

Unternehmer Themen

Analysen | Informationen | Hintergründe | Juli 2010

Konjunktur und Kapitalmarkt

Perspektiven vor dem Hintergrund der Schuldenkrise

Derivate

Maßgeschneiderte Instrumente zur Risikoabsicherung

Investitionstätigkeit in der Industrie

Vorerst leichte Belebung

KfW-Sonderprogramm

Weiterentwicklungen und Ergänzungen

Auswertung von Unternehmensabschlüssen 2009

Spiegelbild der Krise und erfolgreichen Krisenbewältigung

Fällige Mezzaninefinanzierungen

Chance zur Neugestaltung der Finanzierungsstruktur

Mit Innovationen Wachstumschancen nutzen

Rückblick auf ein IKB/BDI-Unternehmerforum



MARKT UND MITTELSTAND / FINANZIERUNG

Der Euro muss erhalten bleiben! 3

Konjunktur- und Kapitalmarktperspektiven vor dem Hintergrund der Schuldenkrise 5

Derivate: Maßgeschneiderte Instrumente zur Risikoabsicherung 10

Vorerst leichte Belebung der Investitionstätigkeit in der Industrie
(Einige Ergebnisse aus der Frühjahrsumfrage 2010 des BDI-Mittelstandspanels) 12



KfW-Sonderprogramm: Weiterentwicklungen und Ergänzungen 14

Unternehmensabschlüsse 2009: Spiegelbild der Krise und erfolgreichen Krisenbewältigung 17

Fällige Mezzaninefinanzierungen – Chance zur Neugestaltung der Finanzierungsstruktur 21

Mit Innovationen Wachstumschancen nutzen – Rückblick auf ein IKB/BDI-Unternehmerforum „Zukunftstrends für den Mittelstand“ 26



AKTUELLES

Veranstaltungs- und Publikationshinweise 30

Bildnachweis:
Titelseite, Seiten 19, 20, 22: gettyimages
Seite 7: istock

Der Euro muss erhalten bleiben!

von Dr. Kurt Demmer, Chefvolkswirt der IKB

In der aktuellen Krisensituation kommt die Frage auf, ob die Eurozone überhaupt weiter bestehen kann. Es wird sogar gefordert, einzelne Mitgliedsländer sollten die Eurozone verlassen oder wir sollten gar zur guten alten D-Mark zurückkehren. Die Wirtschaftsverhältnisse der Mitgliedsländer wären einfach zu heterogen, die Finanz- und Wirtschaftspolitiker verfolgten zu unterschiedliche Ziele, man hätte den Euro nie für so einen breiten Kreis von Ländern öffnen dürfen.

Wer in einer solchen Weise den Euro grundsätzlich infrage stellt, verkennt, welch enormen Nutzen gerade die deutsche Volkswirtschaft aus der Einrichtung einer gemeinsamen Währung gezogen hat.

Durch den Euro haben sich in allen Mitgliedsländern die Rahmenbedingungen für wirtschaftliches Wachstum nachhaltig verbessert. So hat die weit überwiegende Zahl der Mitgliedsländer in der jetzt 11-jährigen Europhase zu deutlich mehr stabilitäts- und haushaltspolitischer Disziplin gefunden. Bei einer Reihe von Ländern wurde die zuvor vorhandene Inflationsmentalität nachhaltig gebrochen. Vor dem Beitritt in die Eurozone lagen zum Beispiel in Spanien, Portugal oder Griechenland die Inflationsraten jährlich bei 10 %. Auch Italien nahm es mit der Preisdisziplin nicht sehr genau. Zur Erfüllung der Maastricht-Kriterien haben diese Staaten in der Phase vor dem Beitritt massive Anstrengungen unternommen, um die Preissteigerungsraten zu drücken. In allen Ländern herrscht heute – natürlich auch und vor allem dank der Politik der EZB – eine signifikant höhere Preisniveaustabilität als vor der Einführung des Euro.

Ebenso haben viele Länder in der Haushaltspolitik – bis zur aktuellen Krise – große Disziplin gezeigt. Sie haben zum Teil sogar Deutschland das Sparen vorgemacht. So konnten Spanien, Belgien und auch Irland seit dem Eurobeitritt ihren

Schuldenstand spürbar reduzieren. Geholfen hat ihnen dabei das niedrige Zinsniveau in der Eurozone, das ein Resultat eines Dreiklangs aus stabilitätsorientierter Geldpolitik, weitgehend disziplinierter Haushaltspolitik sowie nicht zuletzt auch purer Größe des Euroraums an sich ist. Für internationale Kapitalanleger ist es wesentlich interessanter geworden, in einen erheblich größeren Kapitalmarkt mit einheitlicher Währung zu investieren. Vor der Einführung des Euro waren nur Anlagen in den Hartwährungen D-Mark, Gulden und Österreichischer Schilling vor Abwertungen gefeit. Im einheitlichen Währungsraum ist das Spektrum der Anlagemöglichkeiten sehr viel breiter, ohne dass ein großes Wechselkursrisiko eingegangen werden muss.

Durch diese verbesserten Rahmenbedingungen war und ist der Euro für alle Mitgliedsländer quasi ein Konjunkturprogramm, das unseren Nachbarn Wachstums- und damit den deutschen Unternehmen zusätzliche Absatzchancen beschert: Wir liefern jährlich für gut 500 bis 600 Mrd. € Güter in die EU und für rd. 400 Mrd. € in die Eurozone.

Der Euro ist andererseits zugegebenermaßen keine reine Erfolgsstory. So ist das Ziel, die wirtschaftlichen Ungleichgewichte zu vermindern, nur begrenzt erreicht worden.

„Wer den Euro grundsätzlich infrage stellt, verkennt, welch enormen Nutzen gerade die deutsche Volkswirtschaft aus der Einrichtung einer gemeinsamen Währung gezogen hat.“

Die Handelsströme zwischen den Mitgliedsländern sind unausgeglichen. Deutschland weist im intraeuropäischen Handel einen hohen Nettoüberschuss aus, dagegen verzeichnen insbesondere die Südeuropäer Defizite. Im letzten Jahrzehnt haben sich die Einkommen zwar stärker angenähert. Aber z. B. auf Spanien oder Griechenland bezogen, muss man fragen, ob dieser Prozess nachhaltig war und wie schnell er sich fortsetzen wird. Die jetzt notwendige drastische Haushaltskonsolidierung wird den Aufholprozess dieser Länder behindern. Die Schere zwischen reicheren und ärmeren Staaten wird sich eher wieder öffnen.

Allerdings gibt es ähnliche Ungleichgewichte auch innerhalb Deutschlands. Die Bürger Baden-Württembergs liefern nach Mecklenburg-Vorpommern mehr Autos und Maschinen, als sie dort zum Beispiel Serviceleistungen als Urlauber in Anspruch nehmen. Das Pro-Kopf-Einkommen Baden-Württembergs liegt um 10 % über, das von Mecklenburg-Vorpommern um 30 % unter dem Bundesdurchschnitt. In der Eurozone sind die Unterschiede zwischen den Mitgliedsländern keineswegs wesentlich ausgeprägter. Die Niederländer erreichen ein nach Kaufkraft gemessenes Pro-Kopf-Einkommen, das um 20 % über dem Durchschnitt liegt, die Griechen liegen um 15 % und die Portugiesen um 30 % darunter.

Diese Divergenzen an sich sind demnach noch kein Grund dafür, dass eine Währungsunion nicht funktionieren kann. Bedeutet dies aber, dass es auch auf EU-Ebene zu einem Länderfinanzausgleich kommen muss? Wird es notwendig sein, unseren Beitrag für die EU-Fördertöpfe zu erhöhen? Wenn man realistisch ist, muss man diese Frage bejahen. Denn einen Königsweg, nur den Nutzen des Euro zu vereinnahmen, ohne auch Kosten zu tragen, gibt es nicht.

Die schlechteste Lösung für uns wäre ein Auseinanderbrechen der Eurozone. Dies würde den Prozess der europäischen Einigung grundsätzlich infrage stellen. Deutschland oder ein kleines Rumpf-Euroland stünden in wenigen Jahren

„Einen Königsweg, nur den Nutzen des Euro zu vereinnahmen, ohne auch Kosten zu tragen, gibt es nicht.“

allein gegen die starken Wirtschaftsblöcke in Asien und Amerika. Würde die Eurozone abgeschafft, wären aktuell einige Nachbarländer zahlungsunfähig – mit entsprechenden Konsequenzen für das europäische Bankensystem –, die D-Mark würde massiv aufwerten und kaum ein Handelspartner wäre in der Lage, deutsche Produkte zu kaufen. Niemals könnten wir unsere Position als Exportweltmeister verteidigen.

Wir profitieren letztlich nur davon, wenn die Volkswirtschaften Europas weiter zusammenwachsen und wenn sich – durchaus auch mit Hilfe des Einsatzes von Fördermitteln – die Wirtschaftsverhältnisse angleichen. So ist es auch den neuen Mitgliedsländern in Mittelosteuropa gelungen, den Abstand zu den Durchschnittseinkommen in Europa in den letzten zehn Jahren ganz erheblich zu verkürzen. Sie sind damit längst nicht mehr nur günstige Produktionsstandorte, sondern wichtige Absatzmärkte. Damit verbreitern sie die Heimatbasis für die deutschen Unternehmen, was ein zunehmend wichtiger Anker im internationalen Wettbewerb ist.

Den freien Zutritt in diesen Markt „erkaufen“ wir uns durch einen jährlichen Nettobeitrag in die EU-Fördertöpfe von knapp 10 Mrd. €. Europa sollte uns diese Summe durchaus wert sein. Dieser Betrag ist ähnlich hoch wie die Honorare, die wir unseren Steuerberatern zahlen. Wenn wir sparen wollen, dann nicht am Aufbau eines gemeinsamen Europas, sondern lieber durch Vereinfachung des Steuersystems.

Konjunktur- und Kapitalmarktperspektiven vor dem Hintergrund der Schuldenkrise

Die hohe Staatsverschuldung verunsichert die Kapitalmärkte, belastet das Vertrauen in die Stabilität der Eurozone und fordert unkonventionelle Maßnahmen der EZB. Nicht nur der Euro, sondern auch die Währungen der osteuropäischen Beitrittsländer sind dabei unter Druck geraten. Die gute realwirtschaftliche Entwicklung kann kaum zur Beruhigung beitragen, und auch hier drohen – zumindest mittelfristig – Gefahren durch die Haushaltskonsolidierung im Zuge des erforderlichen Schuldenabbaus. Der nachfolgende Artikel enthält unsere Einschätzung zu den verschiedenen Themen.

Deutschland und die USA: Nachhaltige Konjunkturerholung mit Fragezeichen

Neueste Zahlen zu den Auftragseingängen des Verarbeitenden Gewerbes (s. die Grafik) und zur Industrieproduktion signalisieren für Deutschland eine deutliche Wachstums-

Kurz gesagt:

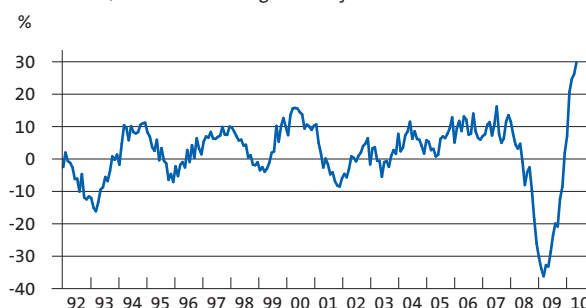
Die konjunkturelle Erholung setzt sich in Deutschland und in den USA fort, aber vorerst bleibt unsicher, wie stabil die weitere Entwicklung sein wird. Wachstumsrisiken resultieren beiderseits des Atlantiks vor allem aus der hohen Staatsverschuldung – wie auch aus den fiskalischen Maßnahmen, die zu ihrer Reduzierung eingeleitet werden.

Die Schuldenproblematik verunsichert die Finanzmärkte, vor allem in Europa. Auch mittelfristig wird es an den Kapitalmärkten der Eurozone differenzierte Risikoprämien geben. Erst die Verankerung zusätzlicher Stabilitätskriterien in der Eurozone und deren strikte Einhaltung werden allmählich eine Konvergenz bewirken.

Die Nervosität der Finanzmärkte erfasst auch Osteuropa. Die dortigen Währungen haben sogar gegenüber dem schwachen Euro an Boden verloren. Dass ein Eurobeitritt aufgeschoben werden muss, sollte indes nicht als neuer Risikofaktor eingestuft werden.

Auftragseingänge des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland

Volumenindex; reale Veränderung zum Vorjahr

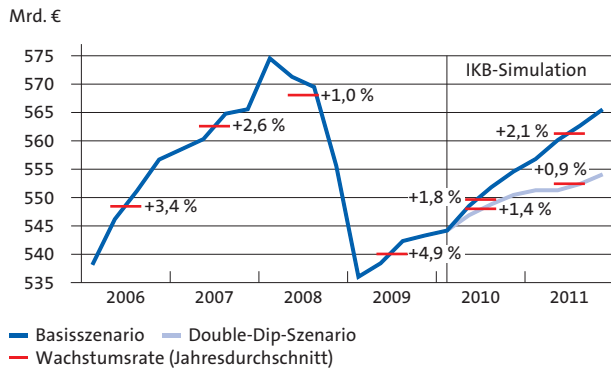


Quelle: Statistisches Bundesamt



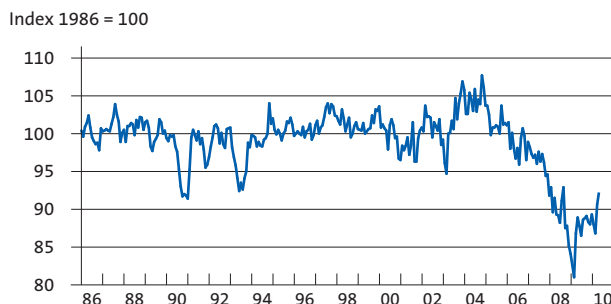
beschleunigung im zweiten und selbst im dritten Quartal. Dies bestätigt die Erwartung der IKB, dass das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts 2010 bei 1,8 % liegen wird (s. die obere Grafik auf S. 6). Die deutsche Wirtschaft wächst dabei primär durch Nachfrage aus dem Unternehmenssektor, was sich auch im generellen Trend der Exporte niederschlägt. Die private Binnennachfrage bleibt dagegen eher zurückhaltend, obwohl sich der Arbeitsmarkt weiterhin deutlich besser entwickelt, als es die Überkapazitäten der Wirtschaft andeuten würden. Die angestrebten fiskalischen Konsolidierungsmaßnahmen im gesamten Euroraum trüben jedoch das Konjunkturbild für 2011/12 ein. Sollte sich das Wachstum in unseren Nachbarländern abflachen, ergibt sich auch für Deutschland über die starke Exportabhängigkeit eine sich abschwächende Dynamik der wirtschaftlichen Entwicklung.

Entwicklung des vierteljährlichen Bruttoinlandsprodukts in Deutschland



Das US-Wachstumsbild konnte in den letzten Monaten auf den ersten Blick ebenfalls überzeugen. Das Bruttoinlandsprodukt ist im vierten Quartal 2009 sowie im ersten Quartal 2010 auf Jahresbasis um 5,6 % bzw. 3,0 % gestiegen. Zwar haben hierbei die wachsenden Lagerbestände eine wichtige Rolle gespielt. Aber auch der Konsum ist wieder angesprungen. Dies ist angesichts der Arbeitslosenrate und der Häusermarktentwicklung nicht selbstverständlich. Zudem ist diese Entwicklung mit dem ISM-Index konsistent, der generell als Frühindikator gilt. Neueste Werte signalisieren zwar einen Rückgang, doch bleibt der Index im Juni mit einem Wert von 56,2 über der kritischen Marke von 50. Die „Situation on Main Street“ scheint aber bei Weitem nicht so positiv zu sein, wie es die aggregierten BIP-Zahlen oder der ISM-Index andeuten. Der NFIB „Small Business Index“ zeigt an, dass sich die Situation für viele kleinere Firmen nur marginal und äußerst langsam verbessert, selbst wenn es im Mai einen moderaten Anstieg gab (s. die Grafik). Für einen Großteil der Unternehmen bleibt ein ab-

NFIB Optimism Index – USA



nehmender oder stagnierender Umsatz das Hauptproblem. Positiv für den Mittelstand ist immerhin, dass der Nettoabbau von Beschäftigten beendet zu sein scheint. So ist die Anzahl der Firmen, die in den nächsten drei Monaten einen Stellenabbau planen, kleiner als die Zahl der Firmen, die Neueinstellungen tätigen wollen. Aber eine alle Unternehmensgruppen umfassende US-Konjunkturerholung liegt damit noch nicht vor.

