

Mittelstandsfinanzierung mit neuen Perspektiven



Inhaltsverzeichnis

Verschiebungen im Koordinatensystem der Mittelstandsfinanzierung	4
Veränderungen in Umfang und Struktur des unternehmerischen Finanzierungsbedarfs	4
Veränderungen im Finanzierungsangebot	6
Neue Tendenzen in der Unternehmensfinanzierung	10
Bedeutung der Eigenfinanzierung nimmt weiter zu	10
Bankkredite: Weiterhin bedeutsames Finanzierungsinstrument – trotz sich abschwächender Dominanz	15
Zunehmender Einsatz von Kapitalmarktprodukten auf der Fremdkapitalseite	20
Die neue Rolle der Banken in der Unternehmensfinanzierung	24
Fazit: Mittelstandsfinanzierung auf neuen Wegen	25
Impressum	26

Mittelstandsfinanzierung mit neuen Perspektiven

Die deutschen Unternehmen haben die gravierende Wirtschaftskrise der Jahre 2008 und 2009 weitgehend hinter sich gelassen. Mit einer beeindruckenden Geschäftsentwicklung konnten sie inzwischen die zuvor erlittenen Umsatz- und Ertragseinbußen zum großen Teil kompensieren, und auch weiterhin stehen die Zeichen auf Wachstum. Allerdings hat die Krise Spuren hinterlassen; sie gibt verstärkt Anlass zu Veränderungen in den unternehmerischen Strategien. Insbesondere betrifft dies den Bereich der Finanzierung – denn im Finanzsektor hat die Krise ihren Anfang genommen und hier besonders drastische Auswirkungen nach sich gezogen. Schon heute ist erkennbar, wie die Unternehmen auf die Entwicklungen reagieren und in welche Richtung sich die Finanzierungsmuster verschieben werden.

Verschiebungen im Koordinatensystem der Mittelstandsfinanzierung

Anpassungen im Finanzierungsverhalten der Unternehmen werden aus zwei Richtungen initiiert. Sowohl bei der Nachfrage nach Finanzierungen als auch aufseiten des Angebots verändern sich wichtige Parameter. Beides zusammen führt dazu, dass das System der Unternehmensfinanzierung sich derzeit nachhaltig wandelt und insbesondere in der Mittelstandsfinanzierung die Zeichen auf Neuorientierung stehen.

Veränderungen in Umfang und Struktur des unternehmerischen Finanzierungsbedarfs

Auf der Nachfrageseite fallen vor allem drei Entwicklungstrends ins Gewicht. Bereits vor der Krise wirksam, gewinnen sie im Aufschwung noch weiter an Dynamik.

- **Der Mittelstand wächst in neue Größenordnungen hinein.** Typisch für viele renommierte Mittelständler ist ein kräftiges Wachstum, das durch Ausweitung der Märkte und fortschreitende Internationalisierung forciert wird. Durch die Krise wurde es nur vorübergehend gebremst. Viele Firmen steigen rasch in höhere Größenklassen auf. Sie verlassen dabei zwar den Umsatzbereich, den Wissenschaft und Politik traditionell (in einem eher stati-

schen Ansatz) als „mittelständisch“ definieren, bilden aber gleichwohl den eigentlichen Kern des deutschen Mittelstands, der sich unterhalb der Gruppe der Großkonzerne fest etabliert und zu einem wesentlichen Träger des deutschen Wirtschaftswachstums geworden ist. Dieser „gehobene Mittelstand“, dem Unternehmen mit Umsätzen in einer Größenordnung etwa zwischen 50 Mio. € und 3 Mrd. € angehören, expandiert seit Jahren. Er umfasst heute ca. 9.400 Firmen; etwa 1.900 Unternehmen sind allein innerhalb der letzten zehn Jahre neu in diese Größenkategorie vorgestoßen (s. das Schaubild). Und „Nachwuchs“ ist ausreichend vorhanden, da es in den sich anschließenden Größenklassen viele dynamisch wachsende Firmen mit erheblichem Entwicklungspotenzial gibt. Schon in wenigen Jahren wird die Zahl der größeren Mittelständler auf mehr als 10.000 angestiegen sein.

Diese mittelgroßen Unternehmen bewältigen nicht nur einen zunehmend größeren Geschäftsumfang, sie sind auch mit deutlich höheren Investitionsanforderungen konfrontiert – und haben daher einen höheren und anders gelagerten Finanzierungsbedarf als kleinere Mittelständler. Andererseits steht ihnen eine breitere Palette an Finanzierungsinstrumenten zur Verfügung.

• **Zunehmend formieren sich Unternehmensgruppen.**

Mit dem Wachstum vieler mittelständischer Firmen nimmt auch die Konzentration im Unternehmenssektor zu. Die Übernahmeaktivität ist im gehobenen Mittelstand besonders rege, da viele Unternehmen bestrebt sind, durch Zukauf ihre Marktstellung abzusichern oder ihr Leistungsspektrum zu arrondieren. Mehr als die Hälfte aller beim Bundeskartellamt registrierten Firmenerwerbe entfallen auf diesen Firmenkreis. Dies führt dazu, dass in der Industrie bereits fast jedes sechste Unternehmen Teil eines Firmenverbundes ist; mehr als 80 % des gesamten industriellen Umsatzes entfallen inzwischen auf solche Gruppen (s. das Schaubild auf S. 6 oben). In anderen Sektoren ergibt sich ein ähnliches Bild.

Auch dadurch ändern sich die Finanzierungsmuster, da sich im Firmenverbund neue Optionen für die ihm angehörenden Unternehmen eröffnen. Insbesondere erfolgt die Finanzierung oft in größeren Volumina (auch am Kapitalmarkt); aus vorhandener Liquidität können viele Finanzierungsbedarfe gruppenintern abgedeckt werden.

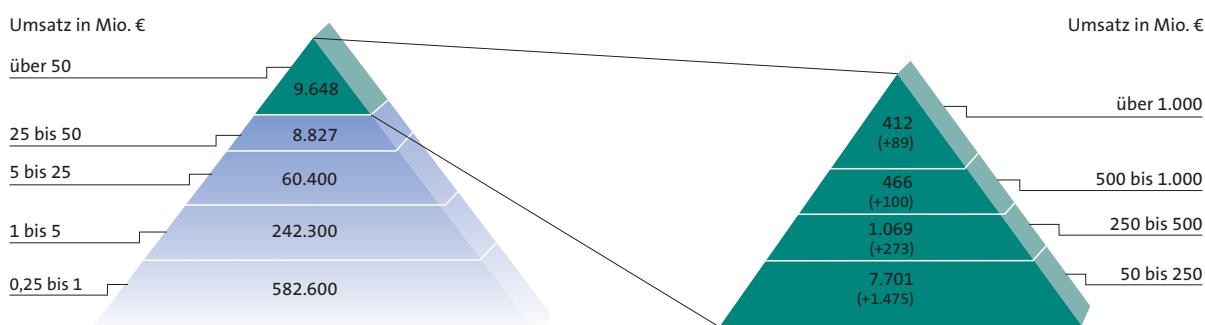
• **Die Investitionsprofile im Mittelstand verschieben sich.**

Bildeten früher die Investitionen in Maschinen, Anlagen und Gebäude den Schwerpunkt, so rücken heute bei vielen größeren Firmen andere Aktivitäten in den Vordergrund. Zunehmend fließen Mittel zum Beispiel in die Forschung und Entwicklung oder in den Erwerb von Unternehmen und Beteiligungen – hierfür sind dann oft höhere Ausgaben zu tätigen als für Sachinvestitionen, und meist ist hier der Return on investment mit größeren Unsicherheiten behaftet.

