2003) ist bei einer Ausweitung der Aktivitäten und der Tiefe des Finanzsektors um zehn Prozentpunkte – besonders in Ländern mit geringer Inflationsrate – ein Anstieg der Wachstumsrate von 0,6 bis ein Prozent pro Jahr möglich, über einen Zeitraum von fünf Jahren sogar von drei bis fünf Prozent.

⁷ Im Anhang haben wir 20 Thesen ausformuliert, in denen wir die Ergebnisse der aktuellen Wirtschaftsforschung, ergänzt um eigene Recherchen, ausführlicher darstellen. Die folgenden wirtschaftswissenschaftlichen Institutionen, Lehrstühle und Forschungsteams haben uns durch die Zusendung ihrer Beiträge und Thesenpapiere unterstützt. Dazu gehörten: Prof. Dr. Heiner Brockmann, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, Technische Fachhochschule Berlin, Prof. Dr. Thomas Gries und Research Assistant Axel Wieneke, Lehrstuhl für internationale Wachstums- und Konjunkturtheorie, Universität Paderborn; Prof. Ulrich Hommel, Ph. D., und Doctoral Candidate Johannes Schmittat, Stiftungslehrstuhl für Unternehmensfinanzierung und Kapitalmärkte, European Business School, Oestrich-Winkel; Prof. Dr. Bettina Schiller und die Research Assistants Christoph Bitz und Christian Rubarth, Lehrstuhl für Finanzwirtschaft und Bankbetriebslehre, Universität Paderborn.

4) Die Mittelstandsbefragung – Trends und Perspektiven

Um den Zusammenhang zwischen Wachstum und Finanzierung zu untermauern und die Schätzungen der Wirtschaftsforschung auch empirisch zu belegen, hat die Universität Paderborn im Auftrag von Luther und Ernst & Young im Zeitraum Januar bis Februar 2005 insgesamt 1.000 mittelständische Unternehmen im Bundesgebiet telefonisch interviewt. Gefragt wurde u. a. nach der Häufigkeit und der Intensität, mit der die Unternehmen aktuell neue Finanzierungsinstrumente einsetzen, aber auch danach, wie ihre Pläne für die Zukunft aussehen. Fazit: Mehr als 98 Prozent der befragten Unternehmen setzen nach wie vor herkömmliche Finanzierungsformen⁸ ein, nahezu 33 Prozent sogar ausschließlich. Mehr als 67 Prozent der Befragten nutzen hingegen bereits innovative Finanzierungsinstrumente⁹, 1,7 Prozent sogar ausschließlich.¹⁰

Zwei große Gruppen: Deutlich mehr als die Hälfte der befragten 1.000 Unternehmen nutzen eine Kombination aus beiden Finanzierungsformen, nämlich 65,8 Prozent. Sie bilden die größte Gruppe, gefolgt von denen, die ausschließlich auf klassische Instrumente setzen. Die nachfolgende Abbildung stellt die Verteilung dar:

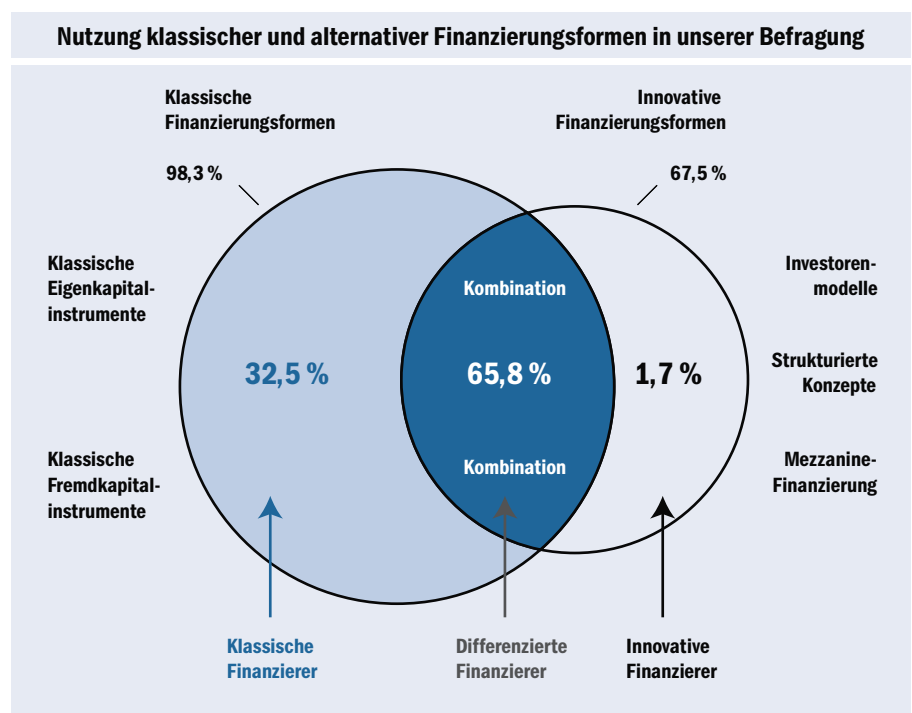


Abbildung 11: Nutzung klassischer und alternativer Finanzierungsformen in unserer Befragung

⁸ Dazu gehören in unserer Untersuchung klassische Eigenkapitalinstrumente, wie z. B. die Finanzierung aus einbehaltenen Gewinnen, aus Abschreibungen und/oder Rücklagen sowie aus Gesellschaftereinlagen, ebenso wie klassische Fremdkapitalinstrumente, wie z. B. Darlehens(re-)finanzierungen über Banken, Factoring und Leasing.

⁹ Dazu zählen wir in unserer Befragung sowohl Investorenmodelle (Private Equity, Börsengang, Verkauf von Unternehmensteilen und Joint Ventures) als auch Mezzanine-Finanzierungsformen (Genussrechte, Wandel- oder Optionsanleihen und partiarische Darlehen) und darüber hinaus strukturierte Konzepte (Akquisitionsfinanzierungen, Verbriefungen und Projektfinanzierungen).

¹⁰ Aufgrund der geringen Anzahl der Unternehmen, die nach eigenen Angaben ausschließlich über innovative Finanzierungsformen finanzieren, wird diese Gruppe im Folgenden nicht weiter berücksichtigt; empirisch gesicherte Aussagen konnten wir aufgrund der geringen Fallzahl nicht treffen.

Klassische Finanzierer, insgesamt 32,5 Prozent der Befragungsteilnehmer, finanzieren ausschließlich über traditionelle Eigenkapital- und Fremdkapitalinstrumente. Dazu gehören sowohl die Finanzierung aus Abschreibungen und Rücklagen, einbehaltenen Gewinnen und Gesellschaftereinlagen als auch Finanzierungen über Darlehen, Factoring und Leasing. Überdies greifen diese Unternehmen ver-

stärkt auf öffentliche Förderprogramme zurück.

Differenzierte Finanzierer hingegen bewegen sich im Spannungsfeld zwischen traditioneller Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung und innovativer Kapitalmarktfinanzierung. Zu ihnen zählen 65,8 Prozent der befragten Unternehmen. Sie verfolgen bei ihrer Finanzmittelbeschaffung

eine Strategie der Diversifizierung und kombinieren klassische Eigen- und Fremdkapitalinstrumente mit Investorenmodellen¹¹, Mezzanine-Finanzierungen¹² und strukturierten Konzepten¹³.

Besonders interessant erschien uns die Frage: Wachsen Unternehmen, die über eine Kombination aus herkömmlichen und innovativen Finanzierungsformen finanzieren, besser als solche, die ausschließlich über klassische Eigen- und Fremdkapitalinstrumente finanzieren?

Dazu hat die Universität Paderborn die Daten aller telefonisch erhobenen Interviews mit den jeweils zugehörigen Umsatzzahlen der Unternehmen aus den Jahren 2001 bis 2004 laut MARKUS-Datenbank¹⁴ verknüpft. Das Ergebnis: Unternehmen, die eine Kombination aus klassischen und innovativen Finanzierungsformen verwenden, sind in den Jah-

ren von 2001 bis 2004 insgesamt um 8,6 Prozent gewachsen.¹⁵ Dahingegen sind Unternehmen, die sich ausschließlich über klassische Instrumente finanzieren, um 2,9 Prozent geschrumpft.¹⁶

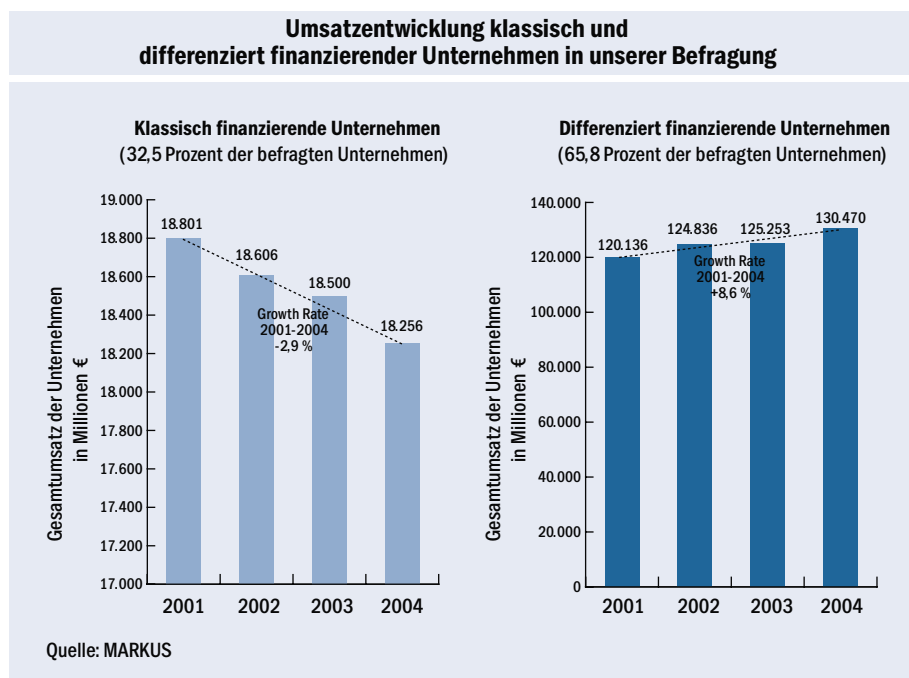


Abbildung 12: Umsatzentwicklung klassisch und differenziert finanzierender Unternehmen in unserer Befragung

Extrapoliert man diese Ergebnisse auf die Entwicklung der deutschen Volkswirtschaft, dann lässt sich eine interessante Prognose stellen. Denn wenn diejenigen Unternehmen, die bislang traditionelle Finanzierungsinstrumente in Anspruch ge-

nommen haben, differenzierte Strategien wählen würden, dann würde – parallel zum Wachstum dieser Unternehmen – die Wirtschaft in der Bundesrepublik Deutschland um schätzungsweise jährlich 0,55 Prozentpunkte zusätzlich wachsen.¹⁷

¹¹ Dazu zählen wir die Finanzierung über Private Equity bzw. einen strategischen Investor, den Börsengang, den Verkauf von Unternehmensteilen und Joint Ventures.

¹² Hierzu gehören Finanzierungen über Genussrechte, Wandel- und Optionsanleihen und partiarische Darlehen.

¹³ Strukturierte Konzepte beinhalten Akquisitionsfinanzierungen, Verbriefungen und Projektfinanzierungen.

¹⁴ Die MARKUS-Datenbank aus dem Haus Bureau van Dijk beinhaltet Finanzdaten von Creditreform zu rund 920.000 Unternehmen in Deutschland und Österreich.

¹⁵ Gemessen wurde das Wachstum anhand der Umsatzwachstumsrate der befragten Unternehmen in den Jahren 2001/2002, 2002/2003 und 2003/2004 (Quelle: MARKUS-Datenbank).

¹⁶ Zur Überprüfung der Güte unserer Untersuchung haben wir alle Daten einer Varianzanalyse unterzogen. Mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit von weniger als einem Prozent besteht ein deutlicher Zusammenhang zwischen der Finanzierungsform und den Umsatzwachstumsraten in den Jahren 2001/2002, 2002/2003 und 2003/2004.

¹⁷ Berücksichtigt wurden Unternehmen mit einem jährlichen Umsatz zwischen 10 und 100 Millionen €, da diese den Schwerpunkt der vorliegenden Studie bildeten. Laut Statistischem Bundesamt gehörten im Jahr 2003 insgesamt 32.355 Unternehmen dieser Gruppe an (www.destatis.de). Durch die Einbeziehung weiterer Größenklassen lässt sich dieser Effekt sogar noch weiter verstärken. Zur ausführlichen Berechnung, siehe Anhang 2.

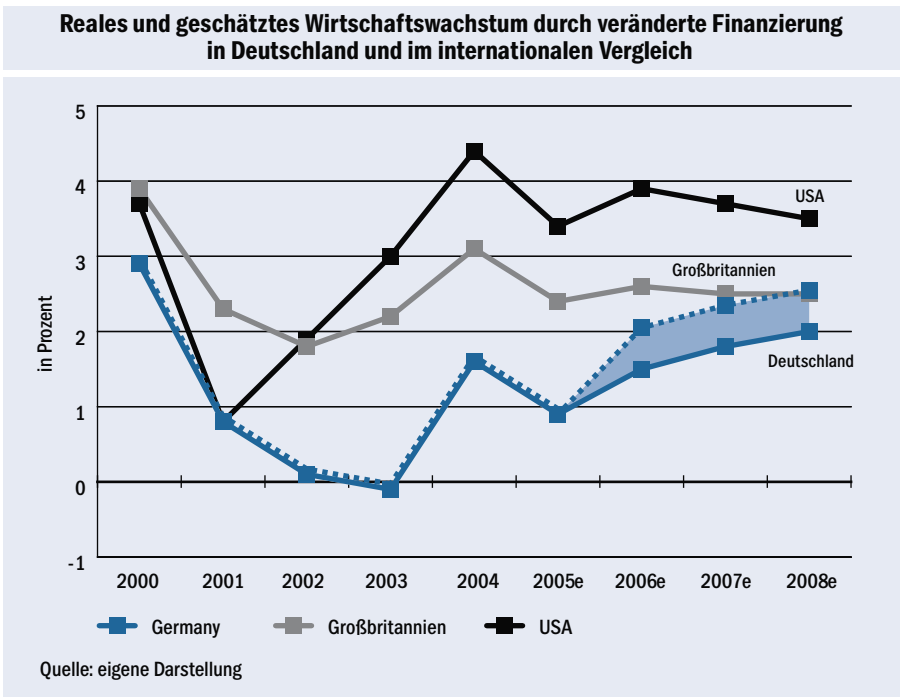


Abbildung 13: Reales und geschätztes Wirtschaftswachstum durch veränderte Finanzierung in Deutschland und im internationalen Vergleich

Wachstumstreiber Transparenz: Von den differenziert finanzierenden Unternehmen gaben nur 8,3 Prozent an, dass Informationsbedürfnisse der Kapitalgeber zu den wesentlichen Schwierigkeiten bei Finanzierungen gehören. Für sie ist Transparenz also selbstverständlich: Mit weit überwiegender Mehrheit von 78,2 Prozent haben sie damit keinerlei Probleme. Zudem ist Finanzierung ein zentrales Element ihrer Wachstumsstrategie. Bei den klassisch finanzierenden Firmen ist es umgekehrt: Für genau die Hälfte von ihnen, nämlich 50 Prozent, gehört dieser Bereich zu den wesentlichen Problemfeldern, nur 25 Prozent betrachten ihn als völlig oder weitgehend unproblematisch.

Dies offenbart deutlich eine nicht zu unterschätzende Wachstumsbremse, auf betrieblicher Ebene wie in der Gesamtwirtschaft. Wenn die Unternehmen nicht transparenter werden und ihre finanziellen Daten professionell für Investoren aufbereiten, bleiben große Potenziale ungenutzt. Denn entweder findet sich für gute Ideen und Projekte gar kein Finanzier oder die Finanzierung wird teurer, weil entweder zum eigentlich marktgerechten Preis ein Risikozuschlag aufgrund finanzieller Intransparenz hinzukommt oder ein nicht darstellbarer Eigenkapitalanteil eingefordert wird.