Staatsverschuldung: Auf beiden Seiten des Atlantiks ein Thema

Aktuell wird die Staatsverschuldung vielfach als ein primär europäisches Problem wahrgenommen, obwohl die Notwendigkeit zur Reduzierung des Haushaltsdefizits für die USA ein ebenso relevantes Thema darstellt. Gemäß den EU-Auflagen muss das Haushaltsdefizit in der Eurozone bis 2013/14 von 6,3 % (2009) auf 3 % des BIP heruntergefahren werden. Die USA hält momentan ein Defizit von um die 10 % des BIP, mit dem Ziel, es mittelfristig auf 4,5 % zu reduzieren. Vor dem Hintergrund eines konsumgetriebenen Wachstumsmodells und in Anbetracht des Umfangs der Anpassung dürften somit die USA vor der größeren fiskalpolitischen Herausforderung stehen. Den einzigen Unterschied stellt die anvisierte Zeitspanne dar. Aus Furcht, dass die einsetzende Konjunkturerholung durch Steuererhöhungen bereits frühzeitig wieder ins Stocken gerät, warnt die US-Regierung, die fiskalischen Zügel zu früh anzuziehen. Sie dürfte sich länger Zeit nehmen und erlegt der Wirtschaft keine kurzfristigen Sparziele auf. Europa dagegen forciert die Haushaltskonsolidierung, u. a. mit dem Ziel, wieder Vertrauen in die Stabilität der Eurozone zu schaffen.

Die fiskalischen Maßnahmen in Europa und Risiken hinsichtlich der Nachhaltigkeit des US-Konsumwachstumsmodells, verbunden mit der gegenwärtigen Entschuldung der privaten US-Haushalte, deuten auf beiden Seiten des Atlantiks auf signifikante Wachstumsrisiken für 2011 hin. Zwar ist davon auszugehen, dass sich die Weltwirtschaft weiter von der Finanzkrise erholen wird, was die Kapitalmärkte fundamental unterstützen sollte, doch muss die Erholung nicht unbedingt geradlinig verlaufen.

Zinspolitik: Keine Zinswende im Jahr 2010

Die anhaltenden Wachstumsrisiken spiegeln sich in der Geldpolitik und in den Langfristzinsen wider. So sind die Renditen auf US- und deutsche Staatsanleihen in jüngster

Zeit deutlich gefallen. Dies gibt der EZB und der Fed den Raum, auch weiterhin eine unterstützende und reaktive Geldpolitik zu verfolgen. Die moderaten Inflationserwartungen bleiben verankert, und solange keine grundlegende Veränderung der Risikoeinschätzung in den Märkten stattfindet, ist auch mit keinem drastischen Anstieg der Zinsen in Deutschland zu rechnen. Dennoch ist das momentane Niveau aus einer fundamentalen Perspektive heraus zu niedrig und primär das Ergebnis von Markteinschätzungen, die in US- und deutschen Anleihen einen sicheren Hafen sehen. Dies kann jedoch nur als kurzfristige Perspektive gelten, da selbst unter Berücksichtigung von Risikoaspekten mit einem anhaltenden Deflationsszenario – wie es in Japan immer noch der Fall ist – wohl weniger zu rechnen ist. Dies unterstützt auch die Grundeinschätzung, dass eine geldpolitische Wende in den USA und der Eurozone spätestens 2011 erfolgen wird.



renden Risikoprämien tatsächlich von einer Verzerrung im Markt gesprochen werden, sodass sich die Rolle der EZB auf eine temporäre Liquiditätsbereitstellung begrenzt und sich ihre Aktivität mithin nicht zu einer fundamentalen Finanzierungshilfe ausweitet. Die Entwicklungen in Griechenland haben gezeigt, dass der Euro-Kapitalmarkt für Staatsanleihen trotz Maastricht-Kriterien vor allem in Krisenzeiten sehr fragmentiert ist. Die EZB-Ankündigung versucht, dieser Tatsache entgegenzusteuern.

Geldpolitik: Neue Rolle für die EZB

Die EZB hat in den Kapitalmärkten des Euroraums eine neue Rolle angenommen, nämlich die aktive Partizipation an den Kapitalmärkten zur Sicherstellung von Liquidität in Krisenzeiten. Diese für die EZB doch gänzlich neue Ausrichtung wurde von den Märkten unterschiedlich aufgenommen. Es kam Besorgnis über die Unabhängigkeit der EZB auf, kauft sie doch jetzt Staatsanleihen von Mitgliedsstaaten, denen der Kapitalmarkt eher skeptisch gegenübersteht. Solche Aktionen werden sich jedoch neutral in Bezug auf die Geldpolitik auswirken, da die EZB gegenläufige Marktinterventionen durchführt. Ziel ist es, einen ausreichend funktionsfähigen Kapitalmarkt zu gewährleisten. Dies gilt vor allem für Länder, deren Märkte nicht die nötige Tiefe haben, wie sie zum Beispiel der Kapitalmarkt in Deutschland aufweist. Der Besorgnis über eine durch die Zentralbank finanzierte Staatsverschuldung und die damit verbundene Gefahr einer Inflationsskalation kann jedoch deutlich widersprochen werden.

Die Grundlagen einer EZB-Intervention auf den Kapitalmärkten sind das Umsetzen einer fiskalischen Konsolidierung und die mittelfristige Einhaltung der Maastricht-Kriterien. Diese Kriterien bilden das Fundament für einen integrierten Euro-Kapitalmarkt und sind für die EZB von vorrangiger Bedeutung. Denn nur auf dieser Basis kann bei eskalie-

Kapitalmarkt: Auch mittelfristig differenzierte Risikoaufschläge für Länderbonitäten

Für die Kapitalmärkte bleiben die Staatsschuldendynamik der Industrieländer und ihre Auswirkungen auf die wirtschaftliche Erholung ein bestimmendes Thema. Vor allem in Europa verunsichert das Schuldenproblem die Finanzmärkte. Die gute realwirtschaftliche Entwicklung findet eine untergeordnete Beachtung. Denn obwohl sich die konjunkturelle Erholung in Deutschland fortsetzt und sogar weiter an Fahrt gewinnt, sind die Risikoaufschläge für Unternehmen in jüngster Zeit erneut gestiegen. Der Euro bewegt sich weiterhin auf relativ niedrigem Niveau, und deutsche Staatsanleihen gelten selbst bei Renditen deutlich unterhalb von 3 % weiterhin als attraktiv.

Die anhaltende Nervosität in den Märkten ist auf der einen Seite überraschend, da sich die Griechenland- oder PIIGS-Problematik mit dem Rettungspaket der Euroländer und des IWF deutlich entspannen sollte. Auf der anderen Seite bleiben jedoch fundamentale Zweifel an der Fähigkeit mancher Länder, ihre Schuldeneskalation unter Kontrolle zu bekommen. So wird zum Beispiel die Staatsverschuldung Griechenlands aller Voraussicht nach noch bis 2012 weiter ansteigen, und das Haushaltsdefizit wird erst 2014 unterhalb von 3 % des BIP liegen. Erste Einflüsse der Reformen sind zwar schon heute im griechischen Staatshaus-

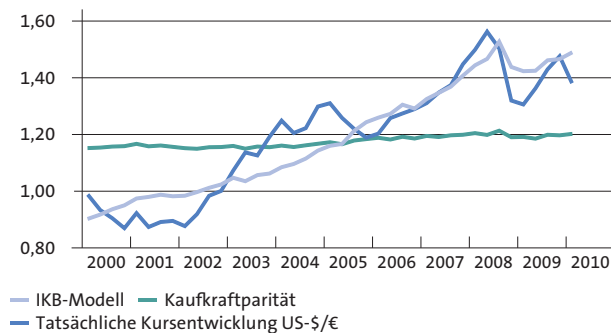
Euro-Dollar-Kurs-Prognose: Zum (Un-)Sinn der Kaufkraftparitätentheorie

Die momentane Schwäche des Euro hat eine erneute Diskussion über den korrekten Wert der Einheitswährung entfacht. Zwar scheint Konsens darüber zu herrschen, dass die Griechenland-Problematik einen großen Teil zur derzeitigen Euroschwäche beigetragen hat. Doch werden nun auch vermehrt fundamentale Argumente für eine Euroschwäche vorgebracht. Grundlage scheint hier das Konzept der Kaufkraftparität (KKP) zu sein, also der Wechselkurs, der Preise in den USA und im Euroraum gleichstellt. Es repräsentiert das Gesetz vom einheitlichen Preis. Dies hört sich zwar plausibel an, doch ist die Schätzung der Kaufkraftparität nicht unproblematisch. Denn empirische Analysen haben relativ eindeutig gezeigt, dass es eher Kapital- als Handelsströme sind, die die Wechselkurse bestimmen. Daher haben sich Modelle, die nur auf der Kaufkraftparität basieren, als schlechter oder sogar schlichtweg als falscher Anker für Prognosen und Erwartungen herausgestellt. KKP ist das falsche Konzept, weil der Wechselkurs selbst langfristig keine Konvergenz zu diesem Wert zeigt.

Das KKP-Modell würde momentan einen US-\$/€-Fundamentalwert von 1,20 prognostizieren. Das IKB-Modell deutet dagegen auf einen deutlich stärkeren Euro hin. Die besagten 1,20 US-\$/€ werden zwar oftmals als relevanter Referenzwert für den Euro genannt. Wie die linke Grafik zeigt, ist aber die KKP als relevanter Referenzwert gänzlich unrealistisch. Somit erscheint die Anwendung der Kaufkraftparität als Referenzwert für die Einschätzung des Euro als wenig sinnvoll. KKP sollte demnach nicht die Grundlage für eine Wechselkursprognose darstellen. Die IKB-Prognose beruht auf einem Modell von relativen Preisen, Zins- und Schuldenentwicklungen. Aus diesem Modell kann das KKP-Modell unter strengen Annahmen abgeleitet werden, was statisch jedoch wenig sinnvoll erscheint. Basierend auf dem IKB-Modell, sehen wir weiterhin die momentane Euroschwäche als Ergebnis der Griechenland- bzw. gesamten PIIGS-Problematik und erwarten mit einer – wenn auch nur partiellen – Normalisierung der Einschätzungen eine Erholung des Euro gegenüber dem US-Dollar. Dies wird auch durch eine eskalierende US-Staatsverschuldung unterstützt, die einen wichtigen Treiber im IKB-Modell darstellt.

Entwicklung des US-Dollar/Euro-Wechselkurses

US-\$/€, Quartalswerte

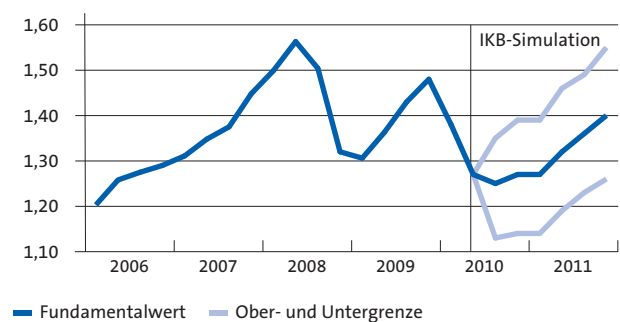


Quellen: Bloomberg; IKB-Prognose



Fundamentalprognose: Wechselkurs US-Dollar je Euro

US-\$/€, Quartalswerte



Quellen: Bloomberg; IKB-Prognose



halt erkennbar, doch ist hier eine gewisse Skepsis bezüglich der Akkuratheit der Daten sicherlich angebracht.

Mit der europaweiten Eskalation der Staatsverschuldung hat der „Kapitalmarkt“ eine von den Maastricht-Kriterien unabhängige Risikoeinschätzung vieler Euroländer vorgenommen. Nun besteht zwingender Handlungsbedarf, die Erwartungen mittelfristig wieder auf einen nahezu gemeinsamen Euronenner zu bringen. Dies ist auch für den Euro von absoluter Wichtigkeit, steigen doch die Zweifel an der Haltbarkeit einer Gemeinschaftswährung ohne

integrierte Kapitalmärkte deutlich an. Um zukünftige Erwartungen wieder stärker auf europäische Kriterien zu verankern, bedarf es einer glaubwürdigen Bindung der länderspezifischen Wirtschaftspolitik an stabilisierende und haltbare Kriterien, welche sich nicht allein auf die Staatsverschuldung beziehen. Denn die fundamentale Besorgnis über die Haltbarkeit des Euro basiert oftmals auf Argumenten zur Wettbewerbsfähigkeit und zu den anhaltenden Ungleichgewichten der Euroländer. Zwar hat die EU am 20. Mai 2010 erste Vorschläge unterbreitet, die über das bloße Einhalten bestimmter Defizitkriterien hinaus-

gehen. Es wird jedoch nicht nur an der strikten Erfüllung dieser Kriterien liegen, sondern auch an der konsequenten Anwendung von Sanktionen im Falle eines Verstoßes, bevor der Markt erneut europaweite Stabilitätskriterien uneingeschränkt als Grundlage seiner Erwartungen akzeptieren dürfte. Dies würde selbst mittelfristig auf eine nur langsame Konvergenz der länderspezifischen Risikoprämien in Europa hindeuten. Sprich: Die europäischen Kapitalmärkte werden auch mittelfristig – und vor allem im Vergleich zum Vorkrisenniveau – stärker differenzierte Risikoprämien zeigen.

Osteuropa im Bann der EU-Schuldenkrise

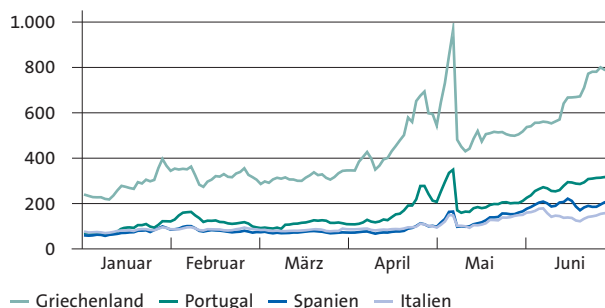
Die Nervosität der Märkte bezüglich der Stabilität der Staatsverschuldungen hat sich in jüngster Zeit auch wieder auf Osteuropa ausgebreitet. Länder wie Polen, die Tschechische Republik, aber auch Ungarn mussten ihre Ambitionen eines schnellen Eurobeitritts zügeln, wodurch die Besorgnis der Märkte nicht gerade reduziert wurde. So haben die osteuropäischen Währungen in jüngster Zeit sogar noch gegenüber einem schwachen Euro an Boden verloren, und die erwartete Normalisierung nach der Krise scheint, zumindest momentan, ausgesetzt zu sein (s. die untere Grafik).

Die Haushaltsdefizite und das Niveau der Staatsverschuldung dieser Länder (vor allem Polens und der Tschechischen Republik) liegen deutlich niedriger, als es bei manchen der PIIGS-Staaten der Fall ist. Zudem hat z. B. Polen die Finanzkrise besser überstanden als die meisten Euroländer. Die Notwendigkeit einer fiskalpolitischen Konsolidierung wird von den Regierungen anerkannt, auch wenn detaillierte Sparmaßnahmen auf mittlere Sicht nicht so konkret formuliert sind, wie es die EU zum Teil fordert. Das Ziel eines mittelfristigen Eurobeitritts erhöht aber den Druck, die geforderten Kriterien so schnell wie möglich zu erreichen. Die Möglichkeit eines erhöhten diskretionären Handelns in Bezug auf die Staatsverschuldung sollte nicht als Risiko gesehen werden, da dies eine Politik zulässt, die in größerem Maße von der wirtschaftlichen Erholung abhängt – wie es auch in den USA der Fall ist. So kann das Aufschieben des Eurobeitritts eher als kurzfristig stabilisierend gesehen werden und damit nicht unbedingt als ein neuer Risikofaktor. Ein wichtiger Aspekt ist jedoch die politische Glaubwürdigkeit, die gegenwärtig vor allem in Ungarn gelitten hat.

Risikoprämien für ausgewählte Euroländer

Entwicklung der 10-Jahres-Spreads 2010

Basispunkte



Quelle: Bloomberg



Fundamentalprognose: Wechselkurs Polnische Zloty je Euro

Zloty/€, Quartalswerte



Quellen: Bloomberg; IKB-Prognose



Die anhaltende Besorgnis über die Staatsverschuldungen sowie die Notwendigkeit, den Eurobeitritt zu verschieben, haben zu einer erneuten Schwäche der osteuropäischen Währungen – sogar gegenüber dem Euro – geführt. Ob dies jedoch nur eine momentane Überreaktion der Märkte ist oder eine Korrektur der Fundamenteinschätzung notwendig macht, bleibt abzuwarten. Vor dem Hintergrund unserer Ländereinschätzungen und der geschätzten Währungsmodelle würden wir eher von einer Überreaktion der Märkte ausgehen. Wie uns jedoch Griechenland gezeigt hat, kann auch eine Marktreaktion fundamentale Implikationen haben.