Zudem reduziert sich der Sachinvestitionsbedarf durch Einsatz effizienterer Maschinen und fortlaufende Prozessoptimierungen. Häufig werden Anlagen und Fahrzeuge auch gemietet statt gekauft. Hinzu kommt, dass vermehrt Teile und Komponenten nicht mehr selbst hergestellt, sondern von Zulieferern bezogen werden. Stattdessen gewinnen Vertrieb und Service an Bedeutung, die wenig anlagenintensiv sind. Vorratsinvestitionen verlieren ebenfalls tendenziell an Gewicht, da die Lagerhaltung optimiert wird.

Spitze der Größenpyramide zunehmend dichter besetzt

Anzahl der Unternehmen nach Umsatzgrößenklassen 2009



(+ ...) = Zuwachs 2000 bis 2009

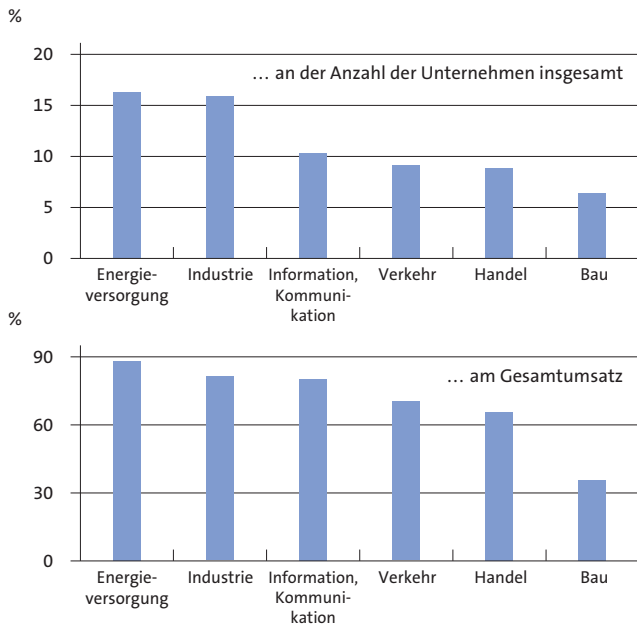
Quelle: Statistisches Bundesamt



Etwa 9.400 Unternehmen bilden den „gehobenen Mittelstand“ – ein Kernsegment des Unternehmenssektors in Deutschland. Er umfasst rd. 9.200 Firmen im Umsatzgrößenbereich 50 bis 1.000 Mio. €. Hinzu kommen etwa 200 Firmen, die in den letzten Jahren in die Gruppe der Umsatzmilliardäre aufgestiegen sind – meist etablierte, international renommierte Familiengesellschaften.

Immer mehr Unternehmen gehören Unternehmensgruppen an

Anteil gruppenzugehöriger Unternehmen (im Jahr 2007) ...



Quelle: Monopolkommission

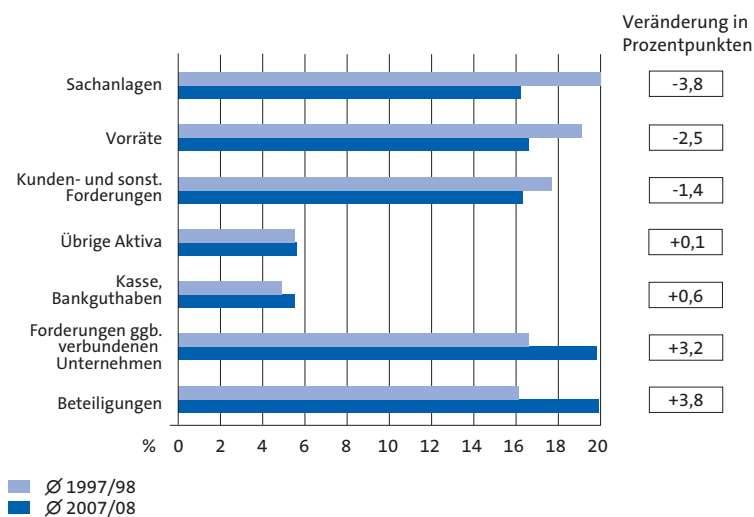


In den unternehmerischen Bilanzen finden diese Entwicklungstrends ihren Niederschlag: Der Anteil der Sachanlagen ist in den letzten zehn Jahren merklich zurückgegangen, ebenso der Anteil der Vorräte (s. das Schaubild unten). Dagegen sind die Beteiligungen und die Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen überproportional gewachsen. Schließlich ist auch eine Tendenz zu höheren Liquiditätsbeständen erkennbar: Die Volatilität auf den Märkten nimmt zu, damit steigen auch die Risiken, was aus Vorsichtsgründen einen höheren Cashbestand nahelegt. Zudem wollen sich die Firmen mit einer „strategischen Liquiditätsreserve“ offensichtlich einen finanziellen Handlungsspielraum sichern, um günstige Gelegenheiten (etwa die Chance einer Unternehmensakquisition) rasch und flexibel wahrnehmen zu können.

Die Verschiebungen in den Investitionsstrukturen bleiben nicht ohne Auswirkungen auf die Finanzierung: Der Bedarf an Finanzierungsmitteln mit höherer Risikoqualität nimmt zu. Außerdem wird es für die Unternehmen wichtiger, sich einen längerfristigen Finanzierungsrahmen für ihre Aktivitäten zu schaffen.