Transparenz ist also ein Wachstumstreiber, und damit haben die Unternehmen des Mittelstands einen wesentlichen Schlüssel

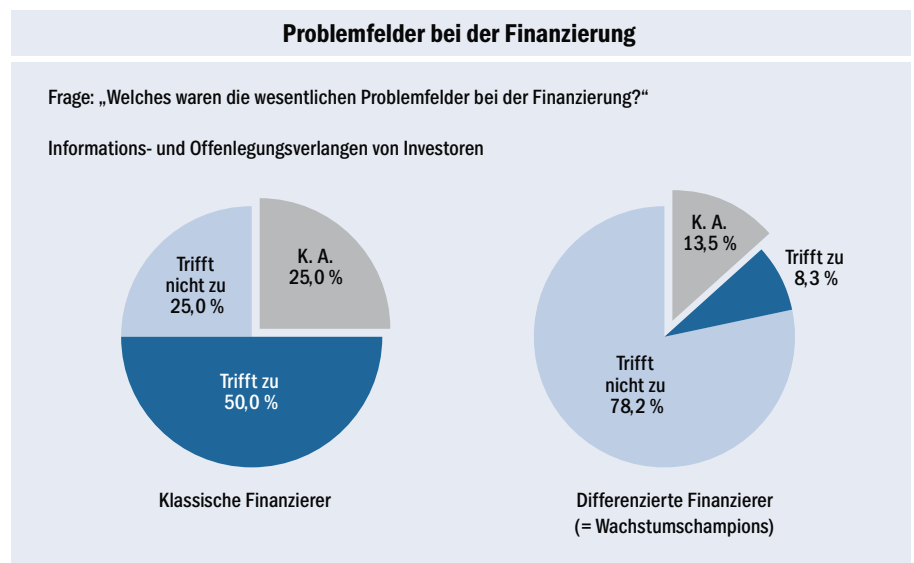


Abbildung 14: Der Zusammenhang zwischen Informationsverhalten und Wachstum

für zukünftigen Erfolg selbst in der Hand. Sie müssen bereit sein, Kapitalgebern mehr Einblick in ihre finanziellen Verhältnisse zu gewähren als bisher, und dafür vor allem die Aufbereitung interner Daten deutlich verbessern.

Datenaufbereitung: In der Praxis zeigt sich immer wieder, dass mangelnde Transparenz eines der größten Hindernisse beim Einsatz moderner Finanzierungstechniken ist. Wenn Risiken marktgerecht bepreist werden sollen, um den am besten geeigneten Investor finden zu können, müssen sie für ihn bzw. für seine Agenten nachvollziehbar sein. Die Ratingagenturen spielen hier eine wichtige Rolle. Unternehmen, die die Chancen eines professionellen Ratings nicht erkennen, laufen Gefahr, die gesparten Ratingkosten an anderer Stelle doppelt und dreifach wieder zu verlieren. Denn wenn Risiken nicht klar quantifizierbar sind, fordert der Markt zum Ausgleich Preisauflschläge.

Darum sollten die Wirtschafts- und Unternehmensverbände im deutschen Mittelstand ihren Mitgliedsfirmen die Angst vor dem

Blick Dritter in die Bücher nehmen und ihnen helfen, sich Kapitalgebern gegenüber optimal zu präsentieren. Wenn es etwas vom angelsächsischen Modell zu lernen gibt, dann ist es die dort weit entwickelte und als weitgehend problemlos wahrgenommene Bereitschaft, sich für die Informationsbedürfnisse von Investoren zu öffnen.

Damit ist eine der zentralen Erkenntnisse der Studie auf den Punkt gebracht. Im Folgenden sollen nun die Erhebungsmethode

und die weiteren Ergebnisse im Detail beschrieben werden.

a) Die befragten Zielgruppen

Die befragten 1.000 Unternehmen lassen sich in vier Industriegruppen klassifizieren, nämlich Bau, Dienstleistung, Industrie und Handel. Besonders stark vertreten sind Unternehmen aus dem Handel. 500 Unternehmen lassen sich diesem Segment zuordnen.

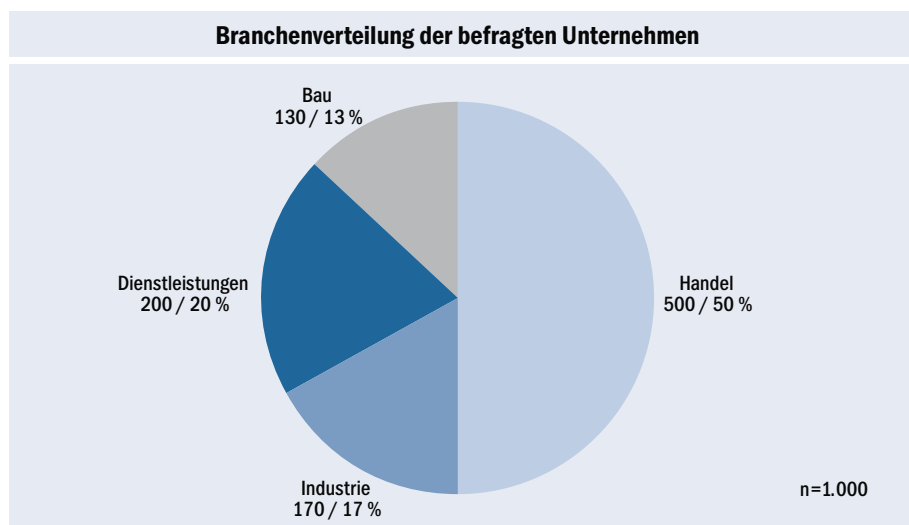


Abbildung 15: Die Branchenverteilung der befragten Unternehmen

Von den befragten Unternehmen erzielten im letzten Jahr 37 einen Umsatz von weniger als zehn Millionen Euro (Kleinunternehmen). 250 Unternehmen erwirtschaften einen Umsatz von mehr als 50 Millionen Euro (Großunternehmen). Die mittlere Gruppe, die Umsätze zwischen zehn und 50 Millionen Euro erzielte, repräsentiert mit 713 Unternehmen die größte Gruppe in unserer Befragung.

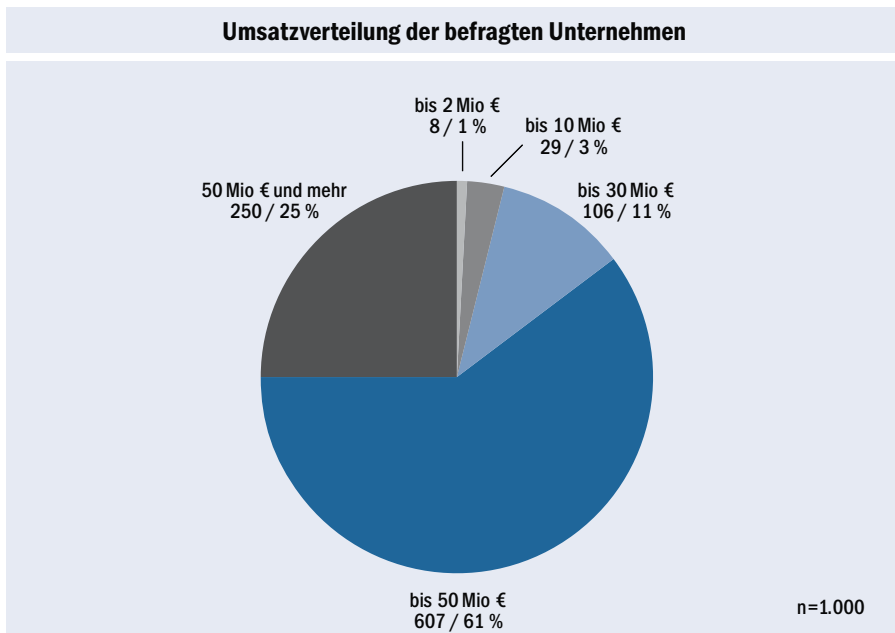


Abbildung 16: Die Umsatzverteilung der befragten Unternehmen

Mit 581 Unternehmen firmiert der weitaus größte Teil der Befragten in der Rechtsform der GmbH, gefolgt von der GmbH & Co. KG, die 316 Unternehmen als Rechtsform aufweisen. Entsprechend gering ist

die Anzahl anderer Rechtsformen wie der Aktiengesellschaft mit 28 Unternehmen, der Kommanditgesellschaft mit 25 sowie der KGaA, zu der nur sechs Unternehmen in unserer Stichprobe zählen.

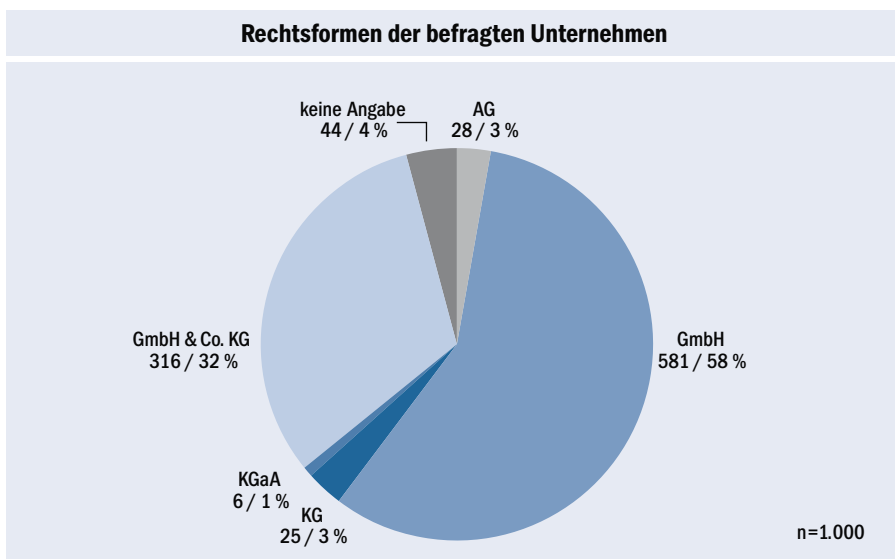


Abbildung 17: Übersicht über die Rechtsformen der befragten Unternehmen

Der größte Teil der von uns befragten Unternehmen lässt sich somit dem Mittelstand zuordnen. Dies wird zum einen an dem hohen Prozentsatz der entsprechenden Rechtsformen deutlich: 58 Prozent der von uns befragten Unternehmen sind GmbHs und 32 Prozent GmbH & Co. KGs. Zum anderen zeigt sich die hohe Anzahl mittelständischer Unternehmen am Umsatz, der sich größtenteils zwischen 10 und 100 Millionen. Euro bewegt. Schließlich spiegelt auch der geringe Anteil von nur 23 börsennotierten Unternehmen die Tatsache wider, dass die mittelständische Wirtschaft den größten Teil der von uns befragten Gesellschaften stellt. Bei den von uns befragten börsennotierten Gesellschaften sind alle Börsensegmente vom DAX 30 über den TecDax und MDAX bis hin zum S-DAX vertreten.

Von ihrer Größe, Rechtsform und Branchenzugehörigkeit her decken die befragten Unternehmen das Segment des gehobenen Mittelstands bis hin zu großen Konzernen ab. Insgesamt beschäftigt diese Gruppe in Deutschland rund 15,4 Millionen Mitarbeiter. Damit kann sie als eines der wichtigsten Zugpferde der deutschen Wirtschaft bezeichnet werden. Ihr Anteil am Bruttoinlandsprodukt beträgt rund 73 Prozent. Mit 83.724 Betrieben in nahezu 100 Branchen spiegelt diese Gruppe darüber hinaus die Vielfalt der deutschen Wirtschaft wider (Bundesagentur für Arbeit, Stand 30. Juni 2004).

Die Befragung wurde bundesweit in allen 16 Bundesländern durchgeführt. Je Bundesland wurden mindestens 60 Unternehmen befragt. Größere Bundesländer wurden mit einer größeren Fallzahl berücksichtigt. Maximal wurden 68 Interviews pro Bundesland erhoben.

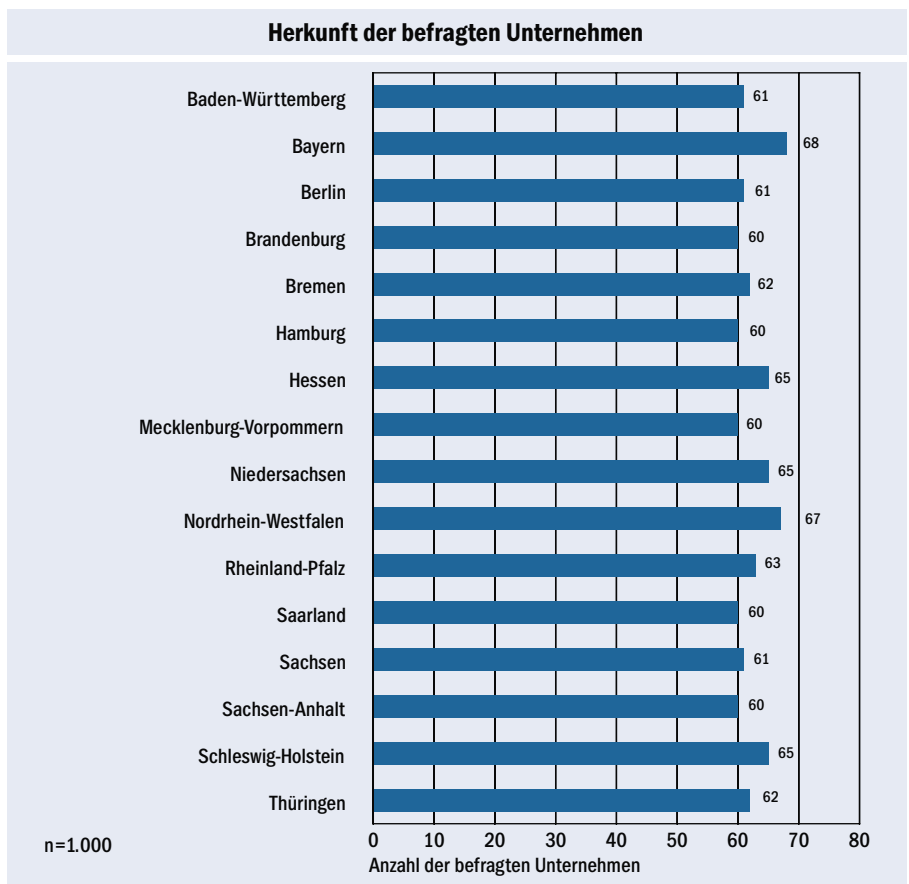


Abbildung 18: Herkunft der befragten Unternehmen

b) Die Ergebnisse

Wie finanziert der Mittelstand heute und in Zukunft? Welche Finanzierungsformen werden langfristig das Bild bestimmen? Sind strukturierte und Mezzanine-Finanzierungen dem angloamerikanischen Vorbild folgend auch hierzulande auf dem Vormarsch? Dies waren die wesentlichen Fragen, die wir in unserer bundesweiten Untersuchung stellten.

Die Ergebnisse der Befragung belegen, dass sich der deutsche Mittelstand nicht mehr ausschließlich auf den klassischen

Kredit der Hausbank verlässt, wenn es darum geht, eigenes Wachstum zu finanzieren oder Auslandsmärkte zu erschließen. Zwar wird der Kredit auch zukünftig den Kern der Fremdfinanzierung bilden, allerdings gewinnen alternative Ergänzungen immer mehr an Bedeutung.

Nach wie vor stellt in Deutschland die klassische Eigenkapitalfinanzierung, und hier insbesondere die Finanzierung aus einbehaltenen Gewinnen, durch Abschreibungen und Rücklagen, die bevorzugte Quelle der mittelständischen Finanzierung dar.