Dr. Klaus Bauknecht, E-Mail: Klaus.Bauknecht@ikb.de

(Stand: 5. Juli 2010)

Derivate: Maßgeschneiderte Instrumente zur Risikoabsicherung

Unternehmen sind – oft auch unbewusst – Risiken ausgesetzt, die aus Zins-, Rohstoffpreis- und Währungsschwankungen resultieren. Ein Beispiel aus der Praxis zeigt, wie mit Hilfe von maßgeschneiderten Derivaten solche Risiken minimiert werden können.

Unternehmen sehen sich zunehmend mit Risiken konfrontiert, die nicht Teil ihres originären Geschäftsmodells sind. Gerade in unsicheren Zeiten wie diesen, in denen wir sehr volatile Märkte erleben, können Zins-, Rohstoffpreis- und Währungsschwankungen ein nicht unerhebliches Risiko darstellen. Aus diesem Grund ist ein individuelles und effizientes Hedging von Sekundärrisiken (= Risiken, die nicht zur Kernkompetenz eines Unternehmens gehören) im Unternehmenskontext unerlässlich, um nachhaltig den Erfolg aus dem operativen Geschäft sicherzustellen. Derivative Finanzinstrumente stellen ein effektives Instrument dar, um solche Risiken gezielt aus dem Unternehmen herauszureichen. Dadurch erreicht man das bewusste Tragen von unternehmensspezifischen Primärrisiken und kann komparative Vorteile gegenüber dem Wettbewerb generieren.

Im Folgenden zeigen wir beispielhafte Überlegungen aus dem Risikomanagement eines mittelständischen Maschinenbauers auf, bei dem das unbewusste Tragen von Sekundärrisiken u. a. zu einem deutlich negativen Finanzergebnis geführt hat. Negative Effekte aus solchen sekundären Risiken möchte man in Zukunft vermeiden, um den Unternehmenserfolg im originären Geschäft, d. h. im Maschinenbau, nicht zu gefährden.

Problemstellung: Liquiditätsreserve birgt Zinsrisiken

Unser Maschinenbauer hält aus strategischen Gründen eine Liquiditätsreserve. Diese ist mittelfristig finanziert, z. B. über festverzinsliche Schuldscheindarlehen oder mittelfristige Darlehen. Um die Liquidität nicht einzuschränken und somit den originären Zweck einer solchen Reserve zunichte zu machen, kann deren Anlage nur im sehr kurzfristigen, variabel verzinsten Bereich erfolgen. Im aktuellen Marktumfeld führt die Liquiditätsreserve somit zu einer

deutlichen Belastung des Finanzergebnisses, da die mittelfristig finanzierte Liquidität deutlich höhere Zinskosten „produziert“, als die variable Anlage Erträge erzielt. Das Unternehmen ist daher einem Sekundärrisiko durch mittelfristige Finanzierung der Liquiditätsreserve ausgesetzt; eine variable Finanzierung hätte dieses Zinsänderungsrisiko ausgeschlossen. Um die aktuelle Problematik des negativen Finanzergebnisses zu lösen, haben wir dem Unternehmen empfohlen, mit Hilfe eines derivativen Finanzinstruments, z. B. eines Receiver-Swaps, die Festsatzverbindlichkeit synthetisch in eine variabel verzinsten Verbindlichkeit umzuwandeln. Alternativ kann man auch über eine synthetische Veredelung der Anlageerträge nachdenken, um die Mehrkosten durch das Halten der Liquiditätsreserve zu minimieren.

Attraktiver Lösungsansatz: Constant Maturity Swap mit Zinsobergrenze

Im Rahmen der aufzusetzenden Asset-Liability-Management (ALM)-Strategie wurden vom Maschinenbauer neben dem Primärziel – Reduzierung/Ausgleich des negativen Zinsergebnisses – diverse Sekundärziele adressiert. Solche Ziele können z. B. die Sicherung der mittel- und langfristigen Zinskosten oder auch die Begrenzung der bilanziellen Volatilität des Zinsergebnisses sein. Um diese Ziele entsprechend realisieren zu können, wurden anhand verschiedener Konjunkturszenarien mögliche Zinsergebnisse simuliert, und es wurde versucht, unter Berücksichtigung der strategischen Liquiditätsreserve eine Strategie zu entwickeln, die die komplexen Anforderungen erfüllt.

Wir haben gemeinsam mit dem Unternehmen eine Lösung erarbeitet, die die Partizipation an sinkenden Geld- bzw. Kapitalmarktzinsen und die wünschenswerte Deckelung der Zinskosten vereint. Als Instrument zur Abbildung dieser Problematik bietet sich der Constant Maturity Swap (CMS)

mit Zinsobergrenze an. Im Rahmen dieses Swaps erhält der Kunde den für seine Finanzierung maßgeblichen Geldmarktzins (beispielsweise 3-Monats-Euribor) und zahlt dagegen den variablen 2-Jahres-Swapsatz. Dieser wird analog zum 3-M-Euribor vierteljährlich fixiert und schwankt demnach ebenfalls im Zeitablauf.

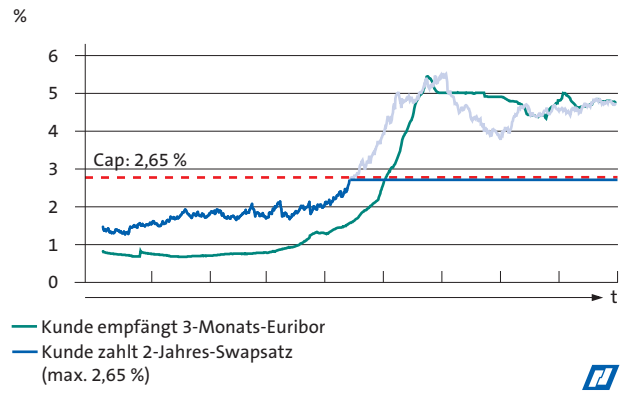
Da der 2-Jahres-Swapsatz derzeit über dem 3-M-Euribor liegt, leistet der Kunde höhere Zinszahlungen, als er empfängt. Durch diesen Aufschlag können wir ihm einen attraktiven Cap (beispielhaft bei 2,65 %) zur Verfügung stellen. Diese Idee hat unser Kunde aus zwei Gründen entsprechend umgesetzt: Zum einen erfüllt sie seine oben genannten Anforderungen an eine ALM-Strategie. Zum anderen hat sich in der Vergangenheit die Zinsdifferenz zwischen dem 2-Jahres-Swapsatz und dem 3-M-Euribor in Phasen steigender Zinsen und einer damit verbundenen Verflachung der Zinsstrukturkurve stark reduziert. In diesem Moment ist der Aufschlag marginal, und unser Kunde hat bei Eintreten dieser Entwicklung den Cap zu minimalen totalen Kosten erworben, ohne am Anfang eine Prämie zahlen zu müssen.

Lösungen für Risiken im Fremdwährungs-bereich

Im Bereich der Fremdwährungen betreibt unser Maschinenbauer als Exporteur seit Jahren ein professionelles Fremdwährungsmanagement der operativen Zahlungsströme. Durch Tochtergesellschaften in den USA und in Tschechien erzielt er Dividendeneinkommen. In der Vergangenheit wurden diese genau dann entsprechend erhöht, wenn der jeweilige Wechselkurs der Geschäftsführung bzw. den Gesellschaftern opportun erschien. Um eine Professionalisierung des Dividendenmanagements und die Reduzierung von Sekundärrisiken herbeizuführen, haben wir mit unserem Kunden über eine Novellierung der generellen Dividendenpolitik und das zugehörige Hedging von Dividendenzahlungsströmen diskutiert. Dieses Projekt wurde nach Rücksprache mit den Gesellschaftern umgesetzt, um in Zukunft unabhängig von Wechselkurseinflüssen planbare und konstante Dividendenzahlungsströme zu erwirtschaften.

Doch nicht nur in Bezug auf die Dividendenzahlungsströme ist das Unternehmen einem Wechselkursrisiko ausgesetzt. Durch Konsolidierung und Umrechnung der Abschlüsse der beiden Töchter weist seine Bilanz wechselkursinduzierte Eigenkapitalschwankungen auf. Diese

CMS mit Zinsobergrenze



Schwankungen können mit Hilfe eines Net Investment Hedge reduziert werden. Als Derivat bietet sich hierzu z. B. ein Cross Currency Swap an, eine Vereinbarung zum Tausch von Zinszahlungen in verschiedenen Währungen (detaillierte Ausführungen zum Thema Net Investment Hedge s. die UnternehmerThemen Februar 2010).

Durch eine derivativegestützte Minimierung der Sekundärrisiken als Einflussgröße des Unternehmenserfolgs erreicht man, wie anhand unseres Beispiels gezeigt, mit einfachen Mitteln eine Fokussierung auf das Kerngeschäft bzw. auf die Primärrisiken. Die hier vorgestellten Produkte und Produktvarianten sind nur ein kleiner Ausschnitt aus dem möglichen Gesamtspektrum. Derivate sind flexibel anpassbar, sodass für nahezu jedes individuelle Problem eine maßgeschneiderte Lösung gefunden werden kann. Neben den wirtschaftlichen Aspekten einer Absicherung sollte vor Umsetzung zwingend eine Beratung bezüglich bilanzieller und steuerlicher Aspekte in Anspruch genommen werden.

Die Beratungsleistung der IKB umfasst den gesamten Themenkomplex der Risikoabsicherung mit Hilfe von Derivaten, insbesondere mit Blick auf das Thema Asset Liability Management. Ansprechpartner sind die Autoren:

*Tilo Kraus, E-Mail: Tilo.Kraus@ikb.de,
Andreas Weber, E-Mail: Andreas.Weber@ikb.de,
Christof Schlenk, E-Mail: Christof.Schlenk@ikb.de
(Team Capital Markets & Derivate)*

Vorerst leichte Belebung der Investitionstätigkeit in der Industrie

Einige Ergebnisse aus der Frühjahrsumfrage 2010 des BDI-Mittelstandspanels

In welchem Umfang wollen die Industrieunternehmen in diesem Jahr Investitionen durchführen? Und über welche Finanzierungsspielräume verfügen sie, um ihre Pläne zu realisieren? Antworten auf solche Fragen gibt die Frühjahrsumfrage 2010 des BDI-Mittelstandspanels.

In den letzten Wochen hat sich die Konjunktur etwas deutlicher aufgehellt. Die Nachfrage zieht stärker an als erwartet; die Unternehmen berichten über steigende Produktions- und Umsatzzahlen. Dies gibt Anlass zu der Hoffnung, dass auch die unternehmerische Investitionstätigkeit, die sich in der Krise erheblich abgeschwächt hatte, nun allmählich wieder zunimmt.

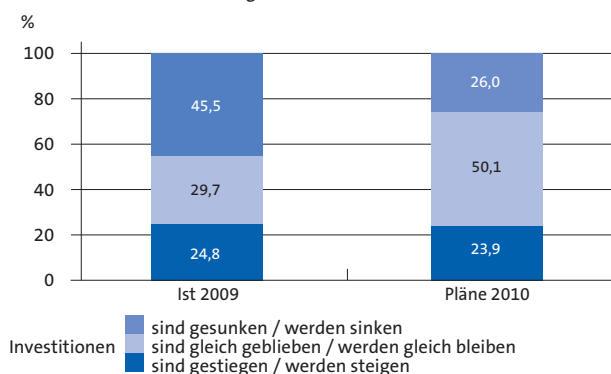
Wie die Antworten der Umfrage-Teilnehmer zeigen, bleiben allerdings die industriellen Unternehmen zunächst noch vorsichtig. Zwar ist der Anteil der Firmen, die für 2010 eine Senkung ihrer Investitionsausgaben planen, im Vergleich zu 2009 deutlich zurückgegangen, als annähernd jedes zweite Unternehmen seine Aktivitäten einschränkte (s. das Schaubild). Andererseits beabsichtigt insgesamt nur etwa jedes vierte Unternehmen, im laufenden Jahr höhere Ausgaben zu tätigen. Stärker ausgeprägt ist die Investitionsbereitschaft indes bei den Firmen mit

mehr als 100 Beschäftigten, sodass für die Industrie insgesamt eine Stagnation des Investitionsvolumens realistisch erscheint, wenn nicht sogar ein leichter Anstieg. Dies wird vor allem dann der Fall sein, wenn sich die derzeit kräftigen konjunkturellen Impulse als nachhaltig erweisen und sich dadurch zunehmend Firmen veranlasst sehen, aufgeschobene Projekte nachzuholen. Dann könnten sich erst recht, wie dies auch schon im Krisenjahr 2009 zu beobachten war, die jetzigen Prognosen der Unternehmen als zu pessimistisch herausstellen.

Zweimal im Jahr liefert das BDI-Mittelstandspanel aktuelle Informationen über Geschäftslage und Zukunftsperspektiven mittelständischer Industriefirmen, über unternehmensstrategische Aspekte sowie die Einstellung zu wirtschaftspolitischen Themen. Die Online-Befragung wird im Auftrag von BDI, IKB und Ernst & Young vom Institut für Mittelstandsforschung Bonn durchgeführt. An der Frühjahrsbefragung 2010 haben sich etwa 1.350 Industriefirmen beteiligt. Der Ergebnisbericht 2010 steht Interessenten auf den IKB-Internetseiten [www.ikb.de / Branchen&Märkte / Unternehmerthemen](http://www.ikb.de/Branchen&Märkte/Unternehmerthemen) zum Download zur Verfügung.

Für 2010 deutet sich vorerst nur eine schwache Ausweitung der Investitionen an

Anteile an den Antworten insgesamt¹



¹Werte hochgerechnet

Quelle: BDI-Mittelstandspanel Frühjahr 2010



Die Investitionen konzentrieren sich auf Ersatzbeschaffungen und Modernisierungen (s. das obere Schaubild auf S. 13). Die Krise wurde vielfach genutzt, um Einsparpotenziale auszuloten. Viele der geplanten Investitionsvorhaben dienen nun deren Erschließung, zum Beispiel mit dem Ziel, den Energie- und Rohstoffeinsatz zu vermindern oder die Effizienz und Flexibilität der Produktions- und Logistikprozesse zu erhöhen. Erweiterungsmaßnahmen werden dagegen in geringerem Umfang durchgeführt als in den zurückliegenden Jahren, was nicht überraschen kann angesichts der immer noch niedrigen Kapazitätsauslastung und der weiterhin latent vorhandenen Unsicherheiten hinsichtlich der künftigen konjunkturellen Entwicklung.

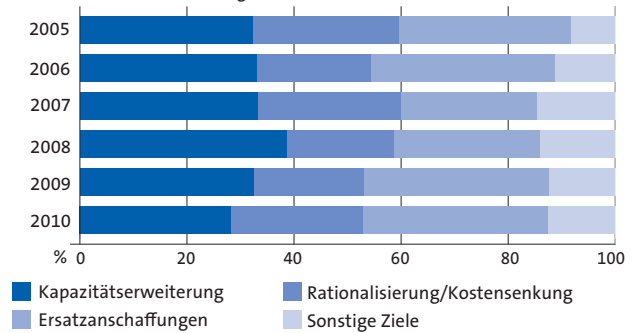
Von der Finanzierungsseite her sollte eine moderate Ausweitung der Investitionen nicht gefährdet sein. Zwar hat die Krise 2009 fast jedes vierte Industrieunternehmen in die Verlustzone geführt. Zudem hat sich das Ertragsniveau insgesamt gegenüber den Vorjahren massiv reduziert (s. das mittlere Schaubild). Gleichwohl weisen viele Firmen derzeit beachtliche Liquiditätsbestände auf, nachdem sie vor allem durch Working-Capital-Maßnahmen den Cashflow steigern konnten (s. dazu auch den Beitrag auf S. 17ff.) und gleichzeitig ihre Investitionsausgaben vorübergehend zurückgeführt hatten. Außerdem ziehen nun steigende Umsätze oft eine Verbesserung der Ertragsituation nach sich, wobei sich teilweise die vorgenommenen Optimierungen und Restrukturierungen bereits positiv auswirken. Mithin können manche Investitionsprojekte weitgehend aus eigener Kraft finanziert werden, zumal wenn es sich um Vorhaben mit überschaubarem Finanzierungsbedarf handelt.