Deutliche Verschiebungen in den bilanziellen Aktivastrukturen der Unternehmen*

Anteil der Vermögenspositionen an der Bilanzsumme $\bar{\text{Ø}}$ 1997/98 und $\bar{\text{Ø}}$ 2007/08



*Unternehmen mit Umsätzen von 50 Mio. € und mehr

Quellen: Deutsche Bundesbank; eigene Berechnungen



Veränderungen im Finanzierungsangebot

Auch auf der Angebotsseite verschieben sich die – über Jahrzehnte hinweg relativ fest verankerten – Strukturen. Die Banken sind in Deutschland, anders als etwa in den angelsächsischen Ländern, seit jeher die mit Abstand wichtigsten Finanziers der Unternehmen und insbesondere des Mittelstands. Ihre Rolle als Intermediäre, die Geldanlagen (in Form von Kundeneinlagen, Sparbriefen, Bankschuldverschreibungen usw.) in Kredite transformieren, ist bis heute das entscheidende Element des etablierten Systems der Unternehmensfinanzierung. Aber dieses System unterliegt einem Wandel, der durch die Finanzkrise noch beschleunigt wird. Die Veränderungsimpulse kommen dabei von mehreren Seiten:

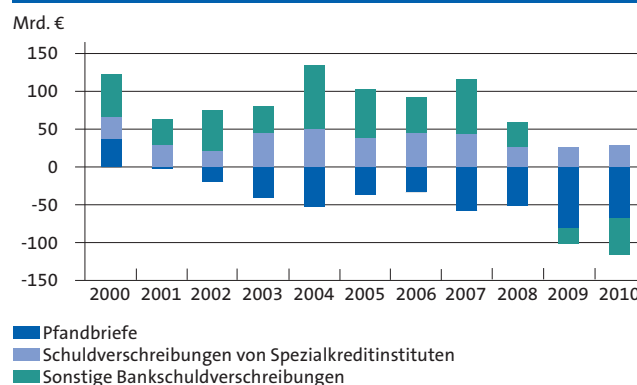
- Auf dem Weg zu angemessenen Kreditmargen.** Harter Wettbewerb führte dazu, dass die Kreditkonditionen in der Vergangenheit angemessene Erträge im Kreditgeschäft nicht erlaubten. Schon seit Langem ist das Zinsergebnis bei den meisten Banken und Sparkassen rückläufig. Hier besteht Anpassungsbedarf, insbesondere was eine risiko-adäquate Bepreisung der Engagements betrifft. Alle Institute und nicht zuletzt diejenigen, die durch die Krise veranlasst werden, andere (für sie ehemals ertragreichere) Geschäfte aufzugeben, sind künftig gezwungen, im Kreditgeschäft auf eine adäquate Ausgestaltung der Konditionen zu achten. Nur so werden sie langfristig ihre Rolle als leistungsfähige Finanzierungspartner der Wirtschaft wahrnehmen können.
- Änderungen in den Geschäftsmodellen mit möglichen Rückwirkungen auf das Angebotsvolumen.** Dass einige Banken – aus eigenem Antrieb oder durch Umsetzung von EU-Auflagen – Änderungen im Geschäftsmodell vornehmen, wird sich zudem, zumindest vorübergehend, dämpfend auf die Kreditvergabe auswirken. Die Anpassung umfasst u. a. die Aufgabe von Geschäftsfeldern und eine deutliche Reduzierung der Bilanzsumme. Parallel dazu kommt es zu einem Konsolidierungsprozess, im Zuge dessen sich die Zahl der Anbieter im Kreditmarkt gegebenenfalls verringern wird. Zwar zielen die Restrukturierungen in Teilen des Bankensektors nicht primär auf die Unternehmensfinanzierung ab, aber einiges spricht dafür, dass sich dadurch auf mittlere Sicht Einengungen im Kreditangebot ergeben werden.
- Erschwerung der Refinanzierung – auch über die Krise hinaus.** Der Vertrauensverlust, den die Banken durch die Krise erlitten haben, erschwert nachhaltig ihre Refinanzierung, insbesondere was die Emission von Bankschuldverschreibungen betrifft. Deren Umlauf ist seit 2008 um ein Sechstel zurückgegangen; in den beiden letzten Jahren haben nur die Spezialkreditinstitute netto zusätzliche Gelder auf diesem Wege akquiriert (s. das Schaubild). Nicht nur bei Pfandbriefen, sondern auch bei den sonstigen Bankschuldverschreibungen lagen dagegen die Tilgungen über den neu aufgenommenen Mitteln. Auch in den ersten vier Monaten 2011 war dies noch der Fall. Hierin spiegelt sich

zwar vor allem der durch die Krise ausgelöste Deleveraging-Prozess wider: Staatlich unterstützte Institute haben ihre Bilanz bislang um 730 Mrd. € und die übrigen Banken um 570 Mrd. € reduziert. Aber es deuten sich auch Probleme an, die einige Institute bei der Refinanzierung mittels Schuldverschreibungen haben.

Für die Zukunft ist zudem abzusehen, dass die Banken zum einen verstärkt mit anderen Emittenten – Unternehmen und vor allem Staaten (deren Refinanzierungsbedarf in den nächsten Jahren besonders hoch sein wird) – um anlagebereites Kapital konkurrieren werden und dass zum anderen branchenintern auch der Wettbewerb um Kundeneinlagen zunimmt. Deren Bedeutung steigt auch deshalb, weil sie bei der Berechnung neuer aufsichtsrechtlicher Liquiditätskennziffern relativ günstig eingestuft werden – im Gegensatz etwa zu Interbankengeldern.

- Neue (verschärfte) Spielregeln im Kreditgeschäft.** Die Transformation von Geld- und Kapitalanlagen in Kredite wird auch durch eine Modifizierung der Spielregeln beeinträchtigt, nach denen dieser Prozess abläuft. Denn unter dem Eindruck der Krise wird nun im Rahmen von „Basel III“ an vielen Regulierungsschrauben gedreht, um das Risiko neuerlicher Krisen einzuzugrenzen.

Rückläufige Nettoemission von inländischen Bankschuldverschreibungen

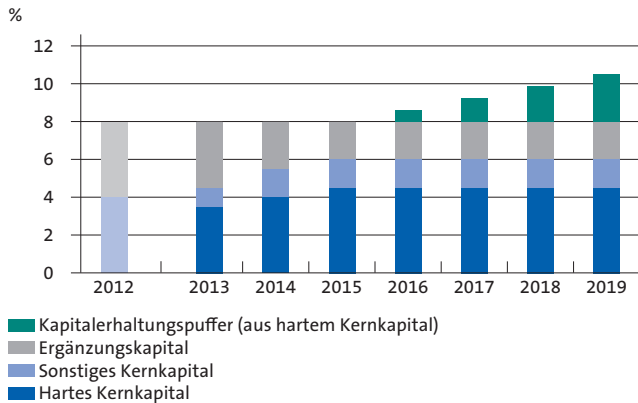


Quelle: Deutsche Bundesbank



Verschärfung der Eigenkapitalanforderungen für Banken*

Mindestkapital in Relation zu den Risikoaktiva



*Weiterhin geplant: Antizyklischer Kapitalpuffer (bis zu 2,5 %) und für große, global vernetzte Institute ein zusätzlicher Verlustpuffer (bis zu 2,5 %)

Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich



Wichtigster Punkt ist dabei eine sukzessive Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen (s. das Schaubild). Sie soll bewirken, dass die Institute im Krisenfall erhöhte Verluste tragen können und von vornherein risikobewusster bei der Kreditvergabe agieren. Die Banken müssen daher, um ihren Kreditvergabespielraum weitgehend zu erhalten, ihr Eigenkapital ausweiten (andernfalls wären die Risikopositionen zu reduzieren).