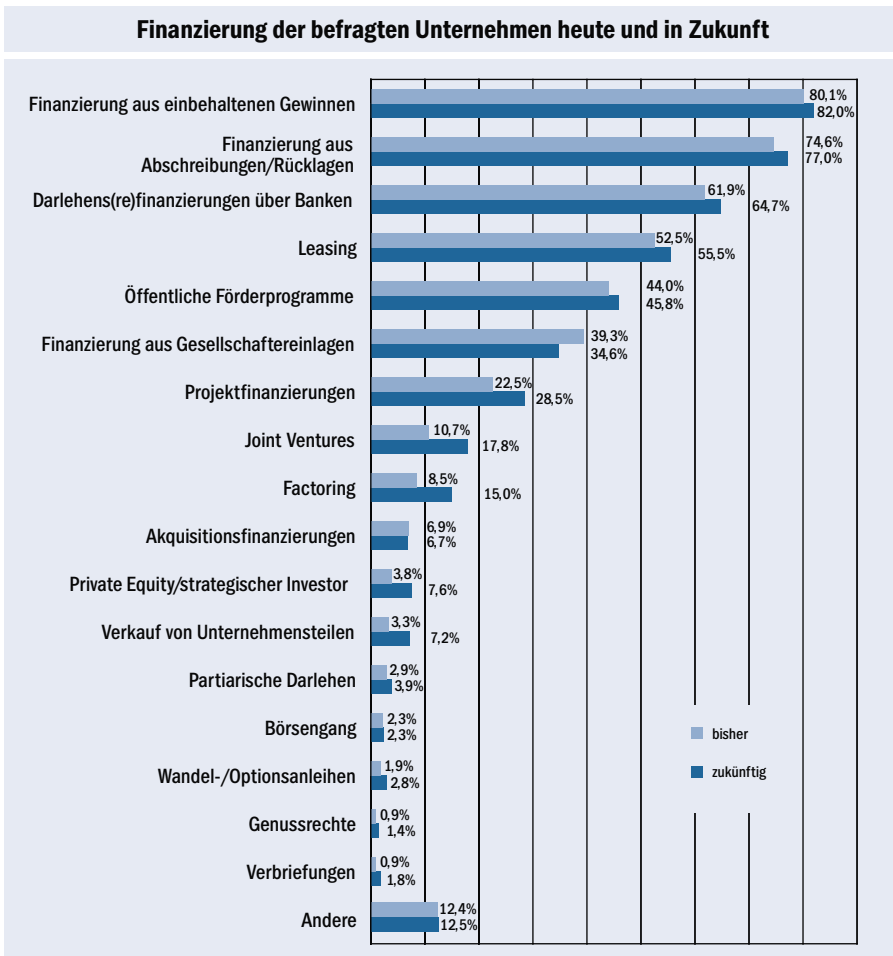


Abbildung 19: Finanzierung der befragten Unternehmen heute und in Zukunft

Mehr als 80 Prozent der Unternehmen gaben an, bisher die Finanzierung aus einbehaltenen Gewinnen genutzt zu haben. Daran wird sich auch in absehbarer Zukunft nicht viel ändern. Denn 82 Prozent der Unternehmen wollten diese Form der Finanzierung auch weiterhin nutzen. Ein ähnliches Bild ergibt sich bei der Finanzierung aus Abschreibungen beziehungsweise aus eigenen Rücklagen. Insgesamt 77 Prozent der Unternehmen gaben an, diese Form der Finanzierung auch in Zukunft wählen zu wollen, wobei

74,6 Prozent der Unternehmen die Abschreibungen oder Rücklagen bereits in der Vergangenheit für neue Investments genutzt hatten.

Ein ebenso aufschlussreiches Bild ergibt sich bei der Nutzung von Fremdfinanzierungsmöglichkeiten. Zunächst ist festzuhalten, dass die klassischen und etablierten Instrumente hier bei weitem überwiegen und in sogar Zukunft zulegen werden. So gaben nahezu 62 Prozent der Unternehmen an, dass die Darlehensfinanzie-

rung über Banken ein wesentlicher Baustein ihrer bisherigen Finanzplanung sei, wobei 64,7 Prozent aller Befragten angab, diese Finanzierungsform in Zukunft auszubauen. Ein ähnlicher Trend – wenn auch auf etwas geringerem Niveau – zeigt sich beim Thema Leasing. 52,5 Prozent der von uns befragten Unternehmen nutzen schon heute diese liquiditätsschonende Finanzierungsform, wobei 55,5 Prozent angaben, diese Finanzierungsform in Zukunft nutzen zu wollen.

Bemerkenswert hoch liegt der Anteil öffentlicher Förderprogramme an der Unternehmensfinanzierung. 44 bzw. 45,8 Prozent der Unternehmen antworteten, dass sie sowohl heute als auch in Zukunft öffentliche Fördermittel in Anspruch nehmen bzw. nehmen wollen.

Umbrüche, die erkennbar werden: Während sich auf der Basis unserer Untersuchungsergebnisse bei den bisher genannten Punkten keine wesentlichen Veränderungen im Finanzierungsverhalten ergeben werden, gibt es in anderen Bereichen auffallende Verschiebungen. Dies gilt zunächst für die Finanzierung aus Gesellschaftereinlagen, die in Zukunft deutlich abnehmen wird (39,3 Prozent bisher und 34,6 Prozent zukünftig). Inwieweit hierbei auch die aktuelle konjunkturelle Situation das Bild beeinflusst, weil mancher Gesellschafter eine Ausweitung seines eigenen Risikos im Hinblick auf die unsichere Entwicklung der Gesamtwirtschaft in naher Zukunft scheut, lässt sich nicht abschließend beurteilen.

Deutliche Zuwächse – wenn auch noch auf einem sehr geringen Niveau – lassen sich bei der Nutzung von Investorenmodellen erkennen. Alle abgefragten Finanzierungsformen, von Private Equity über Joint Ventures bis hin zum Verkauf von Unternehmensteilen, gewinnen zukünftig an Bedeutung. Mit einem Anstieg von 3,3 Prozent in der bisherigen Praxis auf 7,2 Prozent in der künftigen Planung beim Verkauf von Unternehmensteilen bleibt diese Form der Geldbeschaffung zwar noch relativ unbedeutend im Vergleich zu

anderen Möglichkeiten. Allerdings lässt dieser Punkt sowohl auf eine Bereinigung des bisherigen Portefeuilles als auch auf eine strategische Neuausrichtung schließen.

Ein ähnlich starkes Wachstum ist auch beim Factoring zu beobachten. So möchten die Unternehmen den Forderungsverkauf in Zukunft fast doppelt so häufig nutzen wie in der Vergangenheit. Gering bleibt hingegen die Zahl der Verbriefungen, wenngleich sich prozentual ein Anstieg von 100 Prozent ergibt.

Zwischenfazit: Den Ergebnissen der Befragung zufolge werden cashfloworientierte Finanzierungen wie die Projektfinanzierung, aber auch Verbriefungen erheblich an Bedeutung zunehmen, während die Finanzierung aus Gesellschaftereinlagen deutlich zurückgehen wird. Das spricht für ein gestiegenes Bewusstsein in den Unternehmen, dass eigenkapitalersetzende Formen gefunden werden müssen.

Aufschlussreich ist hierzu die Detailbetrachtung anhand der Finanzierungsvolumina.

Frage: Welches Volumen hatten Ihre Finanzierungstransaktionen in den vergangenen 5 Jahren im Durchschnitt, und wie sind Ihre Erwartungen in den kommenden 5 Jahren?

Durchschnittliches Volumen in Mio. €												
	Bisher		Zukünftig		Bisher		Zukünftig		Bisher		Zukünftig	
Finanzierungsalternativen	< 10	< 10	10 bis < 50	10 bis < 50	50 bis < 100	50 bis < 100	100 bis < 250	100 bis < 250	250 und darüber	259 und darüber		
Finanzierung aus einbehaltenen Gewinnen	71,2%	72,8%	6,5%	6,7%	2,4%	2,5%	-	-	-	-		
Finanzierung aus Abschreibungen/Rücklagen	70,4%	72,8%	2,8%	2,8%	0,9%	0,9%	0,5%	0,5%	-	-		
Darlehens(re)finanzierungen über Banken	56,7%	59,9%	3,3%	3,4%	1,0%	0,9%	-	-	0,9%	0,5%		
Leasing	51,1%	54,1%	0,9%	0,9%	0,5%	0,5%	-	-	-	-		
Öffentliche Förderprogramme	41,7%	43,3%	2,3%	2,5%	-	-	-	-	-	-		
Finanzierung aus Gesellschaftereinlagen	38,4%	32,7%	0,4%	1,4%	-	-	0,5%	0,5%	-	-		
Projektfinanzierungen	20,1%	25,5%	2,4%	2,5%	-	0,5%	-	-	-	-		
Andere	5,2%	5,3%	2,5%	2,5%	1,9%	1,9%	1,4%	0,9%	1,4%	1,9%		
Joint Ventures	9,3%	14,5%	-	1,9%	-	-	-	-	1,4%	1,4%		
Factoring	8,5%	15,0%	-	-	-	-	-	-	-	-		
Akquisitionsfinanzierungen	5,5%	5,3%	-	-	-	-	-	-	1,4%	1,4%		
Private Equity/strategischer Investor	2,4%	6,2%	-	-	0,5%	0,5%	-	-	0,9%	0,9%		
Verkauf von Unternehmensteilen	2,8%	6,3%	-	0,9%	-	-	-	-	0,5%	-		
Partiarische Darlehen	2,9%	3,9%	-	-	-	-	-	-	-	-		
Börsengang	-	-	-	1,4%	0,9%	-	0,5%	-	0,9%	0,9%		
Wandel-/Optionsanleihen	1,0%	1,9%	-	-	-	-	-	-	0,9%	0,9%		
Genussrechte	0,9%	1,4%	-	-	-	-	-	-	-	-		
Verbriefungen	0,9%	1,8%	-	-	-	-	-	-	-	-		

Tabelle 3: Im Detail – Die Finanzierung der befragten Unternehmen heute und in Zukunft

So wird im Segment der Transaktionsgrößen von zehn Millionen Euro und darunter die Finanzierung aus Gesellschaftereinlagen an Bedeutung verlieren, während gerade in diesem Segment die Private-Equity-Finanzierung sowie der Verkauf von Unternehmensteilen deutlich zulegen werden. Dies zeigen ein Anstieg der Nennungen für Private Equity von bisher 2,4 Prozent auf künftig 6,2 Prozent und ein korrespondierender Anstieg beim Verkauf von Unternehmensteilen von 2,8 Prozent in der Vergangenheit auf 6,3 Prozent in der Zukunft.

Gerade im Bereich der Transaktionsvolumina von zehn Millionen Euro und darunter wird der dargestellte Wandel – Rückgang der Finanzierung über Gesellschaftereinlagen zugunsten von Verbriefungen und Projektfinanzierungen – noch einmal

deutlich unterstrichen, bestätigt sich aber in dieser Form nicht für höhere Transaktionsvolumina.

Auch Joint Ventures werden als Finanzierungsform zulegen. 9,3 Prozent der Unternehmen im Bereich der Transaktionsvolumina von zehn Millionen Euro gaben an, diese Finanzierungsform in der Vergangenheit genutzt zu haben, während über 14 Prozent der Unternehmen meinten, sie in Zukunft in Anspruch zu nehmen. Bei den Losgrößen zwischen zehn und 50 Millionen Euro scheint dieses Segment erstmals an Bedeutung zu gewinnen. Hierfür spricht, dass 1,9 Prozent der Unternehmen angaben, diese Finanzierungsform in Zukunft einzusetzen, während Joint Ventures in dieser Transaktionsgröße bisher noch keine Rolle gespielt haben.

Die geringe absolute Zahl von Nennungen für Finanzierungsvolumina über 50 Millionen Euro gibt einen deutlichen Aufschluss darüber, dass die Unternehmen in der aktuellen wirtschaftlichen Situation offenbar größere Investitionen scheuen. Hier konnten sich innovative Finanzierungsformen und die damit verbundenen Risikodiversifikationen bislang nicht als Alternativen zu den herkömmlichen Finanzierungsformen durchsetzen.

Sei es nun das fehlende Wissen um die Möglichkeiten dieses mit einer stärkeren Diversifikation der Finanzierungsformen verbundenen Effekts seitens der Entscheider oder die bislang unzureichende Informationspolitik der Finanzdienstleistungsbranche – die Ergebnisse der Unternehmensbefragung zeigen deutlich, dass hier ein echter Nachholbedarf besteht.

Exkurs: Liquiditätsnutzung bei Verbriefungen

Wofür nutzen die Unternehmen im Fall von Verbriefungen die zugeflossenen Mittel? Das Antwortverhalten der mittelständischen Entscheider auf diese Frage zeigt, dass die zusätzlichen Mittel ungefähr in gleichen Teilen für die Erhöhung der Betriebsmittel und für Investitionen verwendet werden. Ihr Einsatz zur Ablösung von Krediten – ob lang- oder kurzfristig – sowie zur Ausschüttung an Anteilseiner spielt dagegen eine geringere Rolle. Vor dem Hintergrund unserer Befragung deutet sich damit an, dass Verbriefungen künftig an Bedeutung gewinnen werden. Sie werden hauptsächlich dazu genutzt, Wachstum zu finanzieren.

Liquiditätsnutzung bei Verbriefungen

Frage: Falls Sie bereits an einem Programm zur Verbriefung von Forderungen teilgenommen haben, wofür haben Sie die zugeflossene Liquidität genutzt?

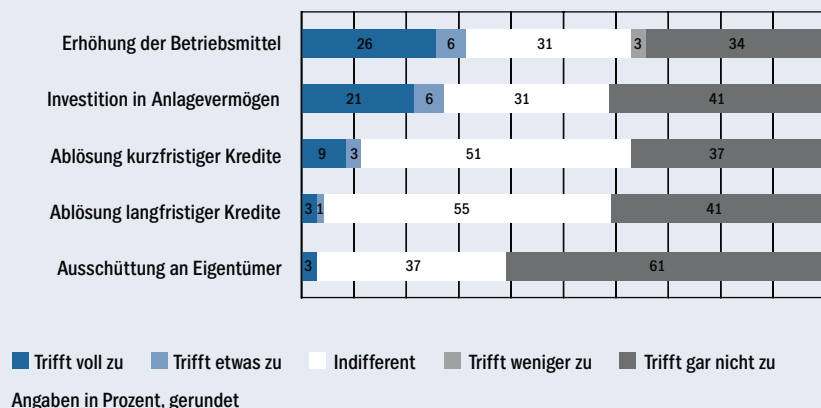


Abbildung 20: Liquiditätsnutzung bei Verbriefungen

Zielsetzungen und Problemfelder bei der Finanzierung

Welche Ziele verfolgt der Mittelstand mit seiner Finanzierung? Und welche Probleme hat er, wenn es um die Wahl der Finanzierung geht? Diese Fragen sollen – auf der Basis unserer Untersuchungsergebnisse – im Folgenden behandelt werden. In einem kleinen Exkurs soll darüber hinaus kurz auf die Bedeutung eines multidisziplinären Finanzberatungsansatzes für den Mittelstand eingegangen werden, bei dem neben den Hausbanken auch externe Finanzberater involviert sind. Schließlich soll auch der Frage nachgegangen werden, welche Beziehungen zwischen der Größe eines Unternehmens und der jeweiligen Finanzierungsform bestehen.

Zielsetzungen bei der Finanzierung: Aus der Gesamtanalyse der Zielsetzungen lassen sich zwei Hauptstränge erkennen, die die befragten Unternehmen bewegen. Das ist zum einen die Verringerung der Kosten einer Finanzierung und zum anderen die Verbesserung des Ratings.

Aber noch eines wird an dieser Stelle bereits deutlich: Eine gewisse Polarität, die sich aus der Gegenüberstellung der Ziele mit „sehr hohem“ und „sehr geringem“ Gewicht ergibt, zeigt, dass die Unternehmen ihre Finanzplanung auch künftig hauptsächlich auf die Aufnahme von Bankkrediten ausrichten. Dafür spricht einerseits die relativ hohe Bedeutung der Ratingverbesserung für die durchgeführten Finanzierungen. Gleich-

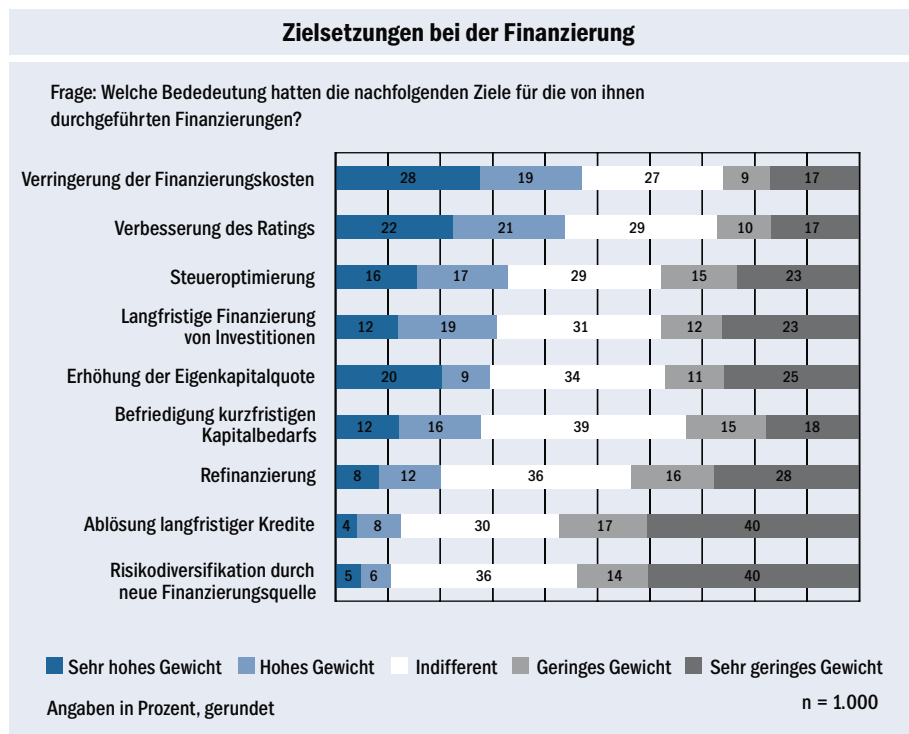


Abbildung 21: Zielsetzungen bei der Finanzierung

zeitig deutet dies darauf hin, dass Basel II mittlerweile als wirkliche Bedrohung wahrgenommen wird, die den Zugang zum Bankkredit durchaus erschweren kann.