Hinzu kommt, dass sich das externe Finanzierungsumfeld leicht entspannt hat. Nur knapp ein Viertel der Unternehmen klagt aktuell über eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen (s. das Schaubild unten). Der Zugang zu Investitionskrediten bleibt zwar ein Thema, er hat sich allerdings im Vergleich zum letzten Herbst merklich verbessert. Eine Kreditklemme ist nach den Panelergebnissen derzeit nicht in Sicht – ein Befund, der durch andere Untersuchungen bestätigt wird. Eine Entwarnung in Sachen Finanzierung kann aber noch nicht gegeben werden. Denn wenn sich die Investitionsaktivität im Aufschwung stärker belebt und damit der Finanzierungsbedarf ansteigt, könnte es zu finanziellen Engpässen kommen. Aufgrund struktureller Anpassungsprozesse im Bankensektor besteht die Gefahr, dass die Kreditvergabe über kurz oder lang an Grenzen stoßen wird. Davon könnten dann verstärkt solche Firmen betroffen sein, deren Eigenkapital durch die Krise nachhaltig geschwächt ist und deren Ertragskraft noch keine entscheidende Verbesserungstendenz zeigt. Vorerst haben Unternehmen, deren Zugang zu Krediten erschwert ist, die Chance, Mittel aus dem KfW-Sonderprogramm in Anspruch zu nehmen, um geplante Investitionen zügig in Angriff zu nehmen (s. dazu den Beitrag auf S. 14ff.).

Dr. Günter Kann,
E-Mail: Guenter.Kann@ikb.de

Ersatzanschaffung und Modernisierung stehen im Vordergrund

Verteilung des Investitionsvolumens nach Investitionszielen; Anteile an den Antworten insgesamt¹



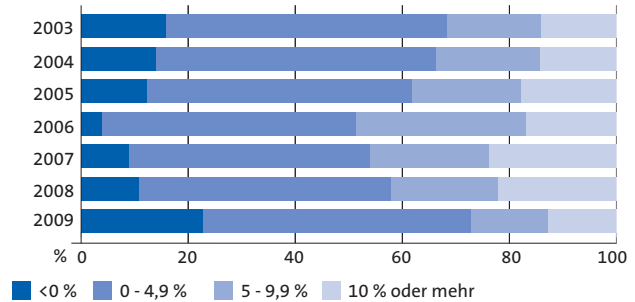
¹Werte hochgerechnet

Quelle: BDI-Mittelstandspanel Frühjahr 2010



2009: Verluste bei fast jedem vierten Unternehmen

Anteile an den Antworten insgesamt¹



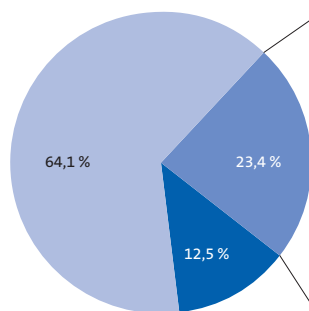
¹Werte hochgerechnet

Quelle: BDI-Mittelstandspanel Frühjahr 2010



Kreditklemme vorerst nicht in Sicht

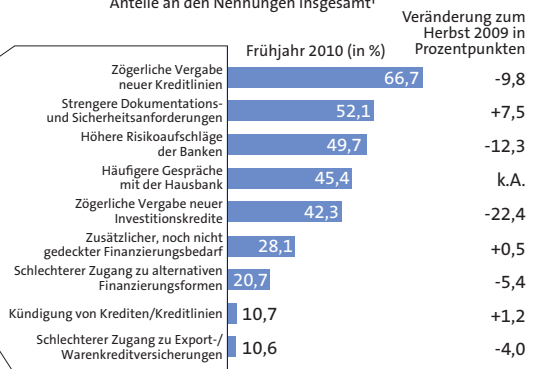
Veränderung der Finanzierungsbedingungen in den letzten sechs Monaten; Anteile an den Antworten insgesamt¹



¹Werte hochgerechnet

Quelle: BDI-Mittelstandspanel Frühjahr 2010

Von welchen Veränderungen sind Sie betroffen? Anteile an den Nennungen insgesamt¹



¹Werte hochgerechnet

Quelle: BDI-Mittelstandspanel Frühjahr 2010



KfW-Sonderprogramm: Weiterentwicklungen und Ergänzungen

Im Rahmen des „Wirtschaftsfonds Deutschland“ stehen seit Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise den Unternehmen – noch bis Ende 2010 – Kredite aus dem KfW-Sonderprogramm zur Investitions- und Betriebsmittelfinanzierung zur Verfügung. Der folgende Beitrag informiert über die zwischenzeitliche Weiterentwicklung des Programms.

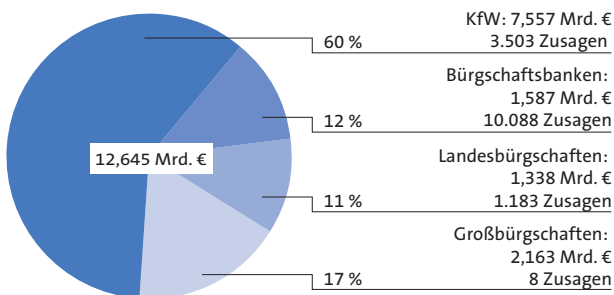
Bisherige Inanspruchnahme

Der „Wirtschaftsfonds Deutschland“ beinhaltet ein bis Ende 2010 befristetes Kredit- und Bürgschaftsprogramm der Bundesregierung, um die Kreditversorgung der gewerblichen Wirtschaft auch in der Finanz- und Wirtschaftskrise zu sichern. Ein besonderes Augenmerk gilt den mittelständischen Unternehmen.

Von den im Rahmen der Konjunkturpakete I und II insgesamt zur Verfügung gestellten Mitteln in Höhe von 115 Mrd. € entfallen 40 Mrd. € auf das KfW-Sonderprogramm sowie 75 Mrd. € auf die Bürgschaftsprogramme von Bund, Ländern und Bürgschaftsbanken (zu den einzelnen Programmen s. unsere Beiträge in den UnternehmerThemen März 2009 und Februar 2010). Ein Blick auf das Volumen der Bewilligungen aus dem „Wirtschaftsfonds Deutschland“ zeigt, dass bis Ende Mai d.J. erst 11 % der Mittel zugesagt worden sind. Davon entfallen mit 7,6 Mrd. € rd. 60 % auf das KfW-Sonderprogramm.

Bewilligungen im Wirtschaftsfonds Deutschland

Volumen (Stand: 31. Mai 2010)



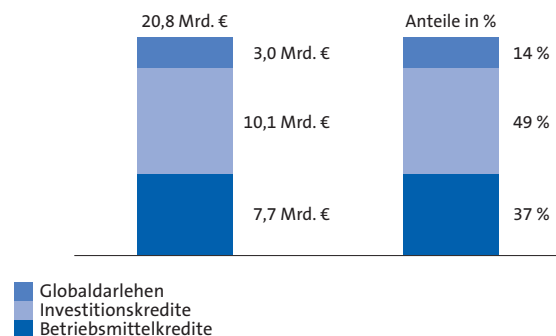
Quelle: BMWi



Bei einem Vergleich mit den von der KfW regelmäßig veröffentlichten Zahlen zum Antragseingang im KfW-Sonderprogramm (s. die Grafik) könnte man zunächst den Eindruck gewinnen, dass sich bei dem Förderinstitut noch ca. 10 Mrd. € in Bearbeitung befinden. Dies ist jedoch nicht der Fall, da die Quote der offenen Anträge angabegemäß bei 4 % liegt. Der Differenzbetrag zwischen Antrags- und Zusagevolumen erklärt sich vielmehr aus dem hohen Volumen zurückgezogener bzw. abgelehnter Kreditanträge.

Antragseingänge im KfW-Sonderprogramm

Volumen (Stand: 28. Mai 2010)



Quelle: KfW



Die Fördermittel aus dem KfW-Sonderprogramm gehen primär an Unternehmen aus Branchen, die besonders stark von der Wirtschaftskrise betroffen sind. So ist das Verarbeitende Gewerbe mit fast 70 % am Zusagevolumen überproportional vertreten (s. die Grafik auf S. 15). Fahrzeug-, Schiff- und Maschinenbau sowie Metallerzeugung und -bearbeitung haben in besonders großem Umfang Mittel in Anspruch genommen.

Weiterentwicklungen im KfW-Sonderprogramm

Erweiterung der Antragsberechtigung.

Am Markt etablierte banken- und herstellerunabhängige Leasinggesellschaften mit Sitz in Deutschland sind unabhängig von ihrer Größe seit September 2009 im Rahmen des „KfW-Sonderprogramms – Mittelständische Unternehmen“ in der Betriebsmittelvariante antragsberechtigt. Als bankenunabhängig gelten Leasinggesellschaften, wenn ein oder mehrere Kreditinstitute, Versicherungen oder vergleichbare Finanzinstitutionen einzeln oder zusammen, unmittelbar oder mittelbar nicht mit 25 % oder mehr beteiligt sind. Herstellerunabhängig sind Leasinggesellschaften dann, wenn ein oder mehrere Hersteller oder Lieferanten von Leasinggütern einzeln oder zusammen sowie unmittelbar oder mittelbar mit weniger als 25 % beteiligt sind.

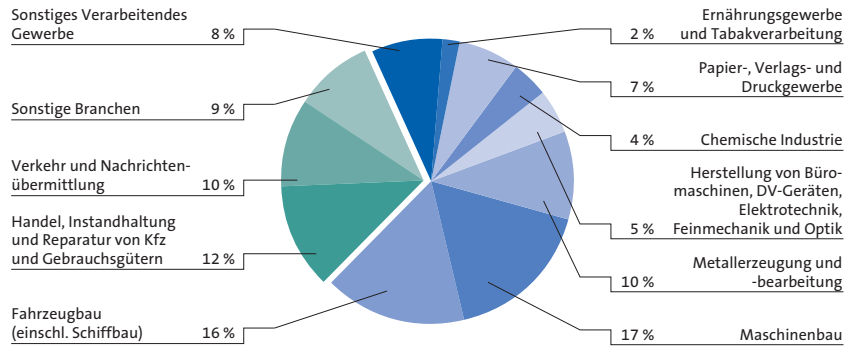
Unternehmen mit max. 50 % öffentlicher Beteiligung können jetzt im Einzelfall sowohl in den Investitions- als auch in den Betriebsmittelvarianten begleitet werden, sofern sie überwiegend marktwirtschaftlich tätig sind. Dieses gilt auch für Unternehmen, die im Eigentum von Stiftungen sind, sofern auch sie am Markt gewinnorientiert auftreten und der Einfluss etwaiger kommunaler und sozialer Träger begrenzt ist.

Spezifikation des Begriffs „Kapitalmarktzugang“. Im „KfW-Sonderprogramm – Große Unternehmen“ sind Unternehmen mit einem Jahresgruppenumsatz von mehr als 500 Mio. € antragsberechtigt, sofern sie keinen Zugang zum Kapitalmarkt haben. Ab dem 23. April 2010 gilt diesbezüglich nun folgende Spezifikation: Von einem Zugang zum Kapitalmarkt ist zunächst dann auszugehen, wenn mindestens eines der nachfolgenden Kriterien erfüllt ist. Das antragstellende Unternehmen

- ist im DAX-30 oder MDAX oder in einem vergleichbaren ausländischen Börsensegment gelistet und verfügt über ein externes Rating.
- hat sich in jüngerer Vergangenheit (in der Regel 6 Monate vor Antragstellung) erfolgreich über den Kapitalmarkt refinanziert. Dabei sind sämtliche am Kapitalmarkt verfügbaren Finanzierungsformen zu betrachten (Eigen-

KfW-Sonderprogramm: Anteil der Branchen am Zusagevolumen

(Stand: 28. Mai 2010)



Quelle: KfW



kapital, eigenkapitalähnliche Instrumente wie Hybrid- oder Mezzaninekapital, Anleihen in sämtlichen Ausgestaltungsformen sowie Privatplatzierungen).

- ist Teil eines Konzerns mit eigenem Kapitalmarktzugang, und es bestehen enge finanzielle Verflechtungen innerhalb des Konzerns (z. B. Cashpooling, Ergebnisabführungsvertrag etc.). Dies gilt auch für deutsche Tochtergesellschaften großer, an Auslandsbörsen notierter Konzerne. In diesem Fall ist vom Antragsteller darzulegen, warum die Finanzierung aus dem Konzernverbund nun nicht mehr möglich ist.

Sofern mindestens eines der oben genannten Kriterien erfüllt ist, ist vom Antragsteller grundsätzlich durch ein externes Fachgutachten eines unabhängigen, kompetenten Dritten (z. B. Wirtschaftsprüfungsgesellschaft) nachzuweisen, dass derzeit kein Kapitalmarktzugang besteht. Wenn keines der genannten Kriterien erfüllt ist, ist somit grundsätzlich kein externes Fachgutachten erforderlich.

Längere Kreditlaufzeiten und Zinsbindungsfristen. Zur Finanzierung langlebiger Investitionsgüter, wie z. B. bei Bauvorhaben, sowie für Schiffs- und Projektfinanzierungen kann seit dem 1. Februar 2010 eine Laufzeit von bis zu 20 Jahren (vorher 15 Jahre) beantragt werden. Ferner hat die KfW bei Kreditlaufzeiten über 8 Jahre die maximal möglichen Tilgungsfreijahre von 3 auf 5 heraufgesetzt. Seit Anfang Februar 2010 bietet sie zudem in allen Varianten des KfW-Sonderprogramms neben der 3-jährigen Zinsbindungsfrist auch eine 5-jährige sowie für Investitions- und Projektfinanzierungen zusätzlich eine 8-jährige Zinsbindungsfrist an.

Einführung einer weiteren Betriebsmittelvariante „Flexibel“: Neben der bestehenden Variante – nunmehr „Standard“ – bietet die KfW seit Februar 2010 eine zusätzliche Variante „Flexibel“ an, um Unternehmen zur Deckung des Liquiditätsbedarfs größere Handlungsspielräume zu ermöglichen. Flankiert wird diese Verbesserung durch längere Abruffristen und das Recht, die Mittel während der ersten Zinsbindungsphase kostenfrei zurückzuzahlen.

KfW-Sonderprogramm – Betriebsmittelvariante

	„Standard“	„Flexibel“
Abruffrist	1 Jahr	2 Jahre
Max. Kreditbetrag	30 % der letzten Bilanzsumme bzw. des Jahresumsatzes	50 % der letzten Bilanzsumme bzw. des Jahresumsatzes
Laufzeit und Tilgung	bis zu 5 Jahre mit bis zu 1 Freijahr, bis zu 3 Jahre endfällig	bis zu 5 Jahre mit bis zu 2 Freijahren, bis zu 5 Jahre endfällig
Außerplanmäßige Tilgung	gegen Vorfälligkeitsentschädigung	während der ersten Zinsbindungsphase ohne Vorfälligkeitsentschädigung, danach gegen Vorfälligkeitsentschädigung
Zinsbindung	3 und 5 Jahre	3 und 5 Jahre

Senkung der Zinskonditionen

Da sich die Zinssätze des KfW-Sonderprogramms grundsätzlich am Kapitalmarkt orientieren, konnte die KfW diese seit Einführung des Programms im März 2009 in mehreren Schritten um bis zu 1,55 % p.a. senken und hat damit die Attraktivität des Programms merklich erhöht.

Einführung einer Globaldarlehensvariante

Seit Herbst 2009 bietet die KfW interessierten Banken im Rahmen des KfW-Sonderprogramms Globaldarlehen zur Refinanzierung von Unternehmenskrediten an. Auf Basis von Rahmenverträgen werden die Förderkriterien und die Modalitäten der Kreditvergabe vereinbart. Der Kreis der Antragsberechtigten und der Verwendungszweck orientieren sich eng am KfW-Sonderprogramm. Die maximale Laufzeit eines Globaldarlehens beträgt 8 Jahre. Die Verzinsung erfolgt variabel oder fest. Laufzeit- und Tilgungsmodalität für den Einzelkredit können frei vereinbart werden. Da die Globaldarlehen den Geschäftsbanken zu Zinskonditionen angeboten werden, die in der Regel günstiger sind als vergleichbare eigene Mittelaufnahmen, entsteht ein KfW-Refinanzierungsvorteil, der vollständig an die Endkreditnehmer weiterzugeben ist.