Die Deutsche Bundesbank schätzt, dass die Erfüllung der neuen Kapitalregeln bei den deutschen Kreditinstituten bis 2018 eine Erhöhung des harten Kernkapitals um rd. 50 Mrd. € erforderlich macht; dabei zeigt die durchgeführte Simulation als gleichzeitige Auswirkungen einen Rückgang des Kreditvolumens um 3 % und einen Anstieg der Zinsmarge für die Kreditnehmer um rd. 50 Basispunkte. Dies signalisiert die Richtung, in die sich die verschärften Vorschriften auswirken werden.

Den zusätzlichen Kapitalbedarf zu decken, ist für die Banken sicherlich keine unlösbare Aufgabe. Schon jetzt sind sie – mit einer aktuellen (nach geltendem Recht ermittelten) Eigenkapitalquote von ca. 12 % – auf dem richtigen Weg, sich den Zielwerten anzunähern. Allerdings ist dieses positive Bild weniger auf bereits durchgeführte Kapitalstärkungsmaßnahmen als vielmehr auf

das einschneidende Deleveraging im Zuge der Krise zurückzuführen. Abzuwarten bleibt daher, wie sich in den kommenden Jahren bei einer verstärkten Geschäftsausweitung die Kennziffern – und damit auch die Kreditvergabespielräume – unter den neuen Anforderungen entwickeln werden. Nicht auszuschließen ist, dass eine (zusätzlich noch durch neue Abgaben) eingegrenzte Rentabilität die notwendige Verbreiterung der Kapitalbasis verzögert, da sie sowohl die Erhöhung der Rücklagen aus einbehaltenen Gewinnen als auch die Einwerbung neuen Kapitals von außen erschwert. Gleichzeitig kommt noch hinzu, dass die Märkte gegebenenfalls eine zügige, d. h. vorzeitige Erfüllung der Kennziffern erwarten.

Auswirkungen auf die Finanzierung gehen auch von den übrigen neuen Vorschriften aus: So besteht die Gefahr, dass die geplante generelle, risikounabhängige Verschuldungsobergrenze bestimmte margen- und risikoarme Kreditgeschäfte (wie etwa Kommunalkredite, klassische Hypothekendarlehen, Exportfinanzierungen, aber auch das Fördergeschäft) überproportional benachteiligt. Durch die Liquiditätskennziffern könnte vor allem die langfristige Kreditvergabe beeinträchtigt werden. So könnte die Privilegierung von Staatsanleihen (gegenüber anderen Titeln, insbesondere Bankschuldverschreibungen) bei der Berechnung der erforderlichen Liquiditätspolster zu einer Abschwächung der Nachfrage nach Bankanleihen seitens der Kreditinstitute führen, die hierfür bislang die wichtigste Käufergruppe darstellen. Dies hätte negative Auswirkungen auf die Kreditrefinanzierung. Zudem werden – in beträchtlichem Umfang – aufgenommene Passivmittel für die Liquiditätsvorsorge gebunden; sie stehen dann nicht mehr zur Kreditvergabe zur Verfügung. Auch droht die Gefahr, dass es für die Institute schwieriger wird, Kundeneinlagen in langfristige Kredite zu transformieren.

- **Schwächung der Refinanzierung über das Versicherungsgewerbe.** Rückwirkungen auf die Unternehmensfinanzierung sind darüber hinaus von verschärften Regulierungen im Versicherungswesen („Solvency II“) zu erwarten. Die geplanten Vorschriften, die darauf abzielen, Anlagen zum Teil in erheblichem Umfang mit Eigenkapital zu unterlegen, werden aus Sicht der Versicherungsgesell-

Verschärfung der Bankenregulierung – Mehr Stabilität, aber negative Auswirkungen auf die Kreditvergabe

Im Rahmen von „Basel III“ sind zahlreiche Maßnahmen vorgesehen, die im Sinne einer Krisenprävention die Aktivitäten von Banken begrenzen.

Eigenkapitalanforderungen. Die Mindest-Kernkapitalquote, bislang 4 % der Risikoaktiva, wird (einschließlich eines neuen Kapitalerhaltungspuffers) bis Anfang 2019 schrittweise auf 8,5 % angehoben – darunter 7 % „hartes Eigenkapital“, d. h. Aktienkapital, äquivalente Kapitalbestandteile bei Nicht-AGs sowie einbehaltene Gewinne. Insgesamt soll das Eigenkapital 10,5 % der risikogewichteten Aktiva betragen. Verschärfend kommt hinzu, dass Abzugs- und Korrekturpositionen erheblich ausgeweitet werden. Weiterhin sind noch ein sogenannter antizyklischer Kapitalpuffer in Höhe von bis zu 2,5 Prozentpunkten (bei übermäßig hohem Kreditwachstum) und ein zusätzlicher Verlustpuffer für global vernetzte Institute mit hoher Systemrelevanz vorgesehen, der 1,0 bis 2,5 Prozentpunkte betragen soll. Durch den antizyklischen Puffer würde die Zielgröße für das harte Kernkapital generell auf bis zu 9,5 % steigen.

Maximale Verschuldungsquote. Frühestens 2018 steht nach einer Beobachtungsphase die Einführung einer „Leverage ratio“ in Höhe von 3 % des Geschäftsvolumens an, die der Verschuldung von Banken generell (und risikounabhängig) eine Obergrenze setzt.

Kurzfristige Liquiditätsdeckungskennziffer. Diese monatliche Kennziffer soll ab 2015 die Vorhaltung eines ausreichenden Liquiditätspolsters aus hochliquiden Aktiva für den Fall sicherstellen, dass ein Stressszenario mit hohen Zahlungsabflüssen eintritt. Als hochliquide Aktiva gelten neben Barmitteln und Zentralbankguthaben vor allem Schuldtitel öffentlicher Emittenten. Nur zu einem gewissen Prozentsatz und unter bestimmten Voraussetzungen werden wertbeständige Titel privater Emittenten (Pfandbriefe und hochklassige Anleihen von Nichtfinanz-Unternehmen) angerechnet. Interbankenforderungen sind nicht anrechenbar. Bei der Ermittlung möglicher Zahlungsmittelabflüsse werden für Privatkundeneinlagen nur relativ geringe Abflussraten von 5 bis 10 % unterstellt, für andere Einlagen wesentlich höhere.