Die Ablösung langfristiger Kredite und die Risikodiversifikation durch neue Finanzierungsquellen werden derzeit noch als zweitrangig betrachtet. Mehr als die Hälfte aller interviewten Unternehmen messen diesen Themen eine „sehr geringe“ oder „geringe“ Bedeutung bei. Dies lässt darauf schließen, dass die Möglichkeiten alternativer Finanzierungsformen noch keine große Rolle in den Überlegungen der Unternehmenslenker spielen.

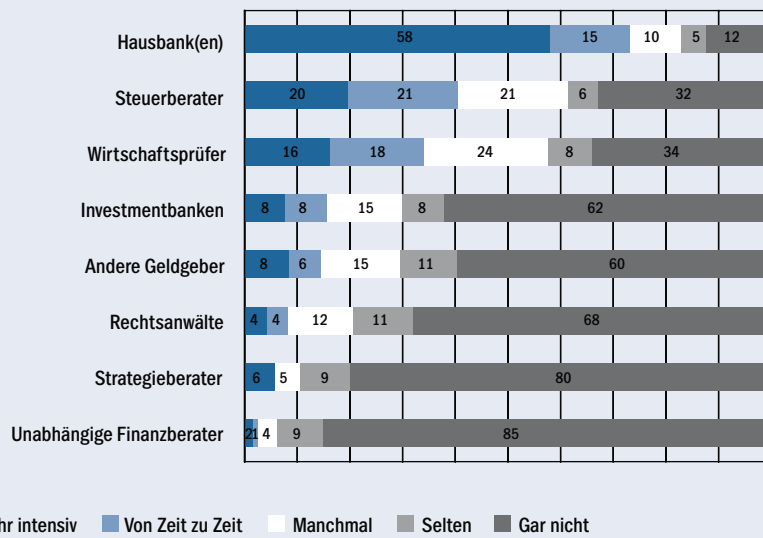
Zwei Thesen lassen sich daraus ableiten:

- 1) Mittelständische Unternehmen sind sich der Bedeutung innovativer Finanzierungsformen als (Wachstums-) Alternative zu herkömmlichen Finanzierungsmöglichkeiten noch nicht bewusst.
- 2) Die über Jahrzehnte gepflegte Beziehung zur Hausbank darf die Etablierung alternativer Finanzierungsformen nicht weiterhin erschweren.

Wie wichtig es ist, dass sich die Kreditwirtschaft nicht als Hüter des Bankkredits versteht, sondern zum Motor der Modernisierung in der deutschen Mittelstandsfinanzierung wird, lässt sich aus dem Antwortverhalten der Unternehmen auf die Frage: „Mit wem besprechen Sie Ihre Finanzierungsentscheidungen?“ ableiten.

Ansprechpartner in Finanzierungsfragen

Frage: Mit wem besprechen Sie Ihre Finanzierungsfragen?



Angaben in Prozent, gerundet

n = 1.000

Abbildung 22: Ansprechpartner in Finanzierungsfragen

Hier dominiert mit einem Anteil von über 70 Prozent der Antworten die eigene Hausbank. Steuerberater und Wirtschaftsprüfer als Ansprechpartner in Finanzierungsfragen belegen lediglich die Plätze 2 und 3. Optimierungen in der mittelständischen Unternehmensfinanzierung und Wachstum im Sinne des bereits dargestellten finanzdienstleistungsorientierten Ansatzes lassen sich somit nur über einen multidisziplinären Ansatz der Mittelstandsberatung in Finanzierungsfragen erzielen. Dieser Aspekt gewinnt umso mehr an Gewicht, als der Rat von spezialisierten und unabhängigen Finanzberatern bisher gar nicht oder nur äußerst selten eingeholt wird.

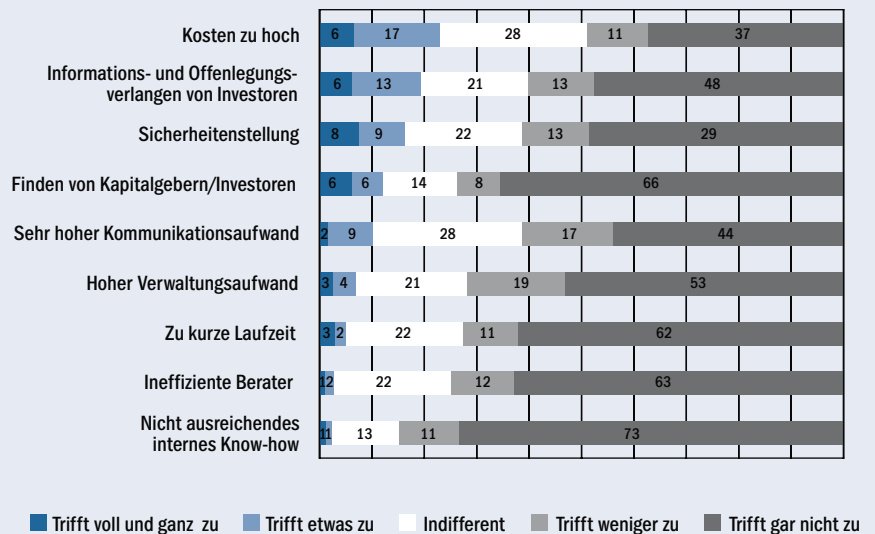
Problemfelder bei der Finanzierung: Welches waren die wesentlichen Problemfelder bei der Finanzierung? Weder „zu hohe Kosten“ noch die „Stellung von Sicherheiten“ oder das „Auffinden von Kapitalgebern/Investoren“ scheinen für die befragten Unternehmen ein echtes Problem darzustellen. Im Gegenteil: Mehr als 80 Prozent der Unternehmen schätzen ihr internes Know-how in Finanzierungsfragen als zumindest ausreichend ein.

Dieses zunächst überraschende Ergebnis legt zweierlei Vermutungen nahe:

- 1) Aus Sicht der mittelständischen Unternehmen gehört die Frage der Finanzierung nicht zu den drängenden Problemfeldern.

Problemfelder bei der Finanzierung

Frage: Welches waren die wesentlichen Problemfelder bei der Finanzierung?



Angaben in Prozent, gerundet

n = 1.000

Abbildung 23: Problemfelder bei der Finanzierung

- 2) Weitaus mehr als die Hälfte der befragten Unternehmen ist offenbar der Meinung, dass sich Probleme im Rahmen der Finanzierung durch ein aktives Finanzmanagement beziehungsweise durch den Rückgriff auf bereits am Markt vorhandene (Finanz-)Alternativen kaum beeinflussen lassen.

Zur Rolle und zum Einfluss von Banken und alternativen Finanzierungsgebern

Hausbanken sind nach wie vor der primäre Ansprechpartner in Sachen Unternehmensfinanzierung für den deutschen Mittelstand. Dies zeigen die Ergebnisse unserer Untersuchung deutlich. So besprechen mehr als 70 Prozent der von uns befragten Entscheider ihre Finanzierungsentscheidungen „intensiv“ oder zumindest „von Zeit zu Zeit“ mit ihrer Hausbank. Unabhängige Finanzberater spielen mit einer Nennung von weniger als fünf Prozent – noch – eine marginale Rolle.

Diese Situation scheint sich jedoch zu ändern: Jüngsten Prognosen der Wirtschaftsforschung zufolge sind die unabhängigen Finanzdienstleister auf dem Vormarsch. Diese Prognosen stimmen auch mit unseren Ergebnissen überein. 20,4 Prozent der befragten Entscheider sind der Meinung, dass der Einfluss der Hausbanken in Zukunft abnehmen werde.

Doch dies ist noch Zukunftsmusik. Aktuell ist die Hausbank nach wie vor die erste

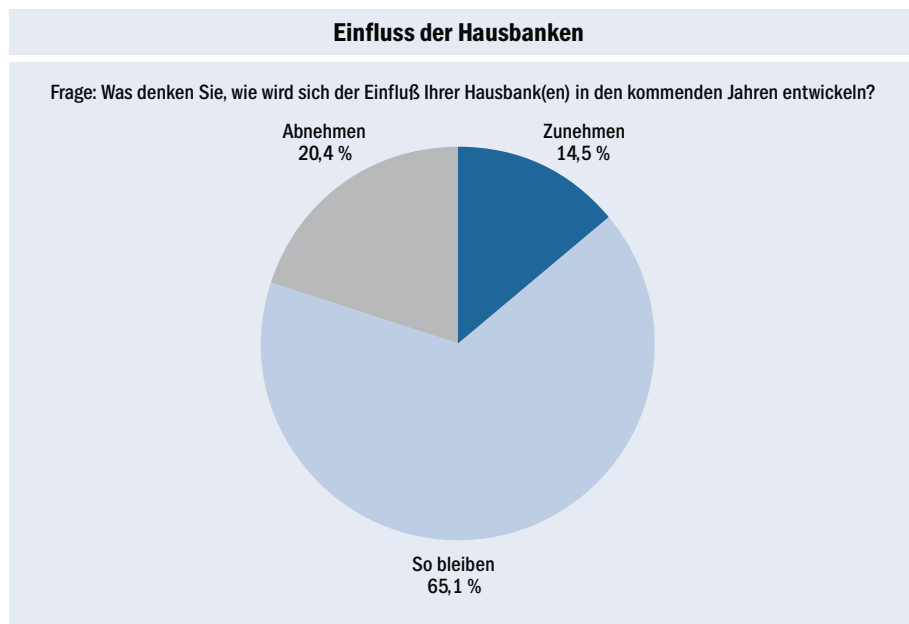


Abbildung 24: Schwindender Einfluss der Hausbanken?

Adresse, wenn es um Finanzierungsfragen geht. Viele Mittelständler scheinen den starken Einfluss, den die Bank auf sie ausübt, damit zu rechtfertigen, dass sie es immerhin mit einer „bekannten Größe“ zu tun haben. Und diese bekannte Größe scheinen sie „den großen Unbekannten“, d. h. den unabhängigen Finanzdienstleistern und den innovativen Finanzierungsformen, bei weitem vorzuziehen.

Dies korrespondiert auch mit dem Antwortverhalten der interviewten Unternehmen auf die Frage, wie sie den Einfluss der Anbieter innovativer Finanzierungsformen einschätzen. 272 bewerteten den möglichen Einfluss dieser Anbieter negativ, während ihn nur 242 positiv bewerteten. Dieses Ergebnis zeigt das schlechte Image,

das bankenunabhängigen Finanzierern offenbar anhaftet – mit der Konsequenz, dass das besondere Know-how, das die alternativen Anbieter innovativer Finanzierungsformen mitbringen, vom Mittelstand nicht wahrgenommen und genutzt wird.

Interessant ist aber, dass die Unternehmen gleichzeitig das Know-how der Banken im Hinblick auf die Nutzung innovativer Finanzierungsformen gering einschätzen. Mehr als 60 Prozent der befragten Unternehmen gaben an, dass der Einfluss bankexterner Finanzierer bei der Wahl und Nutzung alternativer Finanzierungsformen zunehmen werde.

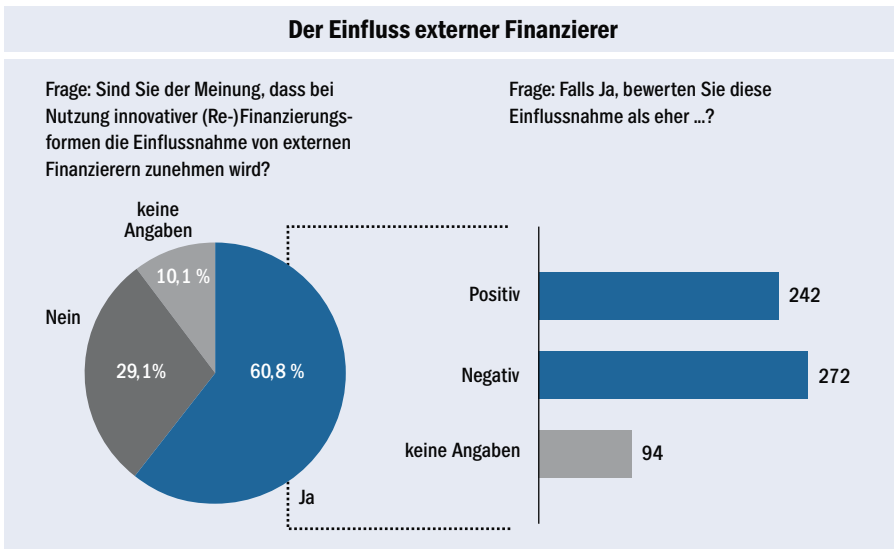


Abbildung 25: Der Einfluss externer Finanzierer

Dabei zeigen die Antworten unserer Untersuchung, dass die Unternehmen bei ihren Finanzierungsvorhaben sehr wohl an alternativem, bankenunabhängigem Know-how interessiert sind. Immerhin geben gut 25 Prozent der von uns befragten Unternehmen an, dass sie an einem Vergleich von Finanzierungsalternativen zum traditionellen Bankkredit interessiert seien. Etwa 23 Prozent wollen hierdurch ihr unternehmensinternes Finanzmanagement verbessern und etwa 17 Prozent erwarten durch die alternative Beratung eine Verbesserung ihrer kapitalmarktrelevanten Finanzinformationen.

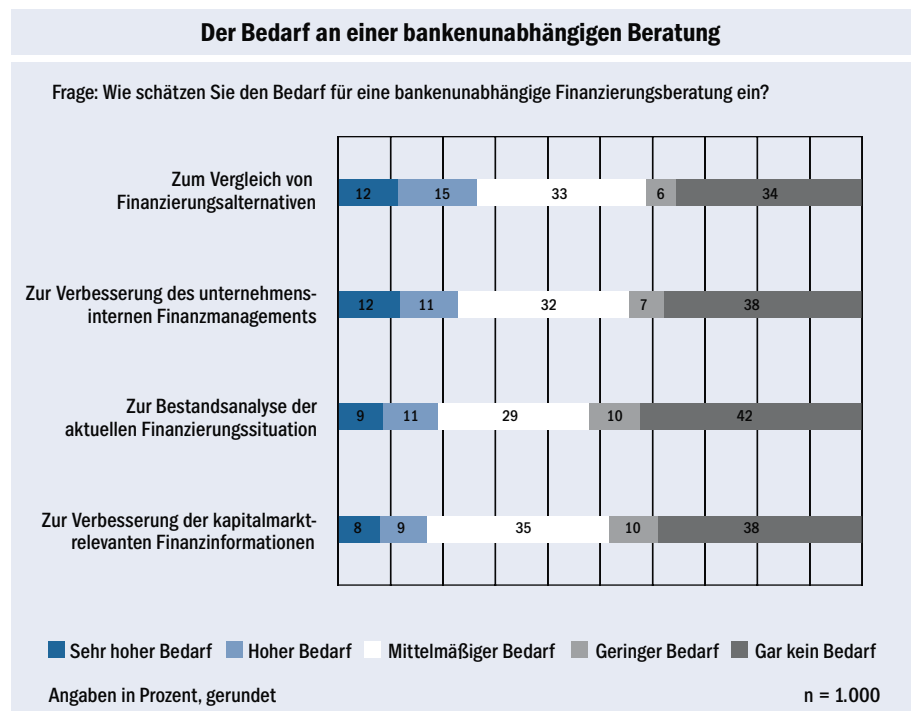


Abbildung 26: Der Bedarf an einer bankenunabhängigen Beratung

5) Finanzierungsalternativen nach Basel II – Veränderungen im Bankensektor

Nach der Analyse, welche Bedeutung das Finanzsystem für eine effiziente Versorgung der Wirtschaft mit Finanzierungsmitteln hat, und dem empirischen Blick auf die aktuellen Einschätzungen und Verhaltensweisen im deutschen Mittelstand soll nun betrachtet werden, wie die deutschen Banken und Sparkassen sich in der Vergangenheit verhalten haben und wie sie den neuen Herausforderungen konkret gerecht werden können.

Strukturkrise: Der weltweite Veränderungsdruck in der Finanzindustrie hat besonders in der deutschen Kreditwirtschaft strukturelle Schwächen offenbart. Dazu zählen massive Überkapazitäten im Filialbereich, ein stark fragmentierter Markt mit staatlich subventioniertem Bereich und ein infolgedessen unzureichendes Margen- und Profitabilitätsniveau aller deutschen Kreditinstitute im Vergleich zu den Banken im Ausland.