Der entscheidende Vorteil der Globaldarlehen gegenüber den Programmkreditvarianten ist, dass mit diesem Instrument flexibler und schneller auf die spezifischen Finanzierungsbedürfnisse des Unternehmens eingegangen werden kann. Aktuell haben die Kreditinstitute, hierunter auch die IKB, mit der KfW insgesamt ein Volumen von 3 Mrd. € (s. nochmals die Grafik auf Seite 14) vereinbart, das zur Deckung des Betriebsmittelbedarfs und/oder zur Mitfinanzierung von Investitionsgütern eingesetzt werden kann.

Ausblick

In Deutschland stehen die Signale auf Aufschwung – so lautet die aktuelle Prognose führender Wirtschaftsforschungsinstitute. Sollten sich in den nächsten Monaten die derzeit positiven Konjunkturaussichten tatsächlich als nachhaltig erweisen, wird auch die Investitionstätigkeit der Unternehmen wieder anziehen und daraufhin insbesondere in der mittelständischen Wirtschaft der Fremdfinanzierungsbedarf merklich ansteigen. Mit einem Anziehen der Kreditnachfrage besteht jedoch die Gefahr, dass die Kreditvergabe der Banken an Grenzen stößt, zumal auch die strukturellen Probleme in der Finanzwirtschaft noch nicht überwunden sind.

Vor diesem Hintergrund erscheint es angezeigt, das KfW-Sonderprogramm, deren Mittel – wie oben skizziert – noch lange nicht ausgeschöpft sind, über den geplanten Endtermin 31. Dezember 2010 hinaus zu verlängern. Bewährt hat sich in diesem Konjunkturprogramm die außergewöhnlich hohe Risikoentlastung der Hausbanken durch Bund und KfW von bis zu 90 % bei Investitionen und bis zu 60 % bei Betriebsmitteln.

Sollte die Laufzeit des KfW-Sonderprogramms nicht verlängert werden, so ist bei einer geplanten Inanspruchnahme der Mittel Eile geboten. Unter Berücksichtigung einer angemessenen Bearbeitungszeit bei der Hausbank und der KfW wäre dann eine Antragstellung bis Ende September 2010 dringend zu empfehlen.

Für weitere Informationen zum Programm steht Ihnen in Düsseldorf der Verfasser zur Verfügung. Bei Interesse können Sie sich aber auch an die Ihnen bekannten Firmenkundenbetreuer in Ihrer IKB-Niederlassung wenden.

*Bernd Christophersen, E-Mail: Bernd.Christophersen@ikb.de,
Telefon: +49 211 8221-4674*

Unternehmensabschlüsse 2009: Spiegelbild der Krise und erfolgreichen Krisenbewältigung

Die Konjunktursignale stehen auf Grün, viele Unternehmen verzeichnen kräftig steigende Auftragseingänge. Aber noch wirkt die Krise nach. Die tiefen Spuren, die sie hinterlassen hat, sind mit Vorlage der Jahresabschlüsse 2009 noch einmal ins Blickfeld gerückt worden. Wie stark die Geschäftszahlen durch die Rezession beeinflusst worden sind und welche Auswirkungen dies für den aktuellen Handlungsspielraum der Unternehmen hat, lässt sich anhand kürzlich von uns durchgeführter Bilanzauswertungen nachvollziehen.

Die derzeitige Konjunkturbelebung sorgt bei vielen Unternehmen für einen kräftigen Aufwärtstrend. Die Auftragsbestände wachsen, Produktion und Umsätze nehmen zu. Die Folgen der Krise sind indes noch deutlich spürbar, die Maßnahmen zur Krisenbewältigung wirken nach und beeinflussen den aktuellen unternehmerischen Handlungsspielraum – diesen Eindruck vermitteln die Jahresabschlüsse, die in den letzten Monaten publiziert worden sind.

Einblicke in die Jahresabschlüsse 2009 von börsennotierten Small- und Midcap-Unternehmen

Einblick in den Kernbereich der mittelständischen Wirtschaft beim Übergang von der Rezession zum Aufschwung gibt eine IKB-Auswertung von gut 100 börsennotierten und kapitalmarktnahen Small- und Midcap-Unternehmen aus einem breiten, vorwiegend industriellen Branchenspektrum. Der Jahresumsatz der einbezogenen Firmen liegt schwerpunktmäßig im Bereich von etwa 50 Mio. € bis 2,5 Mrd. €. Es handelt sich hierbei zwar um einen begrenzten Ausschnitt aus der gesamten mittelständischen Wirtschaft, aber die „erste Liga“ des deutschen Mittelstandes sollte damit recht gut repräsentiert sein.

Sinkende Umsätze und Erträge. Der Nachfrageeinbruch in der Krise traf die Firmen mit voller Wucht. Nur wenige der erfassten Unternehmen konnten 2009 ihren Umsatz steigern. Wer einen Erlösrückgang im einstelligen Prozentbereich zu verzeichnen hatte, lag damit noch besser als der Durchschnitt (-10 %). Etwa jedes fünfte Unternehmen musste sogar ein Minus von mehr als 25 % hinnehmen – in erster Linie Maschinenbauer und Automobilzulieferer.

Solche Umsatzeinbrüche, in dieser Schärfe bislang unbekannt, bleiben nicht ohne Auswirkungen auf die Ertragskraft. Die durchschnittliche EBIT-Quote ging massiv zurück, von 7,9 % im Vorjahr auf 3,3 %. Mehr als drei Viertel der Firmen wiesen eine rückläufige und ca. ein Viertel eine negative Quote auf.

Kurz gesagt:

Zwei IKB-Auswertungen der Jahresabschlüsse 2009 von Unternehmen aus dem gehobenen Mittelstand zeigen, dass die Umsätze im letzten Jahr im Durchschnitt zweistellig gesunken sind, die EBIT-Quoten sich mehr als halbiert haben und die Jahresergebnisse nur knapp im positiven Bereich verblieben sind.

Einen Rückgang der Eigenkapitalquote mussten vor allem Unternehmen mit Verlusten hinnehmen; ansonsten aber blieb die Quote im Durchschnitt relativ stabil. Dank erhöhter Cashflows sind die liquiden Mittel deutlich gestiegen, was insbesondere auf die krisenbedingte Anpassung der Vorrats- und Forderungsbestände sowie die vorübergehende Senkung der Investitionsausgaben zurückzuführen ist.

Obwohl die Auswirkungen der Krise einzelne Firmen noch sehr belasten werden, ergibt sich insgesamt der Eindruck, dass die Mehrzahl der mittelständischen Unternehmen die schwierige Phase gut bewältigt hat.

Auswertung von Abschlüssen zum 31. Dezember 2009 – Entwicklung wichtiger Kennziffern

Regelmäßig wertet die IKB Jahres- und Quartalsabschlüsse von kleinen und mittelgroßen börsennotierten Aktiengesellschaften sowie kapitalmarktnahen Unternehmen aus. Im Blick standen diesmal die Zahlen zum 31. Dezember 2009. In die Auswertung wurden gut 100 Unternehmen aus der Industrie und industrienahen Sektoren einbezogen. Im Vergleich zu 2008 ergeben sich folgende Werte:

Veränderung des Umsatzes	-9,9%	
Veränderung der Bilanzsumme	-1,1%	
<i>jeweils in Relation zum Umsatz:</i>	2008	2009
EBIT ¹	7,9%	3,3%
Jahresüberschuss	3,7%	0,4%
Cashflow (aus laufender Geschäftstätigkeit)	7,8%	9,7%
Free-Cashflow ²	-0,3%	1,8%
<i>jeweils in Relation zur Bilanzsumme:</i>		
Eigenkapital	45,1%	45,2%
Liquide Mittel	10,9%	13,1%

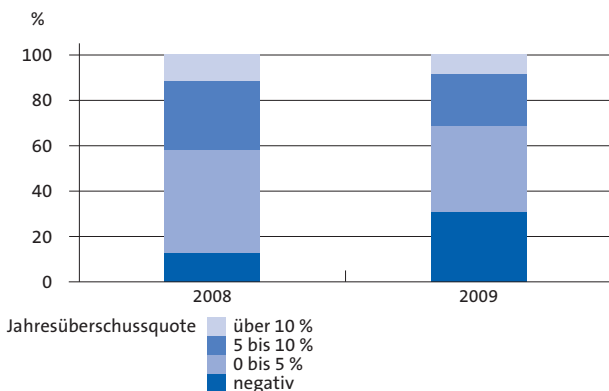
¹ Operatives Ergebnis (vor Zinsen und Steuern)

² Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit abzüglich Cashflow aus Investitionstätigkeit

Ähnliches gilt für den Jahresüberschuss, der sich, gemessen am Umsatz, im Durchschnitt von 3,7 % auf 0,4 % reduzierte. Gut 30 % der Unternehmen schrieben 2009 rote Zahlen; gegenüber 2008 hat sich die Anzahl der Verlustfirmen fast verdreifacht (s. das Schaubild). Umgekehrt schrumpfte die Gruppe der gut verdienenden Unternehmen deutlich.

Jahresüberschüsse 2009 deutlich rückläufig

Verteilung der Unternehmen auf Ertragsklassen; Anteile in %



Quelle: IKB-Auswertung von gut 100 börsennotierten Mittelstands- und Familienunternehmen



Bemerkenswert ist aber, dass immerhin fast ein Drittel auch 2009 eine Rendite von mehr als 5 % erwirtschaften konnte (vielfach allerdings nur in Verbindung mit einem stark rückläufigen Umsatz).

Verbesserte Liquiditätsposition. Dass die Ertragseinbußen nicht heftiger ausgefallen sind, ist den Anpassungsmaßnahmen zuzuschreiben, die die meisten Unternehmen nach Ausbruch der Krise zügig und offensichtlich konsequenter als in früheren Rezessionen in Angriff genommen haben. Im Vordergrund standen dabei Working-Capital-Maßnahmen, insbesondere die Reduzierung der Lagerhaltung und des Forderungsbestandes. Darüber hinaus wurden Programme zur Kostensenkung installiert, Prozesse optimiert und Geschäftsmodelle angepasst. Die gegenüber 2008 deutlich gesunkenen Rohstoffpreise und die Inanspruchnahme der Kurzarbeiterregelung sorgten für zusätzliche Entlastung. Dies hat in Summe dazu geführt, dass sich der operative Cashflow bei vielen Firmen trotz der gravierenden Ertragseinbußen erhöhte. Im Firmendurchschnitt stieg er, in Relation zum Umsatz, um fast 2 Prozentpunkte an und erreichte annähernd 10 %.

Gleichzeitig schränkten die Unternehmen ihre Investitionstätigkeit erheblich ein – mit der Folge, dass der freie Cashflow ins Plus drehte. Bei nicht weniger als 70 % der erfassten Unternehmen hatte diese Kennziffer 2009 ein positives Vorzeichen. Mithin ist es in der Krise gelungen, in hohem Maße interne Finanzierungsspielräume zu schaffen, die zur Schuldentilgung und/oder zur Erhöhung der liquiden Mittel genutzt werden konnten.

Uneinheitliche Eigenkapitalentwicklung. Viele Firmen haben entsprechend gehandelt, was sich in den Bilanzen widerspiegelt. So bewegten sich zum Jahresende 2009 die Zahlungsmittel mit durchschnittlich gut 13 % der gesamten Aktiva auf Rekordniveau (+2,2 Prozentpunkte gegenüber Ende 2008). Gleichzeitig blieb die Eigenkapitalquote trotz ungünstiger Ertragsentwicklung für die Gesamtheit der Firmen relativ konstant. Stabilisierend wirkte sich hier allerdings die rückläufige Bilanzsumme vieler Firmen aus. Absolut betrachtet, ging das Eigenkapital zurück.

Im Einzelnen verlief die Entwicklung der Eigenkapitalquote recht uneinheitlich: in 50 % der Fälle ist sie gestiegen oder konstant geblieben, in 50 % kam es zu einer Verschlechterung. Namentlich bei Unternehmen, die ein negatives Jahresergebnis hinnehmen mussten, war ein Absinken kaum zu vermeiden (im Durchschnitt betrug hier der Rückgang gut 2 Prozent-

punkte). Die übrigen Firmen konnten, im Durchschnitt betrachtet, ihre Eigenkapitalausstattung in Relation zur Bilanzsumme sogar leicht verbessern (s. das Schaubild unten).

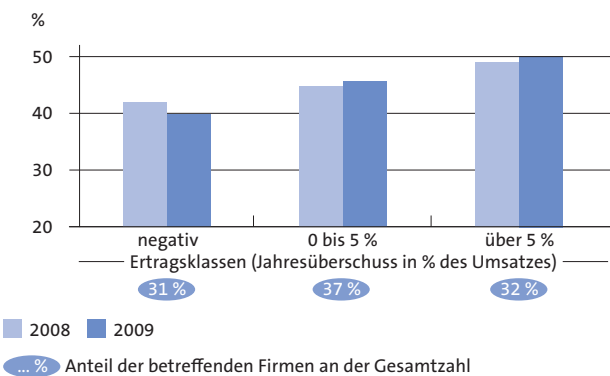
Der Rückgang der Bilanzsumme (im Durchschnitt um etwa 1 %) ist maßgeblich auf die krisenbedingten Anpassungen im Bereich des Vorratsvermögens und der Forderungen zurückzuführen. Vor allem Firmen mit Verlusten waren dazu gezwungen: Ihre Bilanzsumme sank um mehr als 7 %.

Stabile FuE-Aktivitäten. Ungeachtet aller Sparzwänge haben die Unternehmen allerdings nicht ihre Forschungs- und Ent-



Negative Jahresergebnisse zehren an der Eigenkapitalbasis

Entwicklung der Eigenkapitalquote nach Ertragsklassen 2009



Quelle: IKB-Auswertung von gut 100 börsennotierten Mittelstands- und Familienunternehmen



wicklungsaktivitäten eingeschränkt. Denn für einen neuen Aufschwung wollen sie mit einem innovativen Produktangebot gut präpariert sein. So sind die FuE-Ausgaben 2009 sogar noch um durchschnittlich knapp 1 % gestiegen. Bei drei Vierteln der Firmen hat sich die FuE-Quote erhöht. Insgesamt nahm die Quote von 5,4 % im Vorjahr auf 6,1 % zu.

Zum Vergleich: Eine Analyse der Jahresabschlüsse von industriellen Mittelstandsfirmen

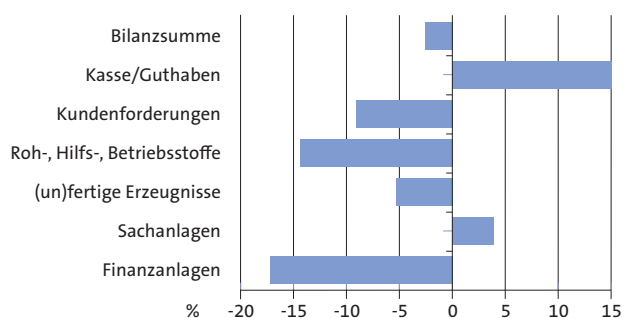
Gibt die Analyse der börsennotierten Mittelstands- und Familienunternehmen vielleicht doch ein Bild, das nicht ohne Weiteres auf einen größeren Kreis mittelständischer Firmen übertragen werden kann? Eine Auswertung der Ab-

schlüsse von Industrieunternehmen aus dem Kundenkreis der IKB liefert darauf eine Antwort. Einbezogen in diese ergänzende Analyse wurden 360 Firmen, die mehrheitlich im zwei- und dreistelligen Millionen-Umsatzbereich und damit sozusagen „eine Etage tiefer“ angesiedelt sind als die mittelständischen Börsen-AGs.

Die Ergebnisse zeigen gleichwohl viele Übereinstimmungen: Auch für diesen Firmenkreis sind die Umsätze zweistellig gesunken, hat sich das EBIT in etwa halbiert, blieb das Jahresergebnis nur knapp im Plus. Ebenso ist eine kräftige Ausweitung des Zahlungsmittelbestandes zu beobachten. Dem stehen – s. das Schaubild unten – deutliche Rückgänge beim Umlaufvermögen gegenüber, die auch hier zu einer Reduzierung der Bilanzsumme führten.