Stabile Finanzierungskennziffer. Diese auf einen Einjahreszeitraum ausgelegte Kennziffer, deren Einführung 2018 erfolgen soll, zielt darauf ab, vor allem eine revolvierend am Kapitalmarkt finanzierte Fristentransformation einzugrenzen. Ins Gewicht fällt hier u. a., dass Interbankeneinlagen bei der Bestimmung des stabilen Refinanzierungsvolumens nicht angerechnet werden (dagegen Eigenmittel und Verbindlichkeiten ab 1 Jahr Restlaufzeit zu 100 %, kurzfristige Privatkundeneinlagen zu 80 bis 90 %).

schaften bestimmte Langfristengagements (darunter ungedeckte Bankschuldverschreibungen) weniger attraktiv machen – und damit droht eine bislang sehr wichtige Refinanzierungsquelle für das Kreditgeschäft teilweise zu versiegen.

Wenngleich die Aufsichtsbehörden bei der Umsetzung der verschärften Regeln durchaus im Blick haben, dass der Kreditvergabespielraum der Banken nicht zu sehr – zulasten der Wirtschaft – eingeschränkt wird, läuft das kaum zu steuernde Zusammenspiel der genannten Faktoren fast unweigerlich auf eine restriktivere Unternehmenskreditvergabe und eine Verteuerung der Kreditfinanzierung hinaus. Das bedeutet: Kredit wird den Unternehmen nicht mehr wie in der Vergangenheit „im Überfluss“ zur

Verfügung stehen. Die Banken werden selektiver bei der Kreditvergabe vorgehen müssen, von den Kreditnehmern noch detailliertere Informationen einfordern, eine noch exaktere Bewertung der Risiken vornehmen, risikoreichere Engagements meiden, eine noch stärkere Differenzierung der Margen nach Bonitäten vornehmen und schon allein wegen erhöhter Eigenkapitalkosten die Konditionen generell anheben. Zudem besteht die Gefahr, dass einige Regulierungsansätze gerade die langfristige Kreditfinanzierung beeinträchtigen, die vor allem im Mittelstand ein Kernelement der Finanzierung ist. Es bleibt zu hoffen, dass in den vorgesehenen Beobachtungsphasen noch Lösungen gefunden werden, die die in Deutschland fest verankerte (und bewährte) „Langfriskultur“ nicht in Frage stellen.

Neue Tendenzen in der Unternehmensfinanzierung

Festzuhalten bleibt: Zu den Anpassungen, die sich auf der Nachfrageseite im Finanzierungsbedarf der Unternehmen ergeben, kommen ganz gravierende Umbrüche auf der Angebotsseite hinzu. Als Konsequenz dieser vielfältigen Entwicklungen werden sich die Finanzierungsmuster in den kommenden Jahren nachhaltig wandeln. Die wichtigsten Trends sind:

- Die Bedeutung der Eigenfinanzierung nimmt weiter zu.
- Die Dominanz des Bankkredits schwächt sich ab, jedoch bleiben Kredite ein Kernelement der Mittelstandsfinanzierung.
- Es kommt zu einer stärkeren Diversifizierung der Fremdkapitalstruktur durch einen vermehrten Einsatz von Kapitalmarktprodukten.
- Die Rolle der Banken in der Unternehmensfinanzierung wandelt sich: vom Kreditgeber zum Problemlöser in allen Finanzierungsfragen.

Bedeutung der Eigenfinanzierung nimmt weiter zu

Schon in den zurückliegenden Jahren hat sich das grundlegende Finanzierungsbild im Unternehmens-

sektor merklich verändert: Zur Finanzierung der Investitionen und laufenden Geschäftsaktivitäten haben die Firmen verstärkt auf Eigenmittel zurückgegriffen. Dadurch ist ihre Eigenkapitalquote über viele Jahre hinweg relativ kontinuierlich angestiegen, sodass sie heute in der Gesamtwirtschaft um ca. 7 Prozentpunkte und in der Industrie um gut 4 Prozentpunkte über dem Stand von 2000 liegt – s. das Schaubild. Selbst in der Krise und im beginnenden Aufschwung war die Tendenz nach oben gerichtet (s. den Kasten auf S. 12).

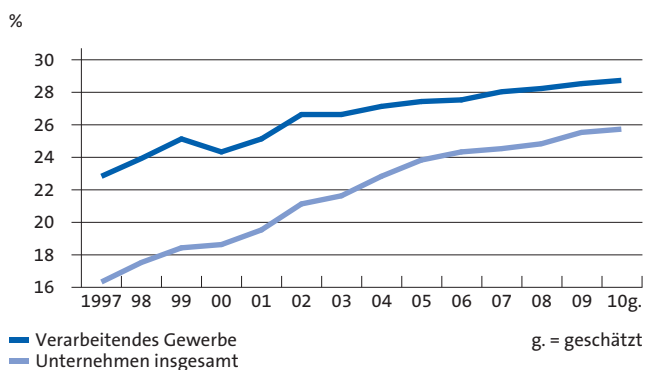
Wesentlich für den Ausbau der Eigenkapitalbasis war eine verstärkte Innenfinanzierung. Sie ist in den letzten Jahren mehr und mehr zum dominierenden Bestandteil der unternehmerischen Gesamtfinanzierung geworden. Mit einbehaltenen Gewinnen und Abschreibungen konnten die Unternehmen – so zeigt es die gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank – selbst in Jahren guter Konjunktur gut zwei Drittel ihrer Sach- und Finanzinvestitionen finanzieren (s. das Schaubild auf S. 11 oben). Zudem haben viele Firmen, um ihre Wachstumspläne finanziell abzusichern, aus externen Quellen Eigenkapital in Anspruch genommen, sei es über die Aktienbörse, sei es am institutionellen Beteiligungsmarkt.

Es gibt mehrere Gründe, warum gerade im letzten Jahrzehnt die Eigenfinanzierung einen Aufschwung genommen hat:

- Zunehmende Internationalisierung und verstärkte Innovationsaktivitäten gingen mit einer Erhöhung der Risiken einher, der die Unternehmen in der Finanzierungsstruktur angemessen Rechnung getragen haben. Zudem gab es Nachholbedarf, da die deutschen Eigenkapitalquoten im internationalen Vergleich in der Vergangenheit eher zu niedrig lagen.
- Erhöhte Bonitätsanforderungen der Banken, die durch einen neuen Regulierungsrahmen („Basel II“) initiiert wurden, machten es für die Unternehmen erforderlich, die Eigenkapitalquoten anzuheben: Auf diese Weise konnten das Unternehmensrating und damit der Zugang zu Krediten verbessert werden.