Gesamtwirtschaftliche Entwicklung: Die ausgedehnte konjunkturelle Stagnation der Jahre 2001 bis 2003 tat ein Übriges. Mit nachlassender Wirtschaftsaktivität und einbrechenden Kursen an den Aktienmärkten verschlechterten sich die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen und es kam zu außergewöhnlich hohen Kreditausfällen auf Seiten der Kapitalgeber.

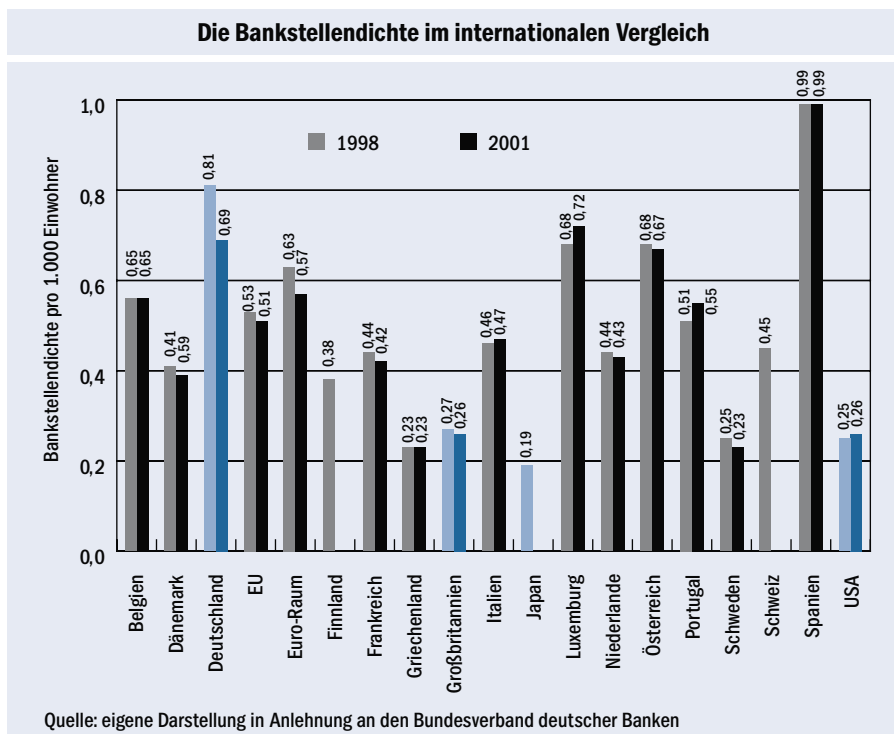


Abbildung 27: Die Bankstellendichte im internationalen Vergleich

Unbefriedigende Situation für Banken und Unternehmen: In Deutschland waren diese Entwicklungen stärker ausgeprägt als in anderen Ländern. Auf der einen Seite fehlte vielen mittelständischen Unternehmen aufgrund ihrer niedrigen Eigenkapitalquoten ein in dieser Lage notwendiger Risikopuffer, sodass der Zugang zu neuen Finanzmitteln erheblich schwieriger wurde. Auf der anderen Seite führte die Dominanz der Kreditfinanzierung zu einer Konzentration der Risiken bei den Banken, da diese die Kreditrisiken – anders als die Banken in anderen Ländern – zunächst nicht an den Kapitalmarkt weitergegeben haben. Dies hat sich erst in jüngster Zeit geändert, seit in größerem Umfang leistungsgestörte Kredite, so genannte „Non Performing Loans“, mit Abschlägen an

vornehmlich ausländische Investoren veräußert werden.

Effizienzsteigerung: Diese Erfahrung hat dem notwendigen Veränderungsprozess in der Kreditwirtschaft einen entscheidenden Schub gegeben. Die Konsolidierung der Bankenlandschaft schreitet voran und die Kreditinstitute sind dabei, durch Verschlankung ihrer Organisation und Industrialisierung von Prozessen ihre Kosten- und Ertragsprobleme zu lösen. Sie betreiben eine strategische Fokussierung und konzentrieren sich auf einzelne Geschäftsfelder, indem sie ihre knappe Ressource Eigenkapital in ihre ertragsstärksten Segmente lenken. Die bisherige Rechnung, mit Quersubventionierung ertragschwache durch ertragsstarke Geschäftsfelder zu

kompensieren, geht nicht mehr auf, wenn die Bank ihre Eigenkapitalrendite nicht unnötig schmälern will. Das heißt auch, dass jede Kreditvergabe an ein Unternehmen einzeln kalkuliert und nach Risiko- und Rentabilitäts Gesichtspunkten bewertet wird.

Risikoadäquate Preise: Insbesondere ist es am Kapitalmarkt agierenden Banken immer weniger möglich, langfristige Kredite zu Margen an ihre Kunden auszuliehen, die unterhalb der vom Kapitalmarkt geforderten Risiko-Refinanzierungssätze liegen. Hier ist die Kreditversorgung eine direkte Funktion des Preises. Das risikoadäquate Preis von Krediten wird sich daher zukünftig direkt aus den am Kapitalmarkt geltenden Refinanzierungsbedingungen für entsprechende Risiken ableiten. Dabei beschleunigt der Trend zur Absicherung von Kreditrisiken über Kreditderivate die Konvergenz der Preise für Kredite und Anleihen.

Basel II wird häufig als Ursache für eine Finanzierungskrise im deutschen Mittelstand stigmatisiert. Dieses Stigma ist unberechtigt. Basel II vollzieht nur aufsichtsrechtlich nach, was in den Kreditinstituten bereits Realität ist, und wirkt in Deutschland als Beschleuniger für die Einführung risikodifferenzierter Konditionen, die sich ohnehin auf Dauer durchsetzen würden. Alle Banken sind gezwungen, die eingegangenen Risiken genauer zu bewerten und risiko- und marktgerechte Konditionen zu verlangen. Der Preis für einen Kredit muss und wird künftig dem Risikogehalt des Geschäfts entsprechen.

Dabei wird es zu einer stärkeren Spreizung zwischen den Kreditmargen für sehr niedrige und sehr hohe Bonitätsrisiken kommen. Uniforme Kreditkonditionen gehören der Vergangenheit an.

den zunehmenden Einsatz von Absicherungsinstrumenten wird das Kreditgeschäft wieder stabilisiert. Auch die Stabilität der Finanzsysteme insgesamt wird damit nachhaltig gestärkt, weil die Sub-

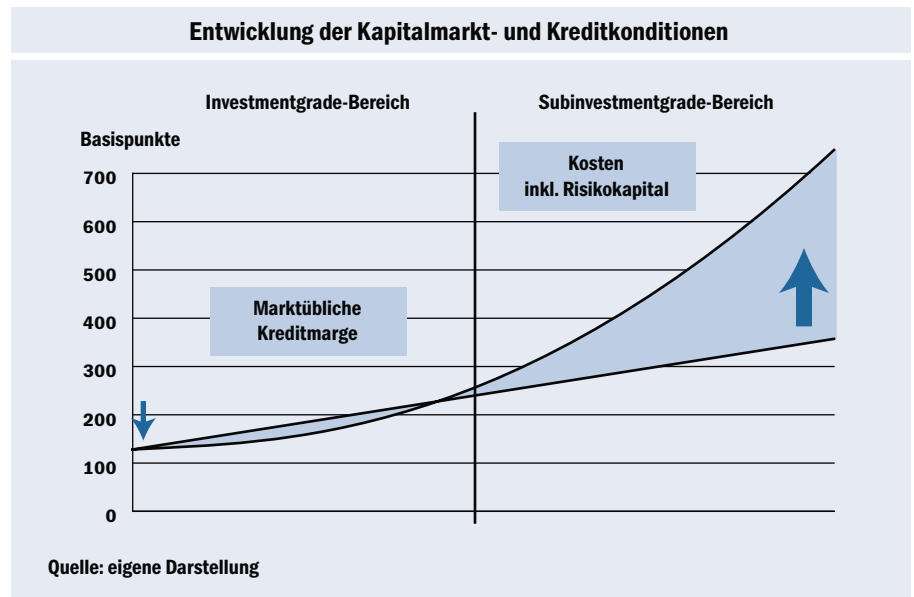


Abbildung 28: Entwicklung der Kapitalmarkt- und Kreditkonditionen werden sich künftig annähern

Ratingsysteme: Basel II bewirkt noch einen weiteren Impuls. Es wird die Entwicklung und Implementierung bankinterner Ratingsysteme beschleunigen und standardisieren. Hierdurch verbessern sich die Möglichkeiten der Banken, ihre Kreditrisiken zu beurteilen, Unternehmenskredite entsprechend risikoadäquat zu bepreisen und die Risiken später bei Bedarf zu verbrieften, am Kapitalmarkt zu platzieren oder über derivative Instrumente abzusichern.

Fließende Grenzen zwischen Kredit- und Kapitalmarktgeschäft: Durch eine risikoadäquate Bepreisung von Krediten und

ventionierung schlechter Kreditrisiken zulasten solcher mit geringer Ausfallwahrscheinlichkeit beseitigt wird. Gleichzeitig wird die Finanzierungsbasis der Unternehmen durch komplementäre Kapitalmarktprodukte und alternative Finanzierungsformen verbreitert. Kredit- und Kapitalmarktgeschäft gehen somit Hand in Hand, die Grenzen werden immer durchlässiger. Dies bedeutet eine Annäherung an ein stärker kapitalmarktorientiertes Finanzierungssystem und eine größere Transparenz in der Kommunikation mit der Kapitalgeberseite.

6) Ausblick – Wege zeigen und öffnen

a) Die Aufgabe von Politik und Verbänden

Die Politik und die Verbände haben bereits einiges erreicht, um den Finanzstandort Deutschland attraktiver zu machen. Der Weg muss aber konsequenter fortgesetzt werden. Beispielhaft Folgendes:

Gewerbsteuer: Mit dem Kleinunternehmerförderungsgesetz vom 31. Juli 2003 wurde ein wichtiger Meilenstein zur Förderung des Verbriefungsmarkts gesetzt. Die gewerbsteuerrechtliche Gleichstellung von Zweckgesellschaften und Banken beim Erwerb von Kreditforderungen (und der Refinanzierung durch Schuldtitel) hat Ende 2004 bereits zur Ansiedlung der ersten Zweckgesellschaft in Deutschland geführt. In ihrem kürzlich vorgestellten Gutachten (Verbriefung von Unternehmens-, Factoring- und Leasingforderungen in Deutschland von Prof. Ulrich Hommel, Ph. D.) weist die True Sale Initiative darauf hin, dass eine ähnliche Regelung des Gewerbesteuerrechts auch für die Verbriefung von Handels-, Leasing- und Factoringforderungen wünschenswert wäre, um die Ansiedlung von Zweckgesellschaften in Deutschland zu erleichtern. Der Bundesrat hat sich auf Initiative des Landes Hessen bereits mit einer Gesetzesinitiative in diese Richtung befasst.

Refinanzierungsregister: Seit längerem geplant ist die Einführung eines „Refinanzierungsregisters“, das Zweckgesellschaften eine einfache und kostengünstige insolvenz- und vollstreckungsfeste Position ohne Übertragung der Refinanzierungsgegenstände ermöglichen soll.

Das Refinanzierungsregister sollte zunächst Bestandteil eines größeren Gesetzespakets werden (o. V., 2005b); nachdem jedoch Widerstand gegen andere Regelungen des Gesetzespakets deutlich wurde, hat die Bundesregierung den Themenkomplex „Refinanzierungsregister“ von den streitigen Punkten getrennt. Am 30. Juni 2005 hat der Bundestag die Einführung des Refinanzierungsregisters (o. V., 2005c; o. V., 2005d) beschlossen. Der Bundesrat hat dem Gesetz am 8. Juli 2005 zugestimmt.

Datenqualität und Transparenz: Niemand wird daran zweifeln, dass die Datenqualität von entscheidender Wichtigkeit für die Unternehmenssteuerung ist. Wir sehen zwei prominente Gründe, warum dieses Thema in Zukunft noch wichtiger werden wird:

1. Ohne gute Datenbasis ist eine Optimierung der Geschäftsabläufe nicht möglich. Die modernen Methoden der Unternehmenssteuerung, wie aktives Management von Kapitalstruktur und Risikoprofilen oder „Risiko-Hedging“, erfordern ein funktionierendes Datenberichtswesen.

2. Die Risikoanalyse wird ein entscheidender Faktor für die Kapitalbeschaffung. Da traditionelle, statische Kennzahlen wie die Eigenkapitalquote das Risiko eines lebenden Unternehmens nur unzureichend abbilden, werden Kapitalgeber zukünftig sowohl mehr als auch andere Daten benötigen. Nicht nur bei innovativen Finanzierungsformen wie Asset-backed Securities wird aus den historischen Daten auf das zukünftige Risiko geschlossen. Damit werden sowohl die Qualität der Daten als auch diejenige der Datensteuersysteme zu einem Aspekt, den Kapitalgeber durch günstigere Konditionen honorieren.

Die EDV-Systeme der Unternehmen werden somit in Zukunft – noch mehr als bisher – in der Lage sein müssen, aus der Flut der verfügbaren Daten der Unternehmenslenker die entscheidenden Zahlen sofort zur Verfügung zu stellen.

Dies mag trivial klingen. In der Praxis sind jedoch die EDV-Strukturen bislang aus den vielfältigsten Gründen noch nicht in der Lage, die entscheidenden Daten zu produzieren. Folgende Probleme sind uns unter anderen in unserer Beratungspraxis begegnet:

- Daten werden in verschiedenen Datenbanken gespeichert (ein Grund hierfür kann z. B. eine Fusion sein); es gibt keine datenbank- oder bereichsübergreifenden Auswertungstools.

- IT-Systeme werden wiederholt ausgetauscht, historische Daten werden nicht, oder können nicht übertragen werden. Das Know-how der Mitarbeiter über die alten Systeme verschwindet mit der Zeit.
- Die Möglichkeiten einer vorhandenen Software sind so komplex, dass die Mitarbeiter sie nicht überblicken und ausschöpfen können.
- Den Unternehmen fehlen Informationen, wie IT-Risiko-Management-Systeme gestaltet sein sollen.

Hier sehen wir eine wesentliche Aufgabe für die Verbände: Sie sind in einer hervorragenden Position, um – je nach den Bedürfnissen der Branche – Vorgaben für Risiko-Management-Systeme zu geben. Einen weiteren Handlungsbereich sehen wir in der Entwicklung von Auswertungstools auf Basis von Standard-Software. Mit der Zunahme webbasierter Programme wird auch die Verschlüsselung von Daten in Zukunft ein immer wichtigeres Thema werden.

b) Paradigmenwechsel in der Finanzierung

Die von angloamerikanischen Unternehmen und auch von der deutschen Lehrmeinung gesehene Korrelation zwischen Wachstum und Finanzierung steckt bei deutschen Unternehmen derzeit noch in den Kinderschuhen. So bestehen noch große Vorbehalte gegenüber alternativen

Finanzanbietern, die anstatt des klassischen Hausbankkredits innovative Finanzierungsformen anbieten, die das Wachstum signifikant vorantreiben. Dies hat unsere Untersuchung eindeutig gezeigt. Ebenso hat unsere Studie aber auch deutlich gemacht, dass die Unternehmen ein Interesse an alternativen Finanzierungsformen haben. Eine große Aufgabe wird also darin bestehen, von Seiten der alternativen Anbieter Vertrauen aufzubauen. Unserer Meinung nach bestehen hier – trotz aller noch bestehenden Vorbehalte seitens der Unternehmen – Chancen zu einem Paradigmenwechsel. Dieser Wechsel wird unserer Auffassung zufolge insbesondere durch die wirtschaftliche Situation selbst beeinflusst. Er wird die Unternehmen auf Dauer zwingen, ihr Finanzierungsverhalten zu ändern. Hierfür sprechen unserer Meinung nach insbesondere die folgenden Gründe:

- **Finanzierungslücke:** Bei vielen Unternehmen hat die Profitabilität durch die anhaltend schwache Konjunktur der Jahre 2001 bis 2004 gelitten. Daneben sehen sie sich durch die Internationalisierung und Globalisierung, durch einen beschleunigten Konsolidierungs- und Konzentrationsprozess quer über alle Branchen und durch die Auswirkungen der neuen Informations- und Kommunikationstechnologien mit einem hohen Investitions- und Entwicklungsaufwand konfrontiert,

der neue Anforderungen an ihre Finanzkraft und Liquiditätssituation stellt.

- **Volatile Kapitalquellen:** Der Zugang zu den Eigen- und Fremdkapitalmärkten, einschließlich des Bankenmarkts, unterliegt zunehmend volatileren externen Einflüssen sowie der Beurteilung durch Aktienexperten, Kreditanalysten und Ratingagenturen.