Bilanzaktiva 2009 – Rückgang der Forderungen und Vorräte, Anstieg der Zahlungsmittel

Veränderung ausgewählter Aktivposten 2009 gegenüber 2008



Quelle: IKB-Auswertung von 360 Industriefirmen mittlerer Größe





Dass die Sachanlagen noch gestiegen sind, ist wohl darauf zurückzuführen, dass viele größere Investitionsvorhaben aus 2008 erst im Laufe von 2009 zum Abschluss gebracht wurden. Insofern schlägt sich die Kürzung der Investitionspläne vorerst in der Position „Anlagen im Bau, Anzahlungen“ nieder, die 2009 bei den in dieser Auswertung erfassten Firmen um 25 % rückläufig war. Anders als bei den Börsen-AGs ist die Eigenkapitalquote – allerdings relativ moderat – gesunken. Ein leichter Anstieg der Bankkredite deutet darauf hin, dass es neben Unternehmen, die dank guter Liquidität Bankverbindlichkeiten abgebaut haben, auch solche gab, die sich vorsichtshalber noch frühzeitig (und zu günstigen Konditionen) Kreditlinien einräumen ließen, um für alle Eventualitäten abgesichert zu sein.

Fazit: Mittelständische Unternehmen mehrheitlich gut gerüstet für einen Aufschwung

Unsere Auswertungen legen die Vermutung nahe, dass die mittelständischen Firmen besser als erwartet aus der Krise gekommen sind. Dies gilt insbesondere in Bezug auf Kapitalstruktur und Liquiditätsposition. Die Eigenkapitalquote ist zwar bei vielen Firmen gesunken, aber meist nicht dramatisch und ausgehend von einem relativ hohen

Niveau. Zahlreiche Unternehmen können sogar eine erhöhte Quote ausweisen. Insgesamt betrachtet, haben die Unternehmen in der Krise davon profitiert, dass sie in den Jahren guter Konjunktur ihre Eigenkapitalbasis sukzessive verbreitert und damit ihre Widerstandskraft gestärkt hatten. Zudem verfügen die meisten Firmen derzeit über nicht unerhebliche Liquiditätsbestände.

Allerdings ist einschränkend festzuhalten, dass die Bilanzen 2009 letztlich nur eine Momentaufnahme darstellen, die auch ein Resultat der in der Krise verfolgten Defensivstrategie ist. Bei sich belebender Geschäftstätigkeit müssen das stark reduzierte Umlaufvermögen wieder aufgebaut und die Investitionstätigkeit allmählich verstärkt werden. Dafür stehen zunächst bei vielen Unternehmen in ausreichendem Umfang interne Mittel bereit. Wie groß aber bei steigendem Finanzierungsbedarf der dann zur Verfügung stehende Kreditfinanzierungsspielraum sein wird, bleibt angesichts der Situation im Bankgewerbe ungewiss. Von Finanzierungsengpässen könnten vor allem ertragsschwache Unternehmen betroffen sein, deren Kapitalstruktur sich mit einer erneuten Ausweitung der Bilanzsumme tendenziell verschlechtern wird. Auch das Auslaufen von Mezzaninefinanzierungen (s. dazu auch den Beitrag auf S. 21ff.) wird im Einzelfall zu Problemen führen.

Immerhin zeigen Berichte über das erste Quartal, dass es vielen Firmen bei steigenden Umsätzen sehr rasch gelingt, ihre Ertragssituation deutlich zu verbessern. Dies mag ein Hinweis darauf sein, dass die in der Krise eingeleiteten Prozessoptimierungen und Modernisierungen bei steigender Kapazitätsauslastung ihre volle Wirkung entfalten und auch die hohen FuE-Aufwendungen Früchte tragen. Gelingt eine nachhaltige Verbesserung der Ertragskraft, wird dies im Einzelfall nicht nur den Selbstfinanzierungsspielraum, sondern auch das Unternehmensrating positiv beeinflussen. So verdichtet sich insgesamt der Eindruck, dass zumindest das Gros der mittelständischen Unternehmen die Krise gut verkraftet hat und sich in einer guten Ausgangsposition für einen Aufschwung befindet.

*Dr. Günter Kann, E-Mail: Guenter.Kann@ikb.de
Ralf Heidrich, E-Mail: Ralf.Heidrich@ikb.de*

Fällige Mezzaninefinanzierungen – Chance zur Neugestaltung der Finanzierungsstruktur

Fast 5 Mrd. € standardisiertes Mezzaninekapital haben vor einigen Jahren mittelständische Unternehmen in Anspruch genommen – Mittel, die ab dem kommenden Jahr sukzessive fällig werden. Adäquate Anschlussfinanzierungen fehlen. Aber es gibt für Unternehmen durchaus Optionen, über die Erschließung neuer Finanzierungsquellen auch ihre Gesamtfinanzierung auf eine neue, tragfähige Basis zu stellen und damit die Umsetzung von Wachstumsplänen abzusichern.

Kurz gesagt:

Von 2011 bis 2014 steht bei mittelständischen Unternehmen die Refinanzierung von standardisierten Mezzaninemitteln im Gesamtvolumen von 4,7 Mrd. € an.

Ein Mezzanineboom wie in den Jahren 2004 bis 2007 wird sich nicht mehr einstellen. Spezielle Möglichkeiten der Anschlussfinanzierung durch die damaligen Initiatoren der Standard-Mezzanine sind nicht in Sicht. Eine Lösung der entstehenden Finanzierungslücke durch staatliche Garantien ist nicht avisiert.

Die Finanzkrise und deren Effekte auf die Unternehmensratings und die Kreditportfolien der Banken werden die Bereitstellung von Kreditmitteln zunehmend begrenzen. Bei anziehenden Umsätzen können sich fehlende Eigenmittel als Wachstumsbremse auswirken.

Größere mittelständische Unternehmen sollten die Chance wahrnehmen, sich frühzeitig über alternative Finanzierungsquellen beraten zu lassen, den Kreis ihrer Finanzierungspartner zu erweitern und die Finanzierungsstruktur im Fremd- wie im Eigenkapitalbereich neu zu ordnen.

Ergänzend zu den traditionellen deutschen Eigenkapitalfinanzierern sehen wir Chancen, für gut positionierte größere Mittelstandsunternehmen eigenkapitalnahes Wachstumskapital aus alternativen Finanzierungsquellen wie Family Offices oder europäischen Investorenkreisen einzuwerben.

In den Jahren 2004 bis 2007 finanzierten sich nahezu 700 deutsche Mittelständler mit standardisiertem Mezzaninekapital. In einer Größenordnung von 4,7 Mrd. € wurden Finanzierungsmittel in Form von Genussscheinen bereitgestellt, die wirtschaftliches Eigenkapital oder sogar bilanzielles Eigenkapital nach HGB repräsentierten. Die Genussrechtsverträge waren je nach Mezzanineprogramm (PREPS, HEAT oder equiNotes) einheitlich ausgestaltet. Hieraus leiten sich die Bezeichnungen „Standard-Mezzanine“ oder „Programm-Mezzanine“ ab.

Vor allem die günstigen Konditionen von 7 bis 10 %, die durch die Refinanzierung über Verbriefungsstrukturen (CDOs) ermöglicht wurden, der schlanke Prüfprozess und das Fehlen umfangreicher Informations- und Zustimmungsrechte machten die Aufnahme dieser Finanzierungsmittel für Unternehmen attraktiv.

Aufgrund des Wegfalls der Verbriefungsmöglichkeit ist ein auch nur annähernd kostenäquivalentes Ersetzen der fällig werdenden Programm-Mezzanine auf absehbare Zeit sehr unwahrscheinlich.

Praxiserfahrungen mit Programm-Mezzanine

In der Rückschau zeigt eine genauere Analyse der Programm-Mezzanine aus den Perspektiven der involvierten Parteien die Probleme, die sich aus der vermeintlich einfachen Aufnahme der eigenkapitalnahen Finanzierungsmittel ergeben können.



... aus Unternehmenssicht

Die für Eigenkapital ungewohnt attraktive Konditionengestaltung und der schlanke Prüfprozess bei den Programm-Mezzaninen bedeuteten einen Paradigmenwechsel zu den bisherigen Aktivitäten der deutschen Beteiligungsgesellschaften und Beteiligungsfonds. Individuell strukturierte Mezzaninelösungen, die üblicherweise von Einzelinvestoren getätigt wurden und Konditionen in einer Bandbreite von 15 bis 20 % sowie umfangreiche Informations- und Kontrollrechte vorsahen, wurden beinahe vollständig substituiert.

In der Finanzkrise 2008/2009 wurde zunehmend die Kehrseite der vertraglich unflexiblen Programm-Mezzanine deutlich. Unter anderem zeigte sich, dass

... aus Investorensicht

Der schlanke Investitionsprozess und die sukzessive Absenkung der ohnehin geringen Investitionsbenchmarks führten zu unerwartet hohen Ausfällen und einer unbefriedigenden Entwicklung der Portfolien. Die wohl prominentesten Beispiele sind die Insolvenzen von Nici, Möbel Schieder und Rohde-Schuhe.

Die Nachrangigkeit der Genussrechtsforderung und das Fehlen von Informations- und Zustimmungrechten verhinderten in Krisensituationen einzelner Portfoliogesellschaften ein adäquates Krisenmanagement. Die starren Rahmenbedingungen der Programm-Mezzanine machten flexiblere Lösungsansätze wie Mezzanine-to-Equity-Swaps oder signifikante Anhebungen der Vergütungssätze zum Schutz der Investoren weitgehend unmöglich. Spätestens im Insolvenzfall ließen sich keine nennenswerten Recovery-Quoten mehr erzielen. Im Ergebnis haben Investoren der „Assetklasse“ Mezzanine das Vertrauen in diese Form der Unternehmensfinanzierung verloren. Die Refinanzierungstitel einzelner Mezzanineprogramme werden zu erheblichen Discounts auf den Sekundärmärkten gehandelt.

- während der fixen 7-jährigen Laufzeit der Genussscheine keine Möglichkeit einer vorzeitigen Ablösung bestand. Restrukturierung oder Neuordnung der Passivseite an neue Finanzierungserfordernisse waren dadurch ausgeschlossen;
- in Restrukturierungsphasen keine Liquiditätsbeiträge der Mezzanineprogramme erbracht werden konnten. Notwendige Zinsverzichte oder Zinsstundungen waren ebenfalls nicht realisierbar. Einigungen mit Sanierungskonsortien wurden so nachhaltig erschwert;
- bei der Laufzeitgestaltung nach Ablauf der Genussscheinlaufzeit keine Möglichkeit einer Prolongation oder der ratierlichen Tilgung verhandelbar ist. Eine Anschlussfinanzierung in einer Summe ist damit *Conditio*, sofern nicht umfangreiche Liquidität oder Schuldenkapazität zur Verfügung stehen. Dies wiederum erschwert die Aufnahme bzw. die Prolongation von laufenden Krediten, deren Fälligkeit über den Rückzahlungstermin des Mezzaninekapitals hinausgeht.

Zwischenfazit: In einer Vielzahl von Fällen konnten auch aus Gründen der Inflexibilität der Programm-Mezzanine Krisensituationen nicht oder nur unter erheblichem Zeitverzug gelöst werden. Bei Unternehmen, deren Anschlussfinanzierung aus der Innenfinanzierungskraft und/oder aus Kreditaufnahmen noch nicht mit hoher Wahrscheinlichkeit umsetzbar erscheint, deuten sich bereits heute Schwierigkeiten bei der Bereitstellung externer Finanzierungsmittel an. Dies betrifft die Prolongation bestehender Kreditengagements ebenso wie die Aufnahme zusätzlicher Kreditmittel, um Working-Capital-Bedarfe zu erfüllen. Durch die momentan eintretende konjunkturelle Erholung werden die Nachteile aus den Programm-Mezzaninen umso deutlicher.

... aus Kreditgebersicht

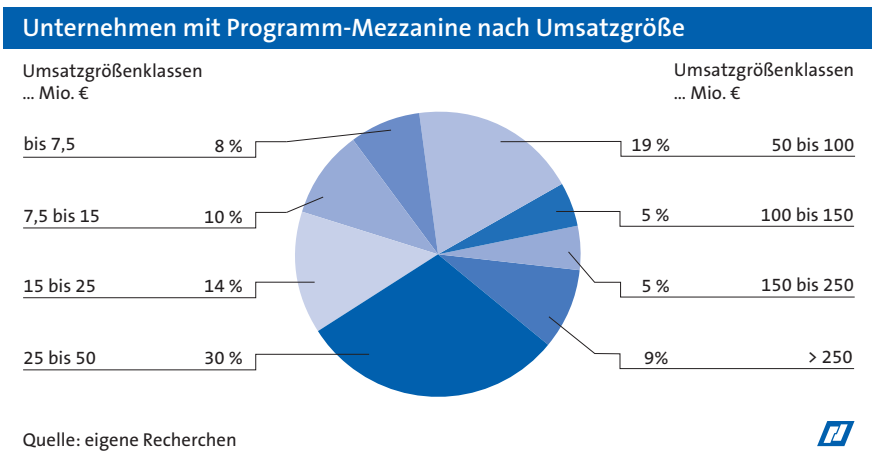
In den Rechnungsabschlüssen für das Geschäftsjahr 2009 wird sich die Finanzkrise bei vielen mittelständischen Kreditkunden deutlich niederschlagen. Verlustausweise mit entsprechenden Auswirkungen auf Eigenkapitalquote und Verschuldungsgrade werden die Ratingeinstufungen bei den Banken negativ beeinflussen. Zusätzlich werden die Wirtschaftsprüfer die Restlaufzeit der Mezzaninemittel einwerten und eine Umqualifizierung von Eigenkapital in Fremdkapital vornehmen, wenn innerhalb des dem Bilanzstichtag folgenden Geschäftsjahres die Rückzahlung möglich ist. Spätestens in den Rechnungsabschlüssen 2010 wird bei einer Vielzahl von Unternehmen der Verschuldungsgrad ansteigen und die Eigenmittelquote signifikant absinken, wodurch die Kreditaufnahme erschwert wird. Eine bilaterale Prolongation der Programm-Mezzanine – wie sie im Falle eines individuell strukturierten Mezzanine

möglich wäre – zur Stabilisierung der Ratingeinstufung scheidet aus.

Aus Bankensicht wird eine Ablösung der Mezzaninemittel nur bei bonitätsmäßig einwandfreien Adressen erfolgen. Ist das Rating – neben der Anschlussfinanzierungsthematik der Mezzaninen – gegenüber 2008 abgesunken, dürfte es für mittelständische Unternehmen kaum Möglichkeiten geben, externe Kreditmittel für eine bevorstehende Wachstumsphase eingeräumt zu bekommen.

Konsequenzen für den zukünftigen Finanzierungsbedarf des Mittelstandes

Aus heutiger Perspektive steht fest, dass es keine den Programm-Mezzaninefinanzierungen vergleichbaren Anschlussprogramme geben wird. Erschwerend kommt hinzu, dass sich einige Beteiligungsgesellschaften aus dem Markt zurückgezogen haben und die verbleibenden Gesellschaften die Investitionskriterien anheben und noch selektiver bei der Auswahl ihrer Beteiligungsunternehmen vorgehen können. Eine Lösung der Anschlussfinanzierungen – etwa durch öffentliche Garantieprogramme – sind zum jetzigen Zeitpunkt ebenfalls nicht avisiert. Für Unternehmen mit Umsatzvolumina unter 100 Mio. €, die mit über 80 % das Gros der Programm-Mezzaninenutzer darstellen (s. das Schaubild), sind in Einzelfällen Lösungsansätze über den „Mittelstandsfonds für Deutschland“ oder die Sparkassenorganisation möglich. Die Anschlussfinanzierungsmöglichkeiten werden jedoch bei den Ausgestaltungsformen keine Vergleichbarkeit mit den Programm-Mezzaninen hinsichtlich Konditionen und Prüfprozess aufweisen.



Mezzaninekapital – ein Finanzierungsinstrument für wachstumsorientierte Unternehmen

Für welche Unternehmen lohnt sich die Einwerbung von Mezzaninemitteln?

- ▶ Mezzaninefinanzierungen bieten sich an für Unternehmen, die
 - eine solide Ausgangssituation und ein hohes Wachstumspotenzial haben,
 - Projekte mit anfangs hohem Investitionsbedarf und erst später fließenden Erträgen planen,
 - potenziellen Kapitalgebern keine Gesellschafterrechte und -stellung einräumen möchten,
 - eine unveränderte Gesellschafterstruktur erhalten wollen.
- ▶ Mezzaninefinanzierungen bieten auch Flexibilität für Unternehmen, bei denen
 - die Kreditaufnahme aufgrund fehlender Sicherheiten limitiert ist,
 - der Grad der Fremdverschuldung bereits sehr hoch ist,
 - die Bonitätseinstufung keine weitere Kreditaufnahme zulässt.

Auf welche Schritte müssen sich potenzielle Mezzaninehmer einstellen?