Eigenkapitalausstattung der Unternehmen deutlich verbessert

Eigenkapital in Relation zur Bilanzsumme



Quellen: Deutsche Bundesbank; eigene Berechnungen



- Den Firmen kam in dieser Phase zugute, dass sich ihre Ertragskraft sehr günstig entwickelte. Dazu trugen innovative Produktangebote ebenso bei wie Produktivitätsverbesserungen und ein nur moderater Anstieg der Lohnkosten. Die Renditen bewegten sich deutlich über dem langjährigen Durchschnitt (s. das Schaubild unten). Damit wuchs der Selbstfinanzierungsspielraum.
- Dass Firmeninhaber und Gesellschafter diesen Spielraum für ihre Unternehmen sehr weitgehend nutzten, hing sicherlich auch damit zusammen, dass dank guter Ertragsaussichten eine Investition ins eigene Unternehmen zunehmend die beste Option darstellte – im Vergleich zu anderen möglichen Investments (etwa im Immobilienmarkt).
- Gleichzeitig blieben allerdings über mehrere Jahre hinweg die Investitionsaktivitäten eher verhalten, da vielfach der Stabilisierung der Unternehmen Vorrang eingeräumt wurde und das gesamtwirtschaftliche Wachstumstempo zunächst noch relativ moderat war.

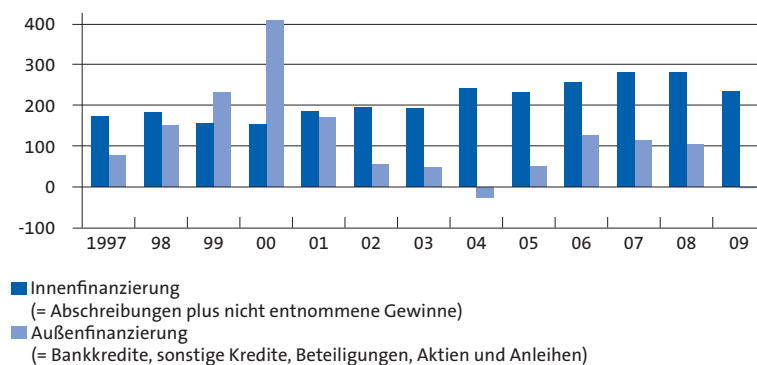
Der Trend zu einer höheren Eigenkapitalquote wird sich in den kommenden Jahren fortsetzen – dafür gibt es viele Indizien. Zum einen veranlasst das sich weiter verschiebende Investitionsprofil (d. h. weniger „klassische“ Anlageinvestitionen, mehr Forschung und Entwicklung, mehr Investitionen in internationale Vertriebs- und Servicestrukturen usw.) die Unternehmen, verstärkt Finanzierungsmittel mit höherer Risikoqualität einzusetzen. Zum anderen lassen es die vielfältigen Veränderungen im Bankensektor ratsam erscheinen, auf mittlere Sicht die Abhängigkeit von der Kreditfinanzierung zu verringern. Zur Substitution von Krediten ist zusätzliches Eigenkapital zwar eine recht teure Alternative. Aber in vielen Fällen wird sein Einsatz auch zwingend nötig sein, um – im Hinblick auf die zu erwartende Verschärfung der Risikobeurteilung – überhaupt (und zu tragbaren Kosten) den nach wie vor sehr wichtigen Zugang zum Bankkredit offen zu halten.

Weiterhin großes Innenfinanzierungspotenzial. Eine auch weiterhin ergiebige Quelle stellt die Innenfinanzierung dar, da sich die Ertragslage der Unternehmen im Aufschwung sehr positiv entwickelt.

Interne Mittel immer mehr die zentrale Finanzierungsquelle

Innen- und Außenfinanzierungsvolumen der Unternehmen

Mrd. €



Quelle: Deutsche Bundesbank

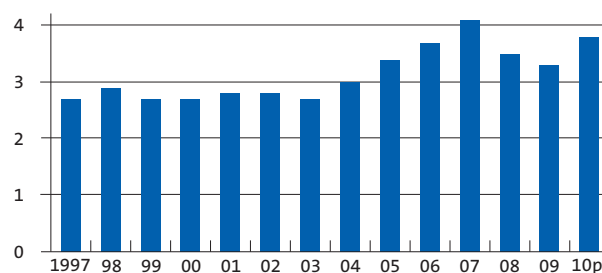


Nun zahlen sich die Maßnahmen aus, die in der Krise zur Prozessoptimierung und Kosteneinsparung durchgeführt wurden. Hinzu kommt, dass die deutschen Unternehmen durch klare Fokussierung auf innovative Produkte und Dienstleistungen auch mittelfristig eine gute Grundlage für die Erzielung angemessener Erträge geschaffen haben. Erhebliche Ertragsrisiken liegen allerdings in der weiteren Entwicklung der Energie- und Rohstoffpreise. Eine Fortsetzung des Aufschwungs wird fast zwangsläufig mit hohen zusätzlichen Kosten für die Unternehmen verbunden sein. Umso wichtiger ist es, dass die unternehmerischen Selbstfinanzierungsspielräume nicht über Gebühr durch Steuern und Abgaben ein-

Ertragsniveau der Unternehmen deutlich angehoben

Jahresergebnis nach Steuern in Relation zum Umsatz

%



Quellen: Deutsche Bundesbank; Wert 2010 IKB-Prognose



Anstieg der Eigenkapitalquote in der Krise und im Aufschwung – bis auf welches Niveau?

Die Wirtschaftskrise der Jahre 2008 und 2009 hat die Ertragskraft der Unternehmen erheblich geschwächt und bei vielen Firmen Verluste verursacht. Daher war zu erwarten, dass die Eigenkapitalausstattung merklich sinken würde. Tatsächlich war dies auch der Fall, aber die durchschnittliche Eigenmittelquote, so zeigen es zwei IKB-Auswertungen, blieb im Krisenjahr 2009 relativ konstant bzw. tendierte sogar nach oben. Grund dafür war primär eine rückläufige Bilanzsumme als Ergebnis eines effektiven Krisenmanagements der Unternehmen (Aufschub von Investitionen, deutlicher Abbau der Vorräte und Kundenforderungen).

2010 waren die Unternehmen mehrheitlich in der Lage, die Eigenmittel aus eigener Kraft wieder aufzustocken; in einigen Fällen wurde auch Kapital von außen zugeführt. Dadurch stieg die Eigenkapitalquote um knapp einen halben Prozentpunkt an bzw. blieb stabil – obwohl die Bilanzsumme im Zuge des Lageraufbaus und einer Ausweitung der Forderungen 2010 ungewöhnlich kräftig zunahm.

Insgesamt blieb somit die Krise letztlich ohne negative Auswirkungen auf die Eigenkapitalquote.