Vor diesem Hintergrund suchen viele Unternehmen nach einer Optimierung ihrer Finanzierungsstruktur durch einen kostengünstigen, flexiblen und individuellen Instrumentenmix. Im Trend liegen ganzheitliche Maßnahmen, bei denen Pakete mit Eigen- und Fremdkapitalkomponenten geschnürt werden: zunächst eine Erhöhung des Eigenkapitals als Voraussetzung für eine unabhängigere Außenfinanzierung, danach die Refinanzierung über Unternehmensanleihen und in einem dritten Schritt zusätzliche Kredite, die über ein Bankenkonsortium bei Investoren platziert werden (Syndicated Loans). Somit gewinnen im deutschen Markt alternative externe Kapitalbeschaffungsmaßnahmen an Bedeutung. Diese können hinsichtlich der Laufzeiten und der Absicherung von Zins- und Wechselkursrisiken mit Zins- und Kreditderivaten maßgeschneidert werden.

Breiter Finanzierungsmix an Kapitalmarktinstrumenten: Bei der Fremdkapitalbeschaffung über den Kapitalmarkt werden neben Unternehmensanleihen, Asset-backed Securities und Schuldscheindarlehen auch hybride und Mezzanine-Finanzierungsformen an Bedeutung gewinnen, die eine Zwitterrolle im Markt für klassisches Eigen- und traditionelles Fremdkapital einnehmen. Dazu zählen Genuss-scheine, Wandelgenussrechte und Equity-linked-Instrumente wie Wandelanleihen (Convertible Bonds), Umtauschanleihen (Exchangeables) und Optionsanleihen.

Externes Rating: Auf dem Kapitalmarkt gelten teilweise „strengere Gesetze“ als bei der klassischen Kreditfinanzierung. Die Bedingungen für Kapitalmarktprodukte müssen in hohem Maße bestimmten Marktstandards genügen und der Emittent muss Mindestanforderungen erfüllen. Voraussetzung bei Fremdkapitalfinanzierung über den Kapitalmarkt ist üblicherweise ein externes Unternehmens- oder Emissionsrating, z. B. durch die führenden Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's oder Fitch. Nicht geratete Tranchen einer Anleihe zu platzieren ist unter heutigen Bedingungen ein ebenso schwieriges wie seltenes Unterfangen.

Finanzierungsrelevante Besonderheiten: Die Finanzierungsoptionen für die Unternehmen werden sich insgesamt gesehen weiter verbessern. Indes kommen – selbst

bei einem voll entwickelten und integrierten europäischen Kapitalmarkt – nicht alle kapitalmarktbezogenen Finanzierungsformen für jedes Unternehmen in Betracht. Zum einen sind bestimmte Mindestgrößenordnungen bei der Inanspruchnahme des Kapitalmarkts zu beachten, zum anderen können die Kosten eines Ratings bei nur gelegentlicher Nutzung des Fremdkapitalmarkts unwirtschaftlich hoch sein.

Asset Finance: Auch wenn vor allem in der Finanzierung des Mittelstands der klassische Kredit die wichtigste Stütze bleiben wird, werden Leasing, Factoring und Forfaitierung als Substitute von Kreditprodukten eine bedeutendere Rolle spielen, da eine wachsende Anzahl an Unternehmen die spezifischen Vorteile des Asset Finance zur Verbesserung der Bilanzstruktur und zur steuerlichen Gestaltung nutzen wird.

Bonität gewinnt an Bedeutung: Alle Unternehmen – ob für sie nun eine Kapitalmarktfinanzierung eine gangbare Alternative darstellt oder nicht – werden sich darauf einstellen müssen, künftig in höherem Maße an ihrer individuellen Bonität gemessen zu werden. Klare Steuerungs- und Organisationsstrukturen sowie eine professionelle Ausrichtung des Unternehmens im Bereich der Finanzen, des Rechnungswesens, des Controllings und der Corporate Governance werden somit wichtiger. Denn die Kapitalgeber wollen

sicher sein, dass nicht nur die Unternehmensstrategie überzeugend ist, sondern auch die mit dem Geschäftsmodell des Kunden verbundenen operativen und strategischen Risiken beherrscht werden.

Steigende Transparenzanforderungen: Um ihre Bonität positiv zu beeinflussen und sich einen preiswerten Zugang zu Finanzierungsalternativen offen zu halten, müssen alle Unternehmen auch dem gestiegenen Informationsbedürfnis kapitalmarkt-orientierter Financiers entgegenkommen. Denn angelehnt an die Transparenzanforderungen an den Aktien- und Anleihenmärkten entwickeln sich hierfür vergleichbare Standards auch in dem bisher von Bankkredit dominierten deutschen Markt. Gut aufbereitete Unternehmensinformationen und hohe Kommunikationsbereitschaft werden für die Unternehmen daher zum strategischen Wettbewerbsfaktor.

7) **Transparenz + Innovation = Wachstum**

Deutschland braucht mehr Wachstum. Doch wie und wodurch soll dieses Wachstum in Gang gebracht werden? Die öffentliche Diskussion dreht sich primär um Löhne und Arbeitszeiten, Krankheitstage und Urlaub, Steuern und die Verantwortung des Einzelnen. Wirkliche Ergebnisse hat diese nun schon seit Jahren geführte Diskussion nicht gebracht. Unsere Studie fügt dieser Kontroverse einen neuen, bislang nicht berücksichtigten Aspekt hinzu: den Zusammenhang von Transparenz, Innovation und Wachstum. Sowohl die Lehrmeinung als auch die Ergebnisse unserer Studie belegen diesen Zusammen-

hang eindeutig. Er drückt sich aus in der einfachen Formel:

Transparenz + Innovation = Wachstum

Diese These erfordert allerdings ein Umdenken, sowohl für den Mittelstand und seine Verbände als auch für die Politik und vor allen Dingen die Banken. Sie müssen sich von tradierten und lieb gewonnenen Gewohnheiten lösen. Hierzu gehören beispielsweise solche Glaubenssätze wie die, dass der traditionelle Bankkredit die einzige Möglichkeit der Unternehmensfinanzierung sei, dass innovative Finanz-

instrumente „nichts für mich“ seien und dass die internen Unternehmensdaten externe Kapitalgeber „nichts angehen“. Um diese veralteten Ansichten aus der Welt zu schaffen, sind allerdings Vertrauen, Offenheit, Mut und vor allen Dingen die enge Zusammenarbeit zwischen allen beteiligten Parteien das oberste Gebot. Dann besteht die Möglichkeit, dass der Weg frei gemacht wird für den Einsatz kapitalmarktnaher, flexibler und risiko-adjustierter Finanzierungsinstrumente. Und das heißt: zu mehr Wachstum.

Anhang 1 – 20 Ergebnisse der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung in Deutschland

Ergebnis 1: „Die Entwicklung der Finanzsektoren fördert das volkswirtschaftliche Wachstum.“ Auch wenn die genauen Zusammenhänge und Wirkungsweisen zwischen Finanzsektoren und wirtschaftlichem Wachstum umstritten sind, ist inzwischen anerkannt, dass gut entwickelte Finanzsektoren zum wirtschaftlichen Wachstum eines Landes beitragen (Hommel/Schmittat, 2005).

- **Der Einfluss des „Kapitalakkumulationskanals“:** Durch eine verbesserte Finanzstruktur wird die Zinsmarge zwischen Kreditkosten und Sparertrag verringert. Es gibt einen Anreiz, mehr zu investieren und zu sparen. Das bedeutet, dass die Realkapitalbildung steigt. Selbst wenn die Aufteilung des Realkapitals zwischen innovativen Unternehmen und nichtinnovativen Produzenten konstant bleibt, ermöglicht das erhöhte Kreditangebot mehr Investitionen und Wachstum.
- **Der Einfluss des „Kapitalallokationskanals“:** Eine verbesserte Finanzstruktur sorgt für eine effizientere Verteilung des vorhandenen Realkapitals. Innovative Unternehmen, die ursprünglich Nachteile bei der Kreditvergabe hatten (z. B. aufgrund schwierigerer Geschäftskonzeptprüfungen), erhalten nun auf Kosten der anderen Produzenten mehr Kredite. Durch die verbesserte Finanzierung können mehr Innovationen durchgesetzt werden und das Wachstum erhöht sich entspre-

chend, auch ohne dass zusätzliches Kapital gebildet wird (Gries/Sievert/Wieneke, 2004).

Ergebnis 2: „Gut funktionierende Finanzsektoren verbessern die Effizienz der Kapitalallokation.“ Der Finanzsektor ist für die Entwicklung einer Volkswirtschaft bedeutend, da seine Intermediäre und Kapitalmärkte verantwortlich für die Kanalisierung und Verteilung der vorhandenen Ressourcen von den Investoren zu den einzelnen Projekten sind. Gut funktionierende Intermediärsysteme und Kapitalmärkte verbessern die Effizienz der Kapitalallokation, stimulieren damit den Sparwillen der Investoren und fördern die Erhöhung des zur Verfügung stehenden Kapitals (Hommel/Schmittat, 2005). Gleichzeitig können sich Probleme innerhalb des Finanzsektors auch negativ auf das Wachstum auswirken. Banken, die ihre eigene Stabilität gefährdet sehen, schränken ihre Kreditvergabe ein. Unternehmen können die fehlenden Kredite jedoch nicht einfach durch eine Marktfinanzierung ersetzen (Gries/Wieneke, 2005).

Ergebnis 3: „Eine effiziente Allokation von Kapitalmitteln fördert das wirtschaftliche Wachstum.“ Eine effiziente Allokation der Kapitalressourcen führt über reduzierte Risikoaufschläge zu reduzierten Kapitalkosten der Unternehmen und damit zu mehr Investitionen und mehr Wachstum (Hommel/Schmittat, 2005).

Ergebnis 4: „Finanzintermediäre unterstützen die Effizienz der Kapitalallokation zusätzlich.“ Eine genauere Auswahl der zu finanzierenden Projekte und eine bessere Überwachung von Kapitalempfängern durch Spezialisten auf dem jeweiligen Geschäftsgebiet führen zu einer effizienteren Allokation der Kapitalressourcen (Hommel/Schmittat, 2005).

Ergebnis 5: „Gut funktionierende Finanzsektoren fördern die Expansionsfähigkeit der Unternehmen.“ Gut funktionierende Finanzsektoren erhöhen das Kapitalangebot und ermöglichen so bisher kapital eingeschränkten Unternehmen die Finanzierung weiterer Projekte und damit ihre Expansion (Hommel/Schmittat, 2005).

Ergebnis 6: „Die Anzahl der Unternehmensgründungen stimuliert das gesamtwirtschaftliche Wachstum.“ Unternehmensgründer sind von hoher Bedeutung für die Innovationskraft eines Landes. Sie setzen neue Ideen um, erschließen neue Märkte oder gestalten bestehende Prozesse effizienter und stimulieren so das gesamtwirtschaftliche Wachstum (Hommel/Schmittat, 2005).

Ergebnis 7: „Dauerhaftes Wachstum wird vor allem durch Technologieinnovationen erreicht.“ Der Technologiebegriff kann weit gefasst werden, sodass hierunter neben neuen Produkten und Dienstleistungen (Dixit/Stiglitz, 1977) auch eine Ver-

besserung der vorhandenen Produkte (Grossman/Helpman, 1991; Aghion/Howitt, 1992) sowie eine Erhöhung der Produktionseffizienz verstanden werden kann. Unternehmer, die Innovationen auf dem Markt durchsetzen wollen, benötigen Ressourcen für die Forschung und Entwicklung, die Produktion und das Marketing. Die Eigenmittel reichen hierfür im Normalfall nicht aus (Gries/Wieneke, 2005).

Ergebnis 8: „Das Finanzsystem hat keine Auswirkungen auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum.“ In Deutschland steht die Finanzierung durch Banken ganz klar im Vordergrund, wohingegen in den USA die Finanzierung über den Kapitalmarkt stärker genutzt wird (Allen/Gale, 1995). Die wissenschaftliche Literatur lässt keine eindeutige Schlussfolgerung zu, welches Finanzierungssystem das bessere ist (Arnold/Walz, 2000).

Ergebnis 9: „Infolge von Basel II werden mittelständische Unternehmen intensiver nach Finanzierungsalternativen zum klassischen Bankkredit suchen.“ Die Kreditinstitute werden aufgrund von Basel II die Kredite verstärkt in Abhängigkeit von der Bonität des kreditnehmenden Unternehmens bepreisen. Dies wird für mittelständische Unternehmen, die keine erstklassige Bonitätseinstufung erhalten, zu höheren Kreditzinsen führen. Es ist zu erwarten, dass dies eine intensivere Suche nach Finanzierungsalternativen zur Folge hat (Schiller/Bitz/Rubarth, 2005).

Ergebnis 10: „Der Bedarf an finanzwirtschaftlicher Beratung im Mittelstand wird zunehmen.“ Gerade in kleineren mittelständischen Unternehmen ist die erforderliche Fachkompetenz für die Beurteilung und Lösung von Finanzierungsproblemen nicht immer vorhanden. Zugleich ist der Markt für Finanzierungsprodukte komplex und verändert sich dynamisch. Daher wächst bei den Unternehmen der Bedarf an finanzwirtschaftlicher Beratung (Schiller/Bitz/Rubarth, 2005).

Ergebnis 11: „Länder mit einem reichhaltigen Angebot an spezialisierten Finanzierungsformen erzielen ein höheres Wachstum.“ Empirische Ergebnisse deuten darauf hin, dass die Frage, ob das angelsächsische Marktmodell wirtschaftliches Wachstum besser unterstützt als das deutsche Bankensystem, tendenziell gelöst ist. Wesentlich bedeutender als die Struktur des Finanzmarkts – also die Frage Marktmodell oder Bankensystem – scheinen die Quantität und Qualität der Finanzierungsformen zu sein. Gerade im Zusammenspiel unterstützen die direkte Finanzierung über die Kapitalmärkte und die indirekte Finanzierung über das Bankensystem das wirtschaftliche Wachstum einer Volkswirtschaft in effizienter Weise, da so eine Vielzahl verschiedener, spezialisierter Finanzierungsformen entstehen kann. Volkswirtschaften, deren Finanzsektoren das gesamte Spektrum vom Bankkredit über ABS, Mezzanine, Venture Capital und Kapitalmarktprodukte anbieten, erzielen

im Durchschnitt ein höheres und schnelleres Wirtschaftswachstum (Hommel/Schmittat, 2005; Levine/Zingales, 2003).

Ergebnis 12: „Banken werden ihr Angebot in den Bereichen Financial Engineering und Corporate Finance ausweiten.“ Es ist zu erwarten, dass die Kreditinstitute ihr Beratungsangebot im Rahmen von Financial Engineering und Corporate Finance für mittelständische Unternehmen weiter ausbauen werden. Dabei werden Finanzierungsalternativen zum Bankenkredit nicht mehr nur als Konkurrenz betrachtet, sondern als notwendige Ergänzung. Kreditinstitute wandeln sich im Zuge dieser Disintermediation vom klassischen Anbieter von Fremdkapital zum Vermittler innovativer Finanzdienstleistungen und zum Berater des Mittelstands (Schiller/Bitz/Rubarth, 2005).

Ergebnis 13: „Innovative Finanzierungsformen gewinnen an Bedeutung.“ Im Zuge dieser Entwicklung gewinnen die diversen Produktangebote der Mezzanine-Finanzierung (z. B. Genussrechtskapital, Wandel- und Optionsanleihen, Gesellschafterdarlehen) und die Verbriefung von Forderungen mittels Asset-backed Securities immer mehr an Bedeutung (Schiller/Bitz/Rubarth, 2005). Gerade in der Wachstumsfinanzierung können Mezzanine-Finanzierungen das Spektrum der angebotenen Finanzierungsformen erweitern (Hommel/Schmittat, 2005).