Zunächst ist zu konstatieren, dass Mezzaninefinanzierungen – für inländische und ausländische Investorenkreise – keine Gemeinsamkeit mit den Investitionsprozessen der Standard-Mezzanine aufweisen. Dementsprechend intensiv sind

- die Prüfungshandlungen beim Unternehmen,
- die Gespräche mit dem Management und
- die Due Diligences, die die rechtlichen, steuerlichen und wirtschaftlichen Aspekte des Unternehmens untersuchen.

Der gesamte Investmentprozess würde im Idealfall in einem Zeitraum zwischen 3 und 6 Monaten erfolgreich zum Abschluss gebracht. Im Ergebnis kann ein Unternehmen nach Bereitstel-

lung individuell strukturierter Mezzaninekapitals eine Finanzierungsstruktur erzielen, die es ihm u. a. ermöglicht,

- ein geplantes Wachstum mit einer auskömmlichen Eigenkapitalquote zu realisieren,
- das Bankenrating zu verbessern und dadurch
- die Möglichkeit zur Aufnahme zusätzlichen Fremdkapitals zu haben.

Die Konditionen solcher individuell strukturierter Mezzaninefinanzierungen liegen im Regelfall oberhalb derjenigen von Programm-Mezzaninen. Daneben sind Informations- und Zustimmungsrechte einzuräumen. Im Gegenzug erhält das Unternehmen aber ein Finanzierungsinstrument, welches innerhalb bestimmter Bandbreiten Flexibilität bei der Valutierung, der Rückzahlung und der Zahlung der Vergütung bietet. Wichtig für eigentümergeführte Unternehmen ist dabei auch der Umstand, dass Mezzaninemittel im Gegensatz zur Aufnahme einer direkten Kapitalbeteiligung keine Notwendigkeit eines späteren Verkaufs des Gesamtunternehmens nach sich ziehen.

Auf einen Blick bieten strukturierte Mezzaninemittel (auch in Abgrenzung zu einer Direktbeteiligung) folgende Vorteile:

- Ausweis in der Bilanz als Eigenkapital möglich,
- Verbesserung der Bilanzstruktur,
- keine Sicherheitenstellung erforderlich,
- verbesserte Bonitätseinstufung / positive Ratingauswirkung,
- Erweiterung des Kreditaufnahmespielraums, günstigere Konditionen,
- langfristige Bereitstellung des Mezzaninekapitals,
- individuelle Vereinbarung der Rückführungsmöglichkeiten während der Laufzeit,
- keine Verpflichtung zum Unternehmensverkauf,
- keine Veränderung der Gesellschafterstruktur,
- in der Regel begrenzte Mitsprache- und Mitbestimmungsrechte.

Die Fälligkeiten der Mezzanineprogramme in den Jahren 2011 bis 2014 stellen indes nicht nur die betroffenen Unternehmen und die sie finanzierenden Banken vor enorme Herausforderungen. Auch die deutsche Volkswirtschaft sowie einzelne Bundesländer, in denen eine hohe Anzahl von Mezzanineprogramm-Nutzern beheimatet ist (s. das Schaubild auf S. 25), werden wirtschaftlich von den unregelmäßig fälligen Mezzaninefälligkeiten betroffen sein.

Erschwerend für die Finanzierungsbedarfe wirkt sich auch der Rückzug einzelner Kreditinstitute sowie die avisierten Bilanzsummenverkürzungen wichtiger Player im Kreditmarkt aus. Der klassische Unternehmenskredit wird sukzessive schwerer für Unternehmen einzuwerben sein und an Bedeutung für die Unternehmensfinanzierung verlieren.

Diese Entwicklung trifft besonders Unternehmen, deren Anschlussfinanzierung aus den Mezzanineprogrammen

oberhalb von 7,5 Mio. € liegt oder deren Umsatz die Schwelle von 100 Mio. € überschreitet. In beiden Konstellationen dürfte es schwierig werden, adäquate Finanzierungslösungen zu erhalten.

Erschließung neuer Finanzierungsquellen

Größere Mittelstandsunternehmen können diesen Entwicklungen vorbeugen, indem sie sich frühzeitig um die Anschlussfinanzierung ihres Mezzaninekapitals bemühen. Unter Umständen ergibt sich hieraus auch die Möglichkeit, Teile der bisherigen Finanzierungsstrukturen und -partner neu zu ordnen und den neuen unternehmerischen Kapitalbedarfen anzupassen.

Eine Befragung von Investoren aus dem angelsächsischen Raum zeigt, dass es durchaus Investitionsbereitschaft gibt, einzelfallbezogen in ertragsstabile deutsche Mittelstandsunternehmen zu investieren. Auch die Bereitschaft, eigenkapitalnahe Mittel bereitzustellen, ist gegeben. Dies gilt speziell für Investoren, deren Investitionsfokus bisher auf die Bereitstellung von Mezzaninekapital bei Unternehmensakquisitionen gerichtet war. Auch Family Offices zeigen sich zunehmend offen für Einzelinvestments in mezzanine Finanzierungsformen.

Grundsätzlich ergeben sich hierdurch gute Chancen, höhere Freiheitsgrade bei der Unternehmensfinanzierung und eine Diversifikation der Finanzierungsbasis zu erreichen.

Fazit

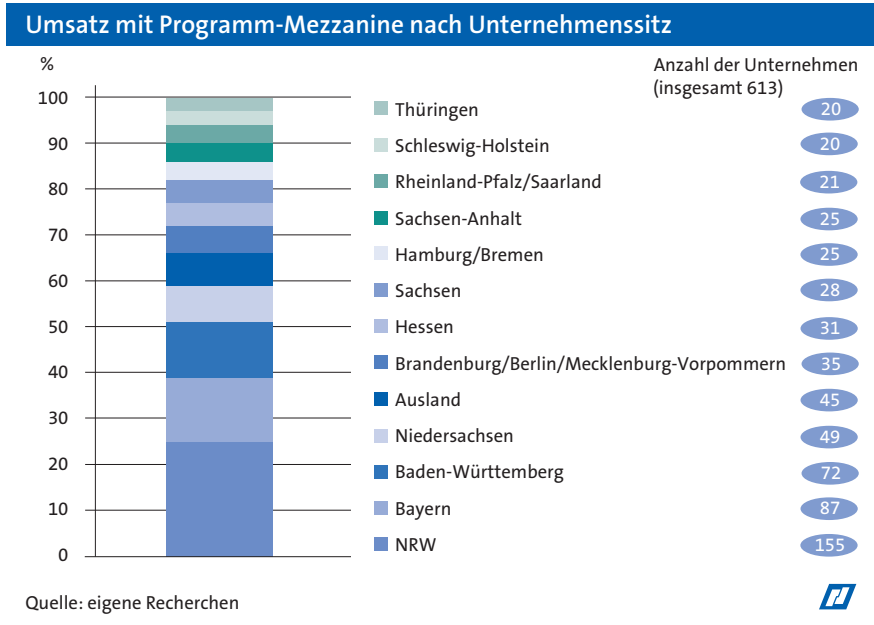
Eine zum heutigen Zeitpunkt erkennbare Anschlussfinanzierungslösung für das Gros der auslaufenden Standard-Mezzaninen ist nicht in Sicht. Unternehmen mit Anschlussfinanzierungsbedarf und solche mit Wachstumspotenzial sind daher frühzeitig gefordert, ihre Eigenkapitalbasis zu stärken, um den gestiegenen Finanzierungsanfor-

derungen der Banken gerecht zu werden. Individuell strukturiertes Mezzaninekapital bietet hierfür ein breites Lösungsspektrum und lässt sich gut in die jeweilige Wachstums- und Finanzierungsstrategie einbinden. Vielfach wird das aber nur gelingen, wenn mit der Bereitstellung der Mezzaninemittel ein neues Gesamtfinanzierungskonzept erarbeitet wird. Dies vereinfacht die Einwerbung neuer Mezzaninefinanzierungspartner und hilft bei der Stabilisierung der Fremdkapitalfinanzierung.

Speziell für größere mittelständische Unternehmen ist es ratsam, die Finanzierungsstruktur und die vielfältigen Gestaltungsmöglichkeiten bei der Aufnahme von Mezzaninekapital mit einem professionellen Partner umzusetzen. Dies gewährleistet im Dialog mit dem Unternehmen die Einwerbung von Finanzierungsmitteln und die Zusammenführung mit den – aus Unternehmenssicht – geeignetsten Finanzierungsbedingungen und -partnern.

*Frank Kraemer, E-Mail: Frank.Kraemer@ikb.de,
Tilo Kraus, E-Mail: Tilo.Kraus@ikb.de
(Team Capital Markets & Derivate)*

(Stand: 5. Juli 2010)



Mit Innovationen Wachstumschancen nutzen

Rückblick auf ein Unternehmerforum im Rahmen der Reihe „Zukunftstrends für den Mittelstand“

Zum zehnten Mal haben im Juni d.J. der Bundesverband der Deutschen Industrie und die IKB ein Unternehmerforum im Rahmen ihrer Veranstaltungsreihe „Zukunftstrends für den Mittelstand“ durchgeführt. Das Thema lautete diesmal: „Mit Innovationen Wachstumschancen nutzen“. Renommierete Unternehmerpersönlichkeiten erläuterten ihre Innovationsstrategien und zeigten auf, wie ein erfolgreiches Innovationsmanagement gestaltet werden kann.

Innovation – ein Begriff mit vielen Facetten

In den Vorträgen der Podiumsredner wurde die Vielschichtigkeit des Themas Innovation deutlich: Für Pharmaunternehmen ist beispielweise ein neues Produkt nur mit einem

enormen finanziellen und zeitlichen Aufwand realisierbar – dies erläuterte *Prof. Dr. Dr. Andreas Barner* am Beispiel des Unternehmens Boehringer Ingelheim. Der für die Pharmabranche typische Forschungs- und Entwicklungsprozess dauert im Einzelfall oft mehr als zehn Jahre. Nicht weniger als 17 % der Belegschaft sind bei Boehringer in der Forschung und Entwicklung tätig; 2,2 Mrd. € (fast 18 % des Umsatzes) wurden 2009 für FuE-Aktivitäten ausgegeben.

Auch in anderen Bereichen der Industrie gibt es sehr aufwendige, langwierige Innovationsprozesse, wenn es darum geht, eine neue Basistechnologie zu entwickeln und einzuführen. *Dr.-Ing. Gunther Kegel* von Pepperl+Fuchs, einem führenden Spezialisten für industrielle Automatisierungstechnik, veranschaulichte dies am Beispiel eines grundlegend neuen Verfahrens zur optoelektronischen Distanzmessung.

Im Vordergrund der Innovationstätigkeit steht allerdings für ihn die schrittweise Weiterentwicklung von Produkten bzw. deren Adaption an neue oder sich ändernde kundenspezifische Aufgabenstellungen. Ähnliches gilt für den Automobilzulieferer Kostal. Auch *Helmut Kostal* spricht in diesem Zusammenhang von „Produktevolution“, wobei nicht zuletzt die ständige Weiterentwicklung des eigenen Kompetenzprofils neue Spielräume für kontinuierliche Innovationen schafft. Beide Firmen investieren im Schnitt etwa 7 bis 8 % ihres Jahresumsatzes in die Forschung und Entwicklung und liegen damit merklich über dem industriellen Durchschnitt.

Die Podiumsredner der Veranstaltung

Einführung:

Hans Jörg Schüttler

Vorsitzender des Vorstands der
IKB Deutsche Industriebank AG, Düsseldorf

Vorträge:

Hans-Julius Ahlmann

Geschäftsführender Gesellschafter der
ACO Severin Ahlmann GmbH & Co. KG, Rendsburg

Prof. Dr. Dr. Andreas Barner

Sprecher der Unternehmensleitung der
Boehringer Ingelheim GmbH, Ingelheim

Dr.-Ing. Gunther Kegel

Vorsitzender der Geschäftsleitung der
Pepperl+Fuchs GmbH, Mannheim

Helmut Kostal

Geschäftsführender Gesellschafter der
Leopold Kostal GmbH & Co. KG, Lüdenscheid

Schlusswort:

Prof. Dr. Dr. Andreas Barner

Vorsitzender des BDI/BDA-Ausschusses für Forschungs-,
Innovations- und Technologiepolitik

Geringer ist der FuE-Einsatz beim Unternehmen ACO, das zu den Weltmarktführern in der Entwässerungstechnik zählt. Gleichwohl hat hier Innovation einen mindestens ebenso hohen Stellenwert wie bei den anderen Firmen, wie *Hans-Julius Ahlmann* ausführte. Fortlaufend werden Produktneuerungen auf den Markt gebracht, wobei Aspekte wie Funktionalität, Wirtschaftlichkeit und Sicherheit an vorderster Stelle stehen. Das Produktdesign ist bei den von ACO umgesetzten Innovationen ebenfalls ein wichtiger Erfolgsfaktor; auch dadurch gelingt es, sich von den Wettbewerbern zu differenzieren. Im Übrigen machte *Hans-Julius Ahlmann* deutlich, dass sich „Innovation“ keineswegs nur auf den Produktbereich beschränkt, sondern dass z. B. auch neue Ansätze im Vertrieb und im Marketing (z. B. Nutzung der neuen Medien) oder in der Mitarbeiterführung zum Unternehmenserfolg beitragen.



Das Podium des Forums (v.l.n.r.): *Hans Jörg Schüttler*, Prof. Dr. Dr. *Andreas Barner*, Dr.-Ing. *Gunther Kegel*, *Helmut Kostal*, Dr. *Kurt Demmer* (Moderation) und *Hans-Julius Ahlmann*

Eckpunkte eines erfolgreichen Innovationsmanagements

Verschiedene Ansätze gibt es, neue Felder für mögliche Innovationen zu identifizieren. Prof. *Andreas Barner* setzt für sein Unternehmen auf einen sehr breiten Suchprozess, der u. a. auch Literatur- und Patentrecherchen umfasst ebenso wie den regelmäßigen Besuch von Fachkongressen und den Wissensaustausch im Rahmen von akademischen Kooperationen. Für Dr. *Gunther Kegel* und *Helmut Kostal* ist der enge Kontakt mit Kunden und Anwendern entscheidend. *Hans-Julius Ahlmann* betont zudem die wichtige Rolle, die die Mitarbeiter mit ihren Ideen schon bei der Suche nach Innovationspotenzialen spielen.

Die Festlegung von konkreten Innovationszielen ist ein ganz entscheidender Schritt; dabei empfiehlt es sich nach Auffassung von Prof. *Andreas Barner*, nicht davon auszugehen, dass die besten Ansätze immer nur aus dem eigenen Hause kommen. Chancen zur Entwicklung eines neuen Produktes ergeben sich sehr oft auch aus externen Ideen und Forschungsergebnissen. Eine klare Strukturierung und Steuerung des Innovationsprozesses werden allgemein als wesentlich für den Erfolg von FuE-Projekten angesehen.

Hierzu bietet sich z. B. ein Phasenmodell an, wie es von Dr. *Gunther Kegel* vorgestellt wurde. Voruntersuchungen, Anforderungsanalysen, die Erstellung eines Lastenheftes (mit Budget- und Terminvorgaben) sowie eines Pflichtenheftes (mit detaillierten Zeit- und Kostenplänen), Machbarkeitsstudien, Entwürfe und Tests sind fest definierte Etappen auf dem Weg von der Idee bis zur Übernahme in die Produktion.

Dass sich aus kontinuierlicher Innovationstätigkeit im Kerngeschäft gute Chancen ergeben, die gewonnenen Erkenntnisse und Lösungen auch auf andere Produktfelder zu übertragen, stellte *Helmut Kostal* besonders heraus. So ist es seinem Unternehmen gelungen, auf Basis der Kernkompetenzen neue Geschäftsfelder außerhalb der Automobiltechnik zu entwickeln, die heute mit ihrem Produktangebot (u. a. in den Bereichen Photovoltaik und Antriebstechnik) zum Teil als eigenständige Gesellschaften erfolgreich am Markt tätig sind. Aus dieser Diversifizierung resultieren zunehmend auch Synergierückflüsse, die die Innovationskraft des gesamten Unternehmens weiter verstärken.



ACO hat unter diesem Aspekt ein Technology Center in Bangalore/Indien gegründet. Prof. Andreas Barner hält aus Sicht von Boehringer Ingelheim FuE-Aktivitäten im Ausland für unverzichtbar – angesichts der aufwendigen FuE-Prozesse wären sonst die Innovationsziele des Unternehmens nicht zu erreichen. Trotz Auslandsorientierung ist indes der FuE-Standort Deutschland – darin waren sich die Redner weitgehend einig – nach wie vor erste Wahl. Zu seinen Vorzügen gehören nicht zuletzt das hohe Qualitätsniveau der hiesigen Fachkräfte (vor allem auch der Ingenieure) und das breit angelegte industrielle Know-how.