Eigenkapitalquote	Auswertung der Bilanzen von 120 börsennotierten Mittelstandsunternehmen	Auswertung der Bilanzen von 270 mittelständischen IKB-Industriekundenfirmen
2008	45,1 %	37,8 %
2009	45,2 %	39,4 %
2010	45,6 %	39,3 %

Der Anstieg der durchschnittlichen Eigenkapitalquote dürfte sich im weiteren Verlauf des Aufschwungs fortsetzen, auch weil viele Unternehmen noch „Nachholbedarf“ haben. Allerdings ist über kurz oder lang mit einem Abflachen der Kurve zu rechnen. Denn unter Kostenaspekten ist es aus Firmensicht nicht sinnvoll, das Eigenkapital immer weiter anzuheben: Eigenkapital ist und bleibt die teuerste Finanzierungsform – auch wenn zukünftig die Margen im Kreditgeschäft erhöht werden. Wo indes das optimale Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital anzusiedeln ist, muss jedes Unternehmen für sich selbst abwägen, vor allem im Hinblick auf sein Risikoprofil und seine langfristigen Pläne und Strategien.

geschränkt werden. Handlungsbedarf besteht hier insbesondere im Hinblick auf einige strukturelle Komponenten des Ertragsteuersystems, die (wie etwa die Zinsschranke, die Begrenzungen bei der Verlustverrechnung oder die Gewerbesteuer mit ihren ertragsunabhängigen Elementen) eine große Belastung für viele Firmen darstellen.

Auf externes Eigenkapital zurückzugreifen, ist für viele mittelständische Unternehmen keine Option, wollen sie doch ihre Unabhängigkeit ohne Abstriche wahren. Allerdings vollzieht sich hier, gerade bei einer jüngeren Unternehmergeneration, ein Umdenkenprozess. Eine stabile Finanzausstattung, die das Unternehmen voranbringt, ist ihr wichtiger als eine uneingeschränkte Selbstständigkeit. Auf niedrigem Niveau entwickelt sich die externe Eigenkapitalfinanzierung in Deutschland daher positiv.

Moderate IPO-Aktivität. Die Aktienfinanzierung ist indes nach wie vor nur für einen sehr begrenzten Kreis an Unternehmen eine realistische Alternative. Aber nach langer Flaute, die dem Zusammenbruch des Neuen Marktes zu Beginn des letzten Jahrzehnts folgte, war die Neuemissionstätigkeit seit 2005 zeitweise recht rege. Immerhin fast 90 Börsengänge wurden seither im Prime und im General Standard der Deutschen Börse realisiert. Hinzu kommen mehr als 60 Emissionen im Entry Standard, der sich mit reduzierten Zulassungsanforderungen vor allem an junge mittelständische Firmen wendet. In der Krise kam die Emissionstätigkeit fast gänzlich zum Erliegen, aber inzwischen ist die Liste der IPO-Kandidaten wieder merklich umfangreicher geworden. Einige Börsengänge sind noch für das laufende Jahr geplant; neben wenigen größeren Unternehmen

stehen vor allem mittelständische Firmen vor dem Sprung aufs Parkett. Darunter sind auch Unternehmen, die sich (vorübergehend) im Besitz von Finanzinvestoren befunden haben. Zwar hat sich im Frühsommer 2011 angesichts der volatilen Lage an den Finanzmärkten das Umfeld für erfolgreiche Börsengänge etwas eingetrübt, aber sobald sich wieder ein Zeitfenster mit stabileren Rahmendaten öffnet, wird es zur Umsetzung kommen.

Hoher Mittelzufluss über Kapitalerhöhungen. Die Aktienbörse ist eine Finanzierungsquelle nicht nur für Neuemittenten, sondern auch für Unternehmen, die schon seit Langem börsennotiert sind. Gerade

nach der Krise haben zahlreiche Gesellschaften unterschiedlicher Größe über Zweitplatzierungen Kapital an der Börse eingesammelt, wobei die Volumina im Einzelfall von einigen hundert Mio. € bis zu niedrigen einstelligen Millionenbeträgen reichen. Insgesamt flossen über solche Kapitalerhöhungen im letzten Jahr mehr als 8 Mrd. € in den Unternehmenssektor (ohne Finanzgewerbe). Im laufenden Jahr setzt sich die positive Entwicklung fort. Der Kreis der emittierenden Firmen umfasst dabei viele renommierte Mittelständler (s. die Übersicht), die sich mit Blick auf ihre Absatzchancen im Aufschwung mit einem zusätzlichen Eigenkapitalpolster ausstatten wollen. Hinzu kommen Unterneh-

Kapitalerhöhungen börsennotierter Unternehmen

Ausgewählte Beispiele im Zeitraum März 2010 bis Juli 2011

Unternehmen	Branche	Umsatz 2010 in Mio. €	Zeitpunkt	Volumen in Mio. €
				der Kapitalerhöhung
Hochtief AG, Essen	Baugewerbe	20.159	12/2010	400
Aurubis AG, Hamburg	Metallindustrie	9.865	1/2011	170
Leoni AG, Nürnberg	Automobilzulieferer	2.956	7/2011	113
Heidelberger Druckmaschinen AG, Heidelberg	Maschinenbau	2.629	9/2010	420
Drägerwerk AG & Co. KGaA, Lübeck	Medizin-, Sicherheitstechnik	2.180	6/2010	105
Gildemeister AG, Bielefeld	Maschinenbau	1.377	3/2011 4/2011	83 137
KUKA AG, Augsburg	Robotik	1.079	6/2010	45
Nordex AG, Hamburg	Windenergietechnik	972	3/2011	56
Indus Holding AG, Bergisch Gladbach	Beteiligungs-Holding	972	10/2010	33
Grammer AG, Amberg	Automobilzulieferer	930	4/2011	19
IVG Immobilien AG, Bonn	Immobilien	822	2/2011	87
ElringKlinger AG, Dettingen	Automobilzulieferer	796	10/2010	124
Schuler AG, Göppingen	Maschinenbau	650	7/2010	7
Phoenix Solar AG, Sulzmoos	Photovoltaik	636	7/2010	21
SAF-Holland S.A., Luxemburg	Fahrzeugbau	631	3/2011	144
JENOPTIK AG, Jena	Optoelektronik	511	3/2010	22
Alno AG, Düsseldorf	Möbelindustrie	467	3/2011	26
Solar-Fabrik AG, Freiburg	Solartechnik	228	7/2010	6
Pfeiffer Vacuum AG, Asslar	Maschinenbau	220	11/2010	74
solarhybrid AG, Brilon	Photovoltaik/Solarthermie	145	4/2011	8
Deutsche EuroShop AG, Hamburg	Immobilien	144	11/2010	132
Singulus Technologies AG, Kahl	Maschinenbau	120	6/2011	26
aap Implantate AG, Berlin	Medizintechnik	28	4/2011	3
Geratherm Medical AG, Gschwenda	Medizintechnik	17	3/2010	4