Exkurs: Besondere Aspekte der Mezzanine-Finanzierung (Schiller/Bitz/Rubarth, 2005)

- Erweiterung des Finanzierungsspielraums: Kapitalaufnahmemöglichkeiten des Unternehmens werden durch Berücksichtigung des Mezzanine-Kapitals als wirtschaftliches Eigenkapital verbessert.
- Schonung liquider Mittel: Die durch die Mezzanine-Finanzierung gesteigerte Bonität des Unternehmens führt zu geringeren Fremdkapitalkosten und damit zu einer Schonung der liquiden Mittel.
- Erfolgsabhängigkeit der Finanzierungskosten: Die an den Kapitalgeber zu zahlende Vergütung ist regelmäßig erfolgsabhängig und reduziert damit die Krisenanfälligkeit der so finanzierten Unternehmen (Pay-if-you-can-Prinzip).
- Flexibilität und individuelle Anpassung an die Unternehmenssituation: Mezzanine-Finanzierungsinstrumente sind flexibel und individuell gestaltbar und lassen sich damit der jeweiligen Unternehmenssituation gut anpassen.
- Steuerliche Abzugsfähigkeit: Die durch Mezzanine-Kapital entstehenden Finanzierungskosten sind im Gegensatz zu Eigenkapitalkosten steuerlich als Betriebsausgaben abzugsfähig.
- Hohe Bonitätsanforderungen: Die Bonitätsanforderungen an das kapitalsuchende Unternehmen sind aufgrund des im Vergleich zu sonstigem Fremdkapital höheren Ausfallrisikos relativ hoch.
- Tendenziell höhere Transaktionskosten: Durch die höhere Komplexität von Mezzanine-Finanzierungsinstrumenten entstehen tendenziell höhere Transaktionskosten. Mittelfristig ist durch die Weiterentwicklung des Finanzsektors jedoch eine Senkung der Transaktionskosten möglich.
- Mindestfinanzierungsvolumina aufgrund höherer Kostenstrukturen: Hohe Transaktionskosten bei der Mezzanine-Finanzierung führen zu Mindestfinanzierungsvolumina, die kleinere mittelständische Unternehmen von der Mezzanine-Finanzierung praktisch ausschließen.
- Befristete Bereitstellung des Mezzanine-Kapitals: Trotz des Charakters von Mezzanine-Kapital, wirtschaftliches Eigenkapital darzustellen, steht es der Unternehmung zeitlich nur befristet zur Verfügung. Dies führt, wenn am Ende der Laufzeit keine Wandlung in Eigenkapital des Unternehmens vereinbart oder möglich ist, zu hohen Liquiditätsbelastungen der Unternehmen.
- Mezzanine-Finanzierung ermöglicht dem kapitalnehmenden Unternehmen unter den genannten Einschränkungen eine Erweiterung der Finanzierungsmöglichkeiten um flexible, unternehmensindividuelle Komponenten bei gleichzeitiger Schonung der Unternehmensliquidität.

Ergebnis 14: „Verbriefungen können die Finanzierungssituation im Mittelstand beeinflussen.“ Folgende Entwicklungslinien im Bereich der Verbriefung von Forderungen können die Finanzierungssituation mittelständischer Unternehmen beeinflussen (Schiller/Bitz/Rubarth, 2005):

- Für Asset-backed Securities sind eher gleichartige Forderungen mit einem hohen Volumen geeignet. Fraglich bleibt daher, ob der Einsatz von ABS für den Mittelstand attraktiv ist oder eher Finanzierungssurrogate wie Factoring und Forfaitierung, bei denen auch kleinere Forderungsbündel abgegeben werden können, für den Mittelstand geeignet sind.

- Die Bündelung und Verbriefung von Krediten durch den Bankensektor führt indirekt zu neuen Finanzierungsmöglichkeiten für den Mittelstand, wenn dadurch die Bilanzen der Hausbanken entlastet werden und diese so neue Kreditlinien bereitstellen können. Damit tragen die Kreditinstitute zum Wachstum der Finanzmärkte bei.
- Da zunehmend auch für die Kreditinstitute die Refinanzierung nicht mehr problemlos möglich ist, werden sie versuchen, durch Bilanzstrukturpolitik (z. B. ABS, Collateralised Loan Obligations) ihre eigenen Refinanzierungskosten zu senken. Dies gilt in besonderem Maße nach dem Wegfall

der Gewährträgerhaftung für den Sparkassensektor.

Ergebnis 15: „Eigenkapital wird zunehmend auf dem Weg der Außenfinanzierung beschafft.“ Die Kapitalstruktur zahlreicher mittelständischer Unternehmen ist durch eine geringe Eigenkapitalquote gekennzeichnet, die eine Aufnahme zusätzlichen Fremdkapitals erschwert. Eine Erhöhung der Eigenkapitalquote über Innenfinanzierung ist angesichts der

Erfolgsentwicklung der letzten Jahre, die für viele mittelständische Unternehmen problematisch war, kaum möglich. Eigenkapital muss daher auf dem Wege der Außenfinanzierung beschafft werden (Schiller/Bitz/Rubarth, 2005).

Ergebnis 16: „Venture Capital begünstigt das Wachstum von Unternehmen und somit der Volkswirtschaft.“

Venture Capital (VC) als Finanzierungsinstrument von Innovationen und Geschäftsideen hat in den USA einen wesentlich höheren Stellenwert als in Deutschland (das Verhältnis der VC-Investitionen zum BIP ist um 300 Prozent bis 400 Prozent größer). Auch im Vergleich zu europäischen Ländern besteht Aufholbedarf. So wachsen in den USA jene Unternehmen, die durch Venture Capital unterstützt werden, schneller als nicht unterstützte Unternehmen und schaffen dabei wesentlich mehr Arbeitsplätze. Dies verdeutlicht die enorme Bedeutung der Wachstumsfinanzierung. Ein zu starker Preiswettbewerb bei der Kreditvergabe kann die Ansiedlung von Venture Capital behindern (Hommel/Schmittat, 2005).

Ergebnis 17: „Zukünftig sind die Informationspolitik und die Risikotransparenz entscheidend für die Kapitalbeschaffung.“

Da die Beschaffung von Kapital für Unternehmen zu einem kritischen Faktor wird, wird dem Finanzmanagement in mittelständischen Unternehmen in Zukunft eine größere Bedeutung zukommen. In diesem Zusammenhang stellen die Informationspolitik und die Risikotransparenz gegenüber potenziellen Kapitalgebern wichtige Instrumente zur Kapitalbeschaffung dar (Schiller/Bitz/Rubarth, 2005).

Ergebnis 18: „Branchen mit hohem Finanzbedarf wachsen stärker in Volkswirtschaften mit gut entwickeltem Finanzsektor.“ Branchen, die naturgemäß einen hohen externen Finanzbedarf haben,

wachsen in Volkswirtschaften mit einem gut entwickelten Finanzsektor überproportional im Vergleich zu Branchen mit geringem Finanzbedarf (Levine/Zingales, 2003).

Ergebnis 19: „Unternehmensalter und -größe erweitern tendenziell die finanziellen Handlungsspielräume.“

Im Rahmen der Unternehmensfinanzierung im Mittelstand müssen verschiedene Phasen im Lebenszyklus von Unternehmen unterschieden werden, um eine Einschätzung über potenzielle Finanzierungsquellen vornehmen zu können: Gründungsunternehmen, junge Wachstumsunternehmen, etablierte (Familien-)Unternehmen, Unternehmensnachfolge. Je nach Phase bieten sich unterschiedliche Finanzierungsformen an. Zunehmendes Unternehmensalter und steigende Unternehmensgröße erweitern tendenziell die finanziellen Handlungsspielräume (Schiller/Bitz/Rubarth, 2005).

Ergebnis 20: „Die Entwicklung des Finanzsektors beeinflusst das volkswirtschaftliche Wachstum.“

Zwischen der Entwicklung der Finanzsektoren und dem wirtschaftlichen Wachstum einer Volkswirtschaft kann in empirischen Untersuchungen ein Zusammenhang quantitativ ermittelt werden.

- 0,2 Prozentpunkte über einen Zeitraum von 16 Jahren: Aufgrund der Vielzahl von Einflussfaktoren müssen hierbei Einschränkungen und Annahmen gesetzt werden. Khan (2000) untersuchte, basierend auf Daten von Levine und Zervos (1998), diesen

Zusammenhang. Er kam zu dem Ergebnis, dass ein um zehn Prozent des BIP erhöhtes Finanzierungsvolumen am Anfang einer 16-jährigen Periode das Wirtschaftswachstum in den folgenden 16 Jahren um ca. 0,2 Prozent p. a. erhöht.

- Etwa 4,5 Prozentpunkte Wachstum in fünf Jahren: Die Initiative Finanzstandort Deutschland erwartet durch eine Zunahme der Finanzierung über einen Zeitraum von etwa fünf Jahren einen Anstieg von etwa 4,5 Prozent beim Bruttoinlandsprodukt. Voraussetzung für sie ist ein Zuwachs im Finanzsektor von vier bis fünf Prozent pro Jahr (www.finanzstandort.de).
- Bis zu sechs Prozent Wachstum in fünf Jahren: Die Untersuchungen von Wachtel (2003) belegen, dass bei einer Ausweitung der Aktivitäten und der Tiefe des Finanzsektors um zehn Prozentpunkte – besonders in Ländern mit geringer Inflationsrate – ein Anstieg der Wachstumsrate von 0,6 bis ein Prozent pro Jahr möglich wäre. Über einen Zeitraum von fünf Jahren könnte er sogar um drei bis fünf Prozent höher liegen.

Auch wenn diese Untersuchungen viele Faktoren nicht einbeziehen und hier nur beispielhaft erwähnt sind, verdeutlichen sie in der Addition der Effekte über die Jahre dennoch die Bedeutung des Finanzsektors für das Wachstum einer Volkswirtschaft (Hommel/Schmittat, 2005).

Anhang 2 – Berechnung des Wachstumseffekts durch differenzierte Finanzierung in Deutschland

Stichprobe			
Jahr	Gesamtumsatz klassisch finanzierender Unternehmen in unserer Untersuchung (Angaben in €)	Gesamtumsatz differenziert finanzierender Unternehmen in unserer Studie (Angaben in €)	Summe (Angaben in €)
2001	18.801.099.897	120.138.155.262	138.939.255.159
2004	18.255.868.000	130.470.036.615	148.725.904.615
in Prozent	-2,9%	8,6%	7,0%
Effekt durch ein verändertes Finanzierungsverhalten			
Jahr	Gesamtumsatz klassisch finanzierender Unternehmen (Angaben in €)	Gesamtumsatz differenziert finanzierender Unternehmen (Angaben in €)	Summe in €
2001	18.801.099.897	120.138.155.262	138.939.255.159
2004	20.417.994.488	130.470.036.615	150.888.031.103
in Prozent	8,6%	8,6%	8,6%
Mehrumsatz durch differenzierte Finanzierung in der Stichprobe: (n = 1.000)			2.162.126.488
Geschätzter Mehrumsatz in Deutschland: (Hochrechnung auf 32.355 Unternehmen mit einem Umsatz von 10 bis 100 Millionen €) ¹⁸			69.955.602.524

Tabelle 4: Tatsächliche und idealisierte Umsatzentwicklung der Unternehmen in unserer Stichprobe

Jahr	Gesamtumsatz aller Unternehmen in Deutschland (Angaben in €)	Bruttoinlands- produkt (Angaben in €)	Prozentuales Wachstum
2000	4.152.927.275.000	2.113.560.000.000	
2001	4.272.885.190.000	2.148.810.000.000	1,67
2002	4.252.562.279.000	2.164.870.000.000	0,75
2003	4.248.073.736.051	2.207.240.000.000	1,96
+	69.955.602.524		
Prognostiziertes Mehrwachstum (über einen Zeitraum von drei Jahren):	4.318.029.338.575	2.243.587.957.618	1,65
Zusätzliches Wachstum durch differenzierte Finanzierung im Durchschnitt pro Jahr:			0,55%

Tabelle 5: Berechnung des Wachstumseffekts durch differenzierte Finanzierung in Deutschland

¹⁸ Die Zahlen basieren auf der Umsatzsteuerstatistik 2003 des Statistischen Bundesamtes in Wiesbaden.

Glossar

Unter einer **Akquisitionsfinanzierung** ist die Finanzierung des Erwerbs von Anteilen und/oder Vermögensgegenständen einer Zielgesellschaft durch einen Investor – häufig durch die Zwischenschaltung einer Zweckgesellschaft und die Einbindung des bisherigen Managements – zu verstehen.

Anleihen (engl.: Bonds) sind langfristige Schuldverschreibungen mit vertraglich festgelegter Verzinsung, Laufzeit und bestimmter Stückelung. Durch die Auflage von Anleihen wird eine Mittelaufnahme durch die Emittenten am privaten Kapitalmarkt im In- oder Ausland angestrebt. Je nach Emittent der Anleihen unterscheidet man Staatsanleihen, Kommunalanleihen oder -obligationen, Pfandbriefe (von Hypothekenbanken) und Industrieobligationen (von Unternehmen). Anleihen werden zumeist auch an der Börse gehandelt und es gibt eine amtliche Kursnotierung.

Asset-backed Securities, kurz ABS, sind durch Forderungen besicherte Schuldscheine, die üblicherweise berechenbare Einkünfte aufweisen. Die Forderungen wurden ursprünglich von Banken und anderen Kapitalgebern im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit generiert. Beispiele solcher Forderungen sind Bankdarlehen, Kreditkartensalden, Forderungen aus Lieferung und Leistung und Fahrzeugleasing.

Bankschuldverschreibungen sind von Banken zur Fremdmittelbeschaffung ausgegebene Schuldverschreibungen. Darunter fallen insbesondere Pfandbriefe und Kommunalobligationen. Sie werden von Hypothekenbanken und öffentlich-rechtlichen Kreditanstalten begeben und folgen dem Prinzip der Deckung durch kongruente Darlehen.

Collateralized Bond Obligations, kurz CBO, sind eine Unterkategorie von Collateralized Debt Obligations. Als CBO wird ein Wertpapier bezeichnet, das durch einen Pool von Unternehmensanleihen besichert ist.

Collateralized Debt Obligations, kurz CDO, sind Wertpapiere, die durch einen Pool verschiedener Vermögensgegenstände besichert sind. Die Vermögensgegenstände, die als „Collateral“ bezeichnet werden, sind meist Forderungen aus Darlehen oder Anleihen. Als Unterkategorie gibt es Collateralized Bond Obligations (CBO) und Collateralized Loan Obligations (CLO): Bei CBO sind die Wertpapiere ausschließlich mit Forderungen aus Anleihen besichert und bei CLO ausschließlich mit Forderungen aus Darlehen.

Collateralized Loan Obligations, kurz CLO, sind eine Unterkategorie von Collateralized Debt Obligations. Als CLO wird ein Wertpapier bezeichnet, das durch einen Pool von Firmenkrediten, i. d. R. von Geschäftsbanken, besichert ist.

Commercial Mortgage-backed Securities, kurz CMBS, siehe Mortgage-backed Securities (MBS).

Computer Assisted (oder Aided) Telephone Interviewing (CATI) bezeichnet eine telefonische Befragung, die computerunterstützt abläuft. Die Interviewfragen erscheinen auf dem Bildschirm des Interviewers, der die Antworten direkt in den Computer eingibt.

Convertibles (Wandelschuldverschreibungen) sind Schuldverschreibungen, bei denen der Ausgeber das Recht hat, dem Investor die vereinbarte Summe bei Fälligkeit statt in Geld auch durch die Gewährung von Eigentumsanteilen (in der Regel Aktien) zurückzuzahlen.

Corporate Finance umfasst die Planung und Realisierung von Finanzierungsstrategien bezüglich Unternehmensakquisitionen.

Die **Debt/Equity Ratio** ist eine Kennzahl, die das Verhältnis von (langfristigen) Finanzschulden zum Eigenkapital darstellt.

Factoring bezeichnet eine weitgehend dem Zessionskredit entsprechende Form der Absatzfinanzierung, indem der Factor bzw. die Factoring-Gesellschaft (meist die Tochtergesellschaft einer Bank) Buchforderungen mit einer Laufzeit von norma-

erweise 30 bis 90 Tagen aufkauft. Die Gutschrift erfolgt unter Abzug einer Factoring-Gebühr für die vom Factor übernommenen Dienstleistungen; dazu kommen noch die Finanzierungskosten je nach der Kreditbeanspruchung. In der Regel wird beim Factoring auch das Delkredere übernommen, d. h. eine Zession ohne Gewähr für den Eingang.

Floating-Rate Notes (Gleitzinsanleihen) sind eine Klasse von variabel verzinslichen Wertpapieren, die üblicherweise eine Marge oberhalb eines Markt-Referenzzinssatzes (i. d. R. London Interbank Offered Rate, kurz LIBOR) aufweisen.

Futures sind an den Börsen gehandelte Terminkontrakte, die dem Käufer das Recht einräumen, bestimmte Finanzinstrumente zu einem bestimmten Fälligkeitstag und zu einem bestimmten Preis zu kaufen bzw. zu verkaufen. Nach der Art der Basisgröße wird unterschieden zwischen Zins-Futures (interest rate futures), Währungs- bzw. Devisen-Futures (currency futures), Index-Futures (stock index futures) und Edelmetall-Futures (precious metal futures). Die Futures werden an den Optionenbörsen gehandelt.

Gedekte Schuldverschreibungen im Sinne dieses Artikels sind nach den deutschen Pfandbriefgesetzen („Hypothekenbankgesetz“ = HBG, „Gesetz über Pfandbriefe und verwandte Schuldverschreibungen

öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten“ = ÖPG und „Schiffsbankgesetz“) besicherte Wertpapiere, deren umlaufendes Volumen jederzeit sowohl in Höhe des Nennwerts als auch gemessen an ihrem Barwert durch erstklassige Kredite unterlegt („gedeckt“) sind. Diese so genannte „Deckungsmasse“ setzt sich bei Hypothekendarlehen, bei öffentlichen Pfandbriefen aus Staatskrediten und bei der Sonderform des Schiffspfandbriefs aus Schiffshypotheken zusammen.