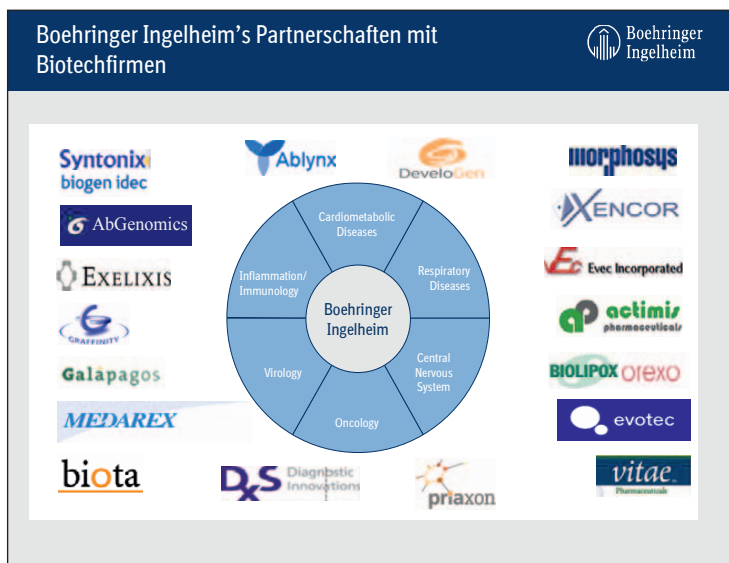
Finanzierungsaspekte

Die Finanzierung von Innovationen ist für die Unternehmen ein wichtiges Thema. Dies gilt für eigene Vorhaben ebenso wie für Neuentwicklungen, die auf Initiative von Kunden in Angriff genommen werden. So müssen z. B. Automobilzulieferer bei einem neuen Produkt finanziell meist erheblich in Vorlage treten, und unter Umständen wird, wie Helmut Kostal aufzeigte, bei steigenden Absatzzahlen erst nach mehreren Jahren der „break-even“ erreicht. Zudem besteht die Gefahr, dass sich von den OEMs geforderte Preisreduzierungen, Produktänderungen mit unvollständiger Kostenübernahme oder „quick savings“ bei Neuvergaben ergebnismindernd auswirken. Schließlich erschwert es auch die erhöhte Innovationsgeschwindigkeit, über den Verkauf der neuen Produkte die getätigten FuE-Ausgaben wieder hereinzuholen.

Generell sind Innovationen, darauf wies IKB-Vorstandsvorsitzender Hans Jörg Schüttler hin, in aller Regel mit höheren Risiken verbunden als „normale“ Investitionen – dies muss bei der Finanzierung berücksichtigt werden; d. h. vor allem risikotragendes Kapital sollte zum Einsatz kommen. Daher ist der Cashflow die wichtigste Finanzierungsquelle. Bankkredite sind nur begrenzt geeignet – und stellen für die Zukunft erst recht keine Option dar, denn allgemein dürfte die Kreditfinanzierung an Bedeutung verlieren. Umso mehr gilt es, so Hans Jörg Schüttler, den Kapitalmarkt stärker für nicht börsennotierte Unternehmen zu erschließen – ein Innovationsbeitrag des deutschen Bankgewerbes.

Bündelung der Innovationskräfte: FuE-Kooperationen, Netzwerke, Cluster

In mehreren Vorträgen wurde auf die zunehmende Bedeutung von Kooperationen für die Innovationsfähigkeit der



Zunehmende Internationalisierung der Innovationsaktivitäten

Die fortschreitende Auslandsorientierung der Unternehmen führt zu einer wachsenden Internationalisierung auch der Forschung und Entwicklung. Hans-Julius Ahlmann präferiert in seinem Unternehmen ganz bewusst eine dezentrale FuE-Ausrichtung, da gerade bei Produkten, wie sie ACO anbietet, die Nähe zu den regionalen Märkten sehr wichtig ist. Außerdem sieht er positive Effekte durch den Kreativitätswettbewerb der einzelnen Einheiten. Hinzu kommt, dass die demografische Entwicklung es nahelegt, rechtzeitig FuE-Kapazitäten auch im Ausland aufzubauen –

Unternehmen hingewiesen. Prof. Andreas Barner sieht in der Integration von externem Wissen einen sehr wichtigen Baustein der Innovationsstrategie von Boehringer Ingelheim. Er hob vor allem die Partnerschaften mit verschiedenen Universitäten und mit zahlreichen in- und ausländischen Biotech-Firmen hervor. Für Dr. Gunther Kegel liegen die Vorteile einer Kooperation nicht nur in einer Aufteilung der Kosten und der Multiplikation von Know-how, sondern, soweit es sich um eine horizontale Zusammenarbeit handelt, auch in der Sicherstellung der Interoperabilität zwischen den Anbietern und einer Steigerung der Akzeptanz von Innovationen.

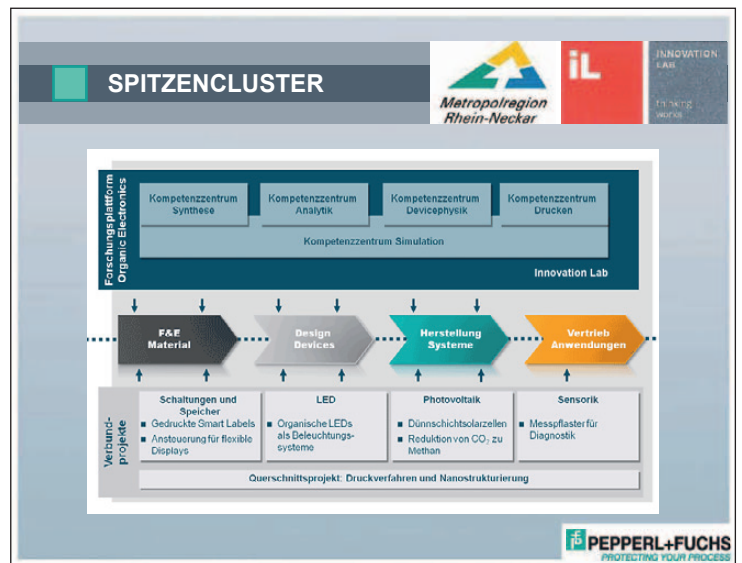
Besondere Innovationsimpulse gehen von Innovationsclustern aus, die sich in Deutschland vor allem zu bedeutenden Zukunftsthemen (ein Beispiel: Organic Electronics) gebildet haben. Hier ist nicht zuletzt eine branchenübergreifende Zusammenarbeit gefragt, in die jeder Partner seine Kompetenzen und sein Know-how einbringt. Erforderlich sei allerdings, so Dr. Gunther Kegel, eine genaue Abgrenzung, was den Umgang mit geistigem Eigentum betrifft.

Handlungsbedarf bei den Rahmenbedingungen

Inwieweit die Unternehmen Innovationen erfolgreich auf den Weg bringen, hängt auch von den Rahmenbedingungen ab, unter denen sie agieren. Die Podiumsredner stellten in einigen Feldern Handlungsbedarf fest, etwa im Bereich der Bildung. Vor allem dem Mangel an Ingenieuren und Naturwissenschaftlern muss durch geeignete Maßnahmen entgegengewirkt werden. Dringend mahnt zudem die Wirtschaft, wie Prof. Andreas Barner in seinem Schlusswort noch einmal betonte, die Einführung einer steuerlichen Forschungsförderung an, wie sie in den meisten anderen Industrieländern bereits existiert. Eine Steuergutschrift würde zwar zunächst zu Einnahmeausfällen führen, letztlich aber das Dreifache an zusätzlicher Wertschöpfung in der Gesamtwirtschaft generieren.

Ausblick: Wie innovationsstark ist Deutschland im Jahr 2020?

Die Perspektiven für die Innovationsfähigkeit unserer Wirtschaft sind günstig – darin stimmten alle Podiumsredner überein. Bei wichtigen globalen Megatrends sind die deutschen Anbieter gut positioniert. Als wesentliche Vorteile werden die zunehmend enge Vernetzung der Unterneh-



men, auch über Branchengrenzen hinaus, und das breite Spektrum industrieller Kompetenzen gesehen, das anderswo in dieser Dichte kaum vorhanden ist. Um die Innovationskraft langfristig zu erhalten, sei es allerdings von großer Bedeutung, dass auch die industrielle Produktion am Standort Deutschland erhalten bleibe.

Dr. Günter Kann, E-Mail: Guenther.Kann@ikb.de



Veranstaltungs- und Publikationshinweise

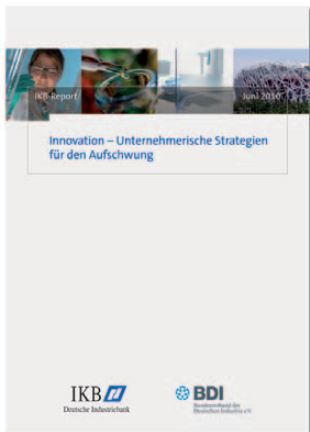
Branchenbericht **Chemische Industrie**

Die Entwicklungsperspektiven der Chemischen Industrie sind das Thema eines IKB-Branchenberichtes vom April d.J. Dabei geht es sowohl um die weitere Entwicklung von Produktion und Umsatz in der Gesamtbranche und in einzelnen Segmenten als auch um die Veränderung der Branchenstrukturen. Diskutiert werden auch die Erfolgsfaktoren für mittelständische Chemiefirmen.



Ergebnisse der Frühjahrsumfrage 2010 des **BDI-Mittelstandspanels**

Anfang Juni wurden die Ergebnisse der Frühjahrsumfrage 2010 anlässlich einer Pressekonferenz in Berlin vorgestellt. Knapp 1.350 Firmen hatten sich an der Befragung beteiligt. Der Ergebnisbericht gibt einen Überblick darüber, wie die Firmen ihre derzeitige Geschäftslage, die Geschäftsperspektiven und ihre aktuelle finanzielle Situation einschätzen und wie sich Umsätze, Beschäftigung und Investitionen entwickeln. Weitere Themenschwerpunkte sind das Meinungsbild zu wirtschaftspolitischen Themen und die unternehmerischen Aktivitäten im Bereich Forschung, Entwicklung und Innovation.



Report **Innovation – Unternehmerische Strategien für den Aufschwung**

Anlässlich unserer Gemeinschaftsveranstaltung mit dem BDI „Zukunftstrends für den Mittelstand“ am 16. Juni d.J. in Düsseldorf haben wir einen Report zum Thema „Innovation“ herausgegeben. Er beinhaltet eine Standortbestimmung hinsichtlich Umfang, Struktur und Erfolg der unternehmerischen FuE- und Innovationsaktivitäten in Deutschland. Inhaltliche Schwerpunkte der Analyse sind darüber hinaus die Innovationsstrategien der Unternehmen, die Bausteine eines erfolgreichen Innovationsmanagements sowie die Zusammenarbeit in der Forschung und Entwicklung im Rahmen von Kooperationen und Clustern.

Branchenbericht **Geräte zur Elektrizitätserzeugung und -verteilung**

Der im Juni d.J. herausgegebene Bericht beleuchtet die Auswirkungen der weltweiten Rezession auf die Hersteller von Geräten und Anlagen zur Elektrizitätserzeugung und -verteilung. Die Branche, deren Produktpalette sehr vielfältig ist, war in starkem Maße von Nachfragerückgängen betroffen. Nun stellt sich die Frage, wie schnell die Unternehmen wieder auf einen Wachstumskurs gelangen und wie sich ihre Perspektiven für die kommenden Jahre darstellen. Besonderes Augenmerk gilt zwei Sparten, die sich derzeit besonderen Herausforderungen gegenübersehen: Photovoltaik-Industrie sowie Herstellung von Lampen und Leuchten.

Die hier genannten Veröffentlichungen stellen wir als Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

[www.ikb.de/Branchen&Märkte/Aktuelle Publikationen](http://www.ikb.de/Branchen&Märkte/Aktuelle_Publikationen).



Veranstaltung zur **„K – Internationale Messe Kunststoff + Kautschuk“**

Anlässlich der diesjährigen Kunststoffmesse in Düsseldorf veranstaltet die IKB am 2. November 2010 gemeinsam mit der Wirtschaftsvereinigung Kunststoff eine Podiumsdiskussion.

Renommierete Unternehmerpersönlichkeiten aus der Branche werden daran beteiligt sein. Diskutiert werden u. a. die Fragen: Welche Marktpotenziale haben Neuentwicklungen von Kunststoffen? Welche innovativen Anwendungen zeichnen sich außerhalb traditioneller Abnehmerbranchen ab? Wie kann der Innovationsprozess innerhalb der gesamten Prozesskette optimiert werden?

Termin:

2. November 2010, Beginn: 18.30 Uhr

Ort:

CCD Congress Center Messe Düsseldorf

Thema:

Wachstumschancen durch Anwendungen von innovativen Kunststoffen

Podiumsredner:

Dr. Günter Hilken,
Mitglied Executive Committee
der Bayer Material Sciences sowie
Präsident Plastics Europe,
Roland Straßburger,
CEO der Schütz-Gruppe,
Niklas Braun,
Executive Director,
Engineering Research & Development
der Rehau AG + Co.,
Ulrich Reifenhäuser,
Geschäftsführender Gesellschafter
der Reifenhäuser GmbH & Co. KG
und K-Präsident.

Das endgültige Programm sowie die Online-Anmeldung zu dieser Veranstaltung finden Sie ab September auf den Internetseiten der IKB (www.ikb.de).

IKB Deutsche Industriebank AG

Düsseldorf

Wilhelm-Bötckes-Straße 1
40474 Düsseldorf
Postfach 101118 · 40002 Düsseldorf
Telefon +49 (0)211 8221-0
Telefax +49 (0)211 8221-3959
www.ikb.de · E-Mail: info@ikb.de

Berlin

Charlottenstraße 35
10117 Berlin
Telefon +49 (0)30 31009-0
Telefax +49 (0)30 31009-3800

Frankfurt

Eschersheimer Landstraße 121
60322 Frankfurt
Telefon +49 (0)69 79599-0
Telefax +49 (0)69 79599-3860

Hamburg

Gertrudenstraße 2
20095 Hamburg
Telefon +49 (0)40 23617-0
Telefax +49 (0)40 23617-3820

Leipzig

Käthe-Kollwitz-Straße 84
04109 Leipzig
Telefon +49 (0)341 48408-0
Telefax +49 (0)341 48408-3830

München

Seidlstraße 27
80335 München
Telefon +49 (0)89 54512-0
Telefax +49 (0)89 54512-3884

Stuttgart

Löffelstraße 4
70597 Stuttgart
Telefon +49 (0)711 22305-0
Telefax +49 (0)711 22305-3870

London

80 Cannon Street
London EC4N 6HL · United Kingdom
Telefon +44 (0)20 709072-00
Telefax +44 (0)20 709072-72

Madrid

Palazzo Reale
Paseo de la Castellana 9-11
28046 Madrid · España
Telefon +34 (0)91 700-1063
Telefax +34 (0)91 700-1463

Mailand

Via Dante 14
20121 Mailand · Italia
Telefon +39 (0)2 726016-1
Telefax +39 (0)2 726016-50

Paris

374, rue Saint-Honoré
75001 Paris · France
Telefon +33 (0)1 703977-77
Telefax +33 (0)1 703977-47

IKB Leasing GmbH

Gertrudenstraße 2
20095 Hamburg
Telefon +49 (0)40 23626-0
Telefax +49 (0)40 23626-5278
www.ikb-leasing.com

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen beruhen auf Quellen, die von der IKB Deutsche Industriebank AG („die IKB“) für zuverlässig erachtet werden. Für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der in der Studie enthaltenen Informationen übernimmt die IKB jedoch keine Gewähr. Die von den Autoren geäußerten Meinungen sind nicht notwendigerweise identisch mit Meinungen der IKB. Die Studie ist weder als Angebot noch als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers oder eines sonstigen Anlagetitels zu verstehen.

Düsseldorf, im Juli 2010

Bereich Volkswirtschaft und Research der IKB Deutsche Industriebank AG · Wilhelm-Bötckes-Straße 1 · 40474 Düsseldorf
Redaktion: Dr. Günter Kann und Petra Heidrich · Telefon: +49 (0)211 8221-4499, -4296 · E-Mail: Petra.Heidrich@ikb.de

ISSN 0940-0001