Als **Initial Public Offering**, kurz IPO oder Börsengang, wird die erstmalige Veräußerung von Unternehmensanteilen (Aktien) an die Öffentlichkeit bezeichnet. Das Gegenteil eines IPO ist das Going Private oder Delisting.

Unter einem **Joint Venture** (Gemeinschaftsunternehmen) versteht man Kooperationen von Gesellschaften, bei denen es zur Gründung einer neuen, rechtlich selbstständigen Geschäftseinheit kommt, an der beide Gründungsgesellschaften mit ihrem Kapital beteiligt sind. Neben dem Kapital bringen die Gründungsgesellschaften meist einen wesentlichen Ressourcenanteil an Technologie, Schutzrechten, technischem bzw. Marketing-Know-how und/oder Betriebsanlagen ein. Ein Joint Venture ist durch zwei Aspekte gekennzeichnet, nämlich Kooperation und Autonomie.

Jumbo-Pfandbriefe werden zur Refinanzierung von Staatskrediten (öffentliche Pfandbriefe) oder erstrangig gesicherter Darlehen (Hypothekendarlehen) emittiert. Es handelt sich damit um gedeckte Schuldverschreibungen.

Leasing (engl.: to lease – mieten, pachten) ist eine Finanzierungsform, bei der das Leasinggut vom Leasinggeber dem Leasingnehmer gegen Zahlung eines vereinbarten Leasingentgelts zur Nutzung überlassen wird. Leasingverträge haben ähnlichen Charakter wie Mietverträge. Von der Miete unterscheidet sich Leasing durch die Tatsache, dass die mietvertraglich geschuldete Wartungs- und Instandsetzungsleistung auf den Leasingnehmer überwälzt wird.

Mezzanine-Kapital beschreibt als Sammelbegriff Finanzierungsarten, die einem Unternehmen wirtschaftliches und/oder bilanzielles Eigenkapital zuführen, ohne den Kapitalgebern Stimm- oder Einflussnahmerechte wie den Vollgesellschaftern zu gewähren. Mezzanine-Kapital kann eigenkapitalähnlich (sog. Equity Mezzanine) in Form von Genussrechten, wertpapierverbrieften Genussscheinen oder stillen Beteiligungen begeben werden. Möglich sind darüber hinaus Wandel- und Optionsanleihen. Mezzanine-Kapital, das in Form von nachrangigen oder partiariarischen Darlehen oder von Gesellschafterdarlehen gewährt wird, besitzt hingegen

Fremdkapitalcharakter und ist bilanziell als Verbindlichkeit zu erfassen (sog. Debt Mezzanine). Die Ausgestaltungsmöglichkeiten von Mezzanine-Kapital sind gesetzlich nicht oder nur wenig geregelt, sodass flexible und optimale Finanzierungslösungen möglich sind, beispielsweise was Laufzeiten, Kündigungsmöglichkeiten, Gewinn- und Verzinsungsregelungen oder Rückzahlungsmodalitäten betrifft.

Mortgage-backed Securities (hypothekarisch/grundpfandrechtl. besicherte Wertpapiere), kurz MBS, sind eine Sonderform der ABS und umfassen alle Wertpapiere, deren Rückzahlungssicherung aus einem Pool von Hypothekendarlehen besteht. Investoren erhalten Zins- und Tilgungszahlungen aus den zugrunde liegenden Hypothekendarlehen.

Eine **Option** ist das Recht, den zugrunde liegenden Optionsgegenstand (z. B. Wertpapiere oder Devisen) von einem Vertragspartner (Stillhalter) zu einem zuvor fest vereinbarten Preis zu einem bestimmten Zeitpunkt bzw. in einem bestimmten Zeitraum zu kaufen (Call-Option) oder zu verkaufen (Put-Option).

Optionsanleihen sind Inhaberschuldverschreibungen mit Zusatzrechten. Es handelt sich um verzinsliche Wertpapiere, die

aber zusätzlich zum Zins noch das Recht auf Aktien beinhalten. Dieses Recht verbrieft der Optionsschein. Innerhalb einer bestimmten Optionsfrist kann eine bestimmte Anzahl von Aktien zu einem bestimmten Preis – dem Optionspreis – erworben werden. Das Ausüben der Option ist unabhängig vom Bestehen der Anleihe.

Partiarische Darlehen sind Darlehen, deren Verzinsung vom Gewinn des Darlehensnehmers abhängig ist.

Pfandbriefe sind Schuldtitel, die von deutschen Hypothekenbanken und bestimmten deutschen Finanzinstituten begeben werden. Man unterscheidet zwei Arten von Pfandbriefen: einerseits Hypothekendarlehenpfandbriefe, die Banken zur Finanzierung ihres Immobilienkreditgeschäfts verwenden, und andererseits öffentliche Pfandbriefe, die Banken zur Finanzierung ihres Kreditgeschäfts mit öffentlichen Institutionen verwenden.

Private Equity (engl.: privates Beteiligungskapital) ist der englische Begriff für das von Privatanlegern beschaffte Beteiligungskapital im Unterschied zum Public Equity, welches das an der Börse beschaffte Kapital darstellt.

Unter **Projektfinanzierung** wird die Finanzierung einer wirtschaftlich und zumeist rechtlich abgrenzbaren, sich selbst refinanzierenden Wirtschaftseinheit von begrenzter Lebensdauer verstanden. Die Projektfinanzierung bildet damit den Gegenentwurf zum so genannten Corporate Credit-Rating-based Financing. Die Finanzierungsmittel werden demnach weder in der klassischen Form der auf die Bonität des Bestellers gerichteten Auftragsfinanzierung noch in Form einer projektbezogenen und direkt auf die Bonität der beteiligten Sponsoren abzielenden Finanzierung aufgebracht, sondern in Abhängigkeit von der erwarteten Projektwirtschaftlichkeit sui generis bereitgestellt.

Residential Mortgage-backed Securities (durch Wohnungsbaudarlehen hypothekarisch gesicherte Wertpapiere), kurz RMBS, sind die fundamentalste Form der Forderungsverbriefung. Bei diesen Wertpapieren handelt es sich um Anleihen, die durch einen homogenen Pool von Hypothekendarlehen besichert sind.

Schuldverschreibungen sind Wertpapiere, bei denen sich der Aussteller verpflichtet, bei Fälligkeit einen bestimmten Geldbetrag zu zahlen und nach einem festgelegten Modus Zinszahlungen zu leisten. Schuldverschreibungen dienen der Deckung eines größeren Bedarfs an

Fremdmitteln. Als Emittenten können neben staatlichen Stellen (öffentliche Anleihen) Banken (Bankschuldverschreibungen, Pfandbriefe) und Industrieunternehmen (Industrieobligationen) auftreten.

Als **Securitized** oder Forderungsverbriefungen bezeichnet man im Allgemeinen die Emission von Anleihen mit kurz-, mittel- oder langfristigen Rückzahlungsfristen, die durch bestimmte Finanzaktiva (überwiegend Forderungen) besichert sind.

Unter **strukturierter Finanzierung** versteht man den aufeinander abgestimmten Einsatz von Kreditfinanzierungen (mit Einbindung von Förderprogrammen und Instrumenten des Zins- und Währungsmanagements), Eigenkapital- und Mezzanine-Finanzierungen bzw. zusammengesetzten Finanzierungsinstrumenten zur Optimierung der Finanzierungsbedingungen auch unter steuerlichen und gesellschaftsrechtlichen Aspekten.

Bei einem **Syndicated Loan** (syndizierter Kredit) handelt es sich um einen großvolumigen Kreditbetrag, der zwischen einer einzelnen Bank und einem Unternehmen nicht mehr darstellbar ist oder nicht dargestellt werden soll. Der Kreditnehmer schaltet einen sog. Lead Arranger ein, der einen Teil des Kreditvolumens zur Verfügung stellt. Für den restlichen Kreditbetrag schaltet er selbstständig andere Banken ein.

Eine **Wandelanleihe** oder Wandelschuldverschreibung wird von Anteilsgesellschaften ausgegeben. Sie ist eine Anleihe festen Werts, die dem Inhaber das Recht einräumt, sie während ihrer Laufzeit zu einem vorher festgelegten Verhältnis in Aktien einzutauschen. Wird diese Option nicht genutzt, so wird die Anleihe am Ende ihrer Laufzeit vom Unternehmen zurückgezahlt.

Literatur-/Quellenverzeichnis

- Aghion, Philippe/Howitt, Peter (1992): A Model of Growth through Creative Destruction, in: *Econometrica*, Volume 60, Issue 2, S. 323-351, March 1992.
- Allen, Franklin/Santomero, Anthony M. (1998): The Theory of Financial Intermediation, in: *Journal of Banking and Finance*, Volume 21, S. 1461-1485.
- Allen, Franklin/Gale, Douglas (1995): A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the US, in: *European Economic Review*, No. 39, S. 179-209.
- Arnold, Lutz/Walz Uwe (2000): Financial Regimes, Capital Structure and Growth, in: *European Journal of political Economy*, Volume 16, Issue 3, S. 491-508, September 2000.
- Bank for International Settlements (2005): Financial institutions and corporate issuers, Zugriff über: <http://www.bis.org/>, Stand: 30.06.2005.
- Beck, Thorsten/Levine, Ross (2001): *Stock Markets, Banks, and Growth: Correlation or Causality*, World Bank and University of Minnesota, July 2001.
- Bloomberg L. P. (2005): *Markets System*, Stand: 30.06.2005.
- BNP Paribas (2004): *Structured Credit Observer*, London/Hongkong.
- Brockmann, Heiner (2005): *Thesenpapier – Wachstumsfaktor Finanzierung*, Berlin.
- Bundesagentur für Arbeit (2004): *Betriebsgrößenstatistik 2004*, Zugriff über: <http://www.arbeitsagentur.de/>, Stand: 30.06.2005.
- Bundesverband deutscher Banken (2002): *Banken-Euro-Gebiet – Komplette Übersicht*, Zugriff über: <http://www.bankenverband.de/index.asp>, Stand: 30.06.2005.
- Bundesverband öffentlicher Banken Deutschlands (VÖB) (2004): *Stellungnahme zu aktuellen kreditwirtschaftlichen Themen*, Ausgabe 11, Zugriff über: <http://www.voeb.de/>, Stand: 30.06.2005.
- Bureau van Dijk (2005), *Markus-Datenbank*, Stand: 30.06.2005.
- Creditreform (2005): *Wirtschaftslage und Finanzierung im Mittelstand*, Frühjahr 2005, Zugriff über: <http://www.creditreform.de/>, Stand: 30.06.2005.
- Directorate General for Economic and Financial Affairs of the European Commission (2005): *Bank for the Accounts of Companies Harmonised (BACH Database)*, Zugriff über: http://europa.eu.int/comm/economy_finance/indicators/bachdatabase_en.htm, Stand: 03.07.2005.
- Dixit, Avinash K./Stiglitz, Joseph E. (1977): Monopolistic Competition and Optimum Product Diversity, in: *American Economic Review*, Volume 67, Issue 3, S. 297-308, June 1977.
- Dolar, Veronika/Meh, Césaire (2002): *Financial Structure and Economic Growth: A non-technical Survey*, in: *Bank of Canada Working Paper 2002-24*, Monetary and Financial Analysis Department.
- Edwards, Jeremy/Fischer, Klaus (1994): *Banks, Finance, and Investment in Germany*, Cambridge University Press.

- Gries, Thomas/Sievert, Gerhard/Wieneke, Axel (2004): Interbank market frictions, international banks and growth, in: *International Economics and Economic Policy*, Volume 1, Issue 2, S. 157-171.
- Gries, Thomas/Wieneke, Axel (2005): *Thesenpapier zum Wachstum durch Finanzierung*, Paderborn.
- Grossmann, Gene M./Helpman, Elhanan (1991): Quality Ladders in the Theory of Growth, in: *Review of Economic Studies*, Volume 58, Issue 1, S. 43-61, January 1991.
- Hackethal, Andreas/Schmidt, Reinhard H. (2003): *Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results*, Working Paper Series, in: *Finance and Accounting*, No. 33, University of Frankfurt, Revised Version.
- Hall, Peter A./Soskice, David (2001): An Introduction to the Varieties of Capitalism, in: Hall, Peter A./Soskice, David (eds.): *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford/New York: Oxford University Press, S. 1-68.
- Hommel, Ulrich (2005): *Verbriefung von Unternehmens-, Factoring- und Leasingforderungen in Deutschland*, Oestrich-Winkel.
- Hommel, Ulrich/Schmittat, Johannes (2005): *Finanzwirtschaft und Wirtschaftswachstum – Thesen*, Oestrich-Winkel.
- Initiative Finanzstandort Deutschland (2003): *Die volkswirtschaftliche Perspektive*, Zugriff über: <http://www.finanzstandort.de/>, Stand: 30.06.2005.
- Khan, Aubhik (2000): The Finance and Growth Nexus, in: *Business Review* (Federal Reserve Bank of Philadelphia), S. 3-14.
- King, Robert G./Levine, Ross (1993): Finance and Growth: Schumpeter Might be Right, in: *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 108, Issue 3, August, S. 717-737.
- Knipper, Hermann-Josef/Landgraf, Robert/Maisch, Michael (2005): Es geht nicht um Krieg und Frieden, in: *Handelsblatt*, Nr. 93, S. 2, 17. Mai 2005.
- Levine, Ross (1997): Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, in: *Journal of Economic Literature*, Volume 35, S. 688-726.
- Levine, Ross (2002): *Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is better?*, Carlson School of Management, University of Minnesota, William Davidson Working Paper, Nr. 442.
- Levine, Ross/Zingales, Luigi (2003): More on Finance and Growth: More Finance, More Growth?, in: *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Volume 85; Issue 4.
- Nitschke, Axel/Pleister, Christopher (2005): *Kreditkonditionen lasten auf Investitionsplänen – DIHK-Umfrage zur Finanzierungssituation*, in *Börsen-Zeitung*, 10.06.2005, Nummer 109, S. 3.
- o. V. (2005): *Es gibt wieder Kredite – Die besten Angebote, Impulse – Das Unternehmermagazin*, Mai 2005.
- o. V. (2005a): *Referentenentwurf eines Gesetzes zur Änderung der Insolvenzordnung, des Kreditwesengesetzes und anderer Gesetze*, in: *ZVI – Zeitschrift für Verbraucher- und Privatinsolvenzrecht*, Heft 9 vom 30.09.2004, Beilage 3.
- o. V. (2005b): *Referentenentwurf eines Gesetzes zur Änderung der Insolvenzordnung, des Kreditwesengesetzes und anderer Gesetze*, in: *ZVI – Zeitschrift für Verbraucher- und Privatinsolvenzrecht*, Heft 9 vom 30.09.2004, Beilage 3.

- o. V. (2005c): Gesetz zur Neuorganisation der Bundesfinanzverwaltung und zur Schaffung eines Refinanzierungsregisters, Bundestagsplenarprotokoll 15/184 vom 30. Juni 2005, Seite 41.
- o. V. (2005d): Annahme des Gesetzentwurfs der Bundesregierung (Bundestagsdrucksache 15/5567) in der Fassung der Beschlussempfehlung des Finanzausschusses vom 29. Juni 2005, Bundestagsdrucksache 15/5852.
- Rajan, Raghuram/Zingales, Luigi (1998): Financial Dependence and Growth, *American Economic Review* 88, June, S. 559-86.
- Schiller, Bettina/Bitz, Christoph/Rubarth, Christian (2005): Thesenpapier zum Wachstum durch Finanzierung, Paderborn.
- Statistisches Bundesamt (2005): Umsatzsteuerpflichtige Unternehmen, Zugriff über: <http://www.destatis.de/>, Stand: 03.07.2005.
- Thomson Financial (2005): Thomson One Banker-Deals, Zugriff über: <http://mergers.thomsonib.com/>, Stand: 30.06.2005.
- Verband deutscher Hypothekenbanken (2005): Der Pfandbrief – Europas größter Bondmarkt, Zugriff über: <http://www.hypverband.de/hypverband/>, Stand: 30.06.2005.
- Wachtel, Paul (2003): How Much do we Really Know about Growth and Finance?, in: *Economic Review* (Federal Reserve Bank of Atlanta), Volume 88, Issue 1, S. 33 ff.



LUTHER
RECHTSANWALTSGESELLSCHAFT MBH

www.luther-lawfirm.com

ERNST & YOUNG AG
WIRTSCHAFTSPRÜFUNGSGESELLSCHAFT

www.de.ey.com