Quellen: Pressemitteilungen und Internetinformationen der Unternehmen

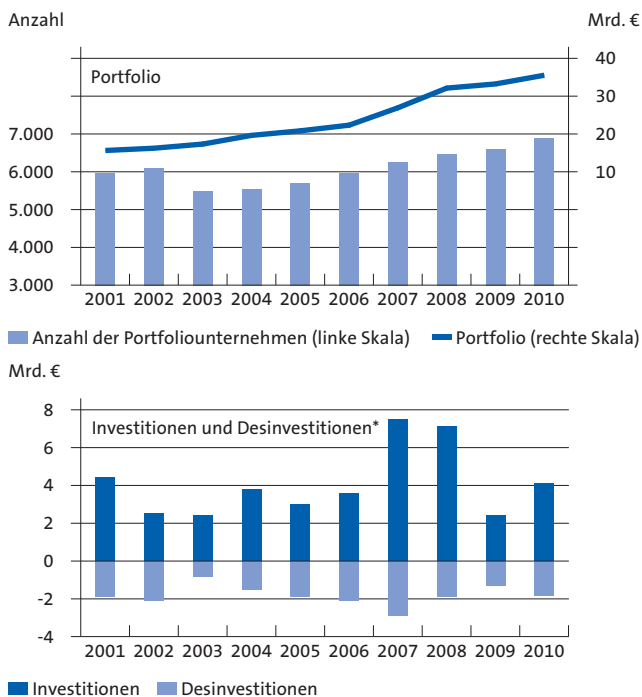
men, die in der Krise besonders hohe Verluste erlitten haben und nun die angegriffene Kapitalbasis zwingend wieder aufstocken müssen.

Insgesamt hat die Aktienfinanzierung in Deutschland indes, international betrachtet, immer noch Nachholbedarf. Die Marktkapitalisierung aller börsennotierten Unternehmen liegt aktuell bei 43 % des Bruttoinlandsprodukts. Zum Vergleich: Großbritannien kommt auf 160 %, Spanien auf 82 %. EU-weit ergibt sich ein Durchschnittswert von 69 %.

Private Equity zunehmend eine feste Größe in der Unternehmensfinanzierung. Eine größere Breitenwirkung in den gesamten Mittelstand hinein hat die institutionelle Beteiligungsfinanzierung. Insgesamt haben die in Deutschland ansässigen Beteiligungsgesellschaften derzeit knapp 36 Mrd. € in rd. 6.900 Firmen investiert, deren Umsätze sich auf mehr als 200 Mrd. € summieren (s. das Schaubild). Das Port-

Institutioneller Beteiligungsmarkt: Feste Größe in der Unternehmensfinanzierung

Entwicklung von Portfolio, Investitionen und Desinvestitionen der in Deutschland ansässigen Kapitalbeteiligungsgesellschaften



*Veräußerung, Rückzahlung, Verlust

Quelle: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften



Standard-Mezzaninefinanzierungen: Keine Option für die Zukunft, Alternativlösungen sind gefragt

Das Eigenkapital kostengünstig zu stärken, ohne Mitspracherechte einzuräumen – das war Mitte des letzten Jahrzehnts für viele mittelständische Unternehmen ein gern akzeptiertes Angebot. Fast 550 Firmen haben damals standardisiertes Mezzaninekapital in Anspruch genommen, das im Rahmen spezieller Verbriefungsprogramme von vielen Banken angeboten wurde. 3,1 Mrd. € stehen nun bis 2014 zur Rückzahlung an – und eine vergleichbare Anschlussfinanzierung gibt es nicht mehr. Eine bedrohliche Kapitallücke wird allerdings nicht entstehen, so das Ergebnis einer Studie, die das Strategic Finance Institute der EBS Business School und die IKB durchgeführt haben. 40 % der betroffenen Unternehmen gehen fest davon aus, den bei Fälligkeit entstehenden Finanzierungsbedarf problemlos decken zu können, primär aus dem Cash-flow. Und die meisten anderen Firmen rechnen damit, die benötigten Finanzierungsmittel von der privaten Finanzwirtschaft zu erhalten. Dennoch müssen in vielen Einzelfällen noch geeignete Lösungen gefunden werden – individuell strukturierte Mezzaninefinanzierungen unter Einbindung privater Investoren (etwa im Rahmen von Fondsmodellen) sind hier ein möglicher Weg. Denkbar ist auch eine Kombination aus verschiedenen Finanzierungsbausteinen.

folio ist stetig angewachsen – wobei noch zu berücksichtigen ist, dass die übernommenen Minderheits- oder Mehrheitsbeteiligungen überwiegend zeitlich befristet sind, sodass immer wieder Kapital für neue Engagements frei wird. In der Krise sind die Aktivitäten am Beteiligungsmarkt merklich erlahmt, aber schon 2010 wurde wieder deutlich mehr Kapital transferiert. Auch im ersten Quartal 2011 floss mit 1,2 Mrd. € ein erheblicher Betrag an kapitalsuchende Firmen. Allerdings liegt Deutschland auch bei den Private-Equity-Investitionen noch weit hinter dem europäischen Durchschnitt zurück.

Mithin ist noch ein großes Wachstumspotenzial auszuschöpfen. Die Voraussetzungen dafür sind gegeben. Mit einem differenzierten Angebot sprechen die Akteure am Markt Unternehmen aller Größenklassen und in allen Phasen ihres Lebenszyklus an. Kapital

wird zum Beispiel bereitgestellt, wenn junge Unternehmen an den Start gehen, etablierte Firmen Wachstumspläne realisieren, Nachfolgeregelungen umgesetzt werden oder ein neues Mittelstandsunternehmen aus dem Verkauf eines Konzernteils entsteht. Freie Mittel für neue Beteiligungen sind bei den in Deutschland tätigen Private-Equity-Gesellschaften reichlich vorhanden (mehr als 30 Mrd. € nach Angaben des zuständigen Verbandes), da das Interesse bei in- und ausländischen Investoren an einem Engagement im deutschen Mittelstand sehr hoch ist und sich zudem die Möglichkeiten eines Exits aus bestehenden Engagements derzeit sehr positiv entwickeln.

Auf der anderen Seite wächst erkennbar das Interesse der Unternehmen, externes Risikokapital zu akquirieren, um eine solide Finanzierungsbasis für spätere Investitionen oder Akquisitionen zu schaffen und gleichzeitig den Zugang zu Krediten auch unter ungünstigeren Rahmenbedingungen abzusichern.

Nicht nur Beteiligungsunternehmen kommen als Kapitalgeber infrage, sondern zunehmend auch sogenannte Family Offices, die große Familienvermögen verwalten. In Betracht kommt ein direkter Einstieg in ein mittelständisches Unternehmen ebenso wie ein indirektes Engagement über spezielle Fonds. Darüber hinaus gibt es vermehrt Fälle, in denen Familiengesellschaften über Kapitalerhöhungen als Ankeraktionäre in börsennotierte Mittelstandsunternehmen einsteigen. Positiv zu werten ist hier das typisch langfristige Denken, das diese Kapitalgeber aus ihrer eigenen unternehmerischen Erfahrung heraus in die Beteiligungsunternehmen einbringen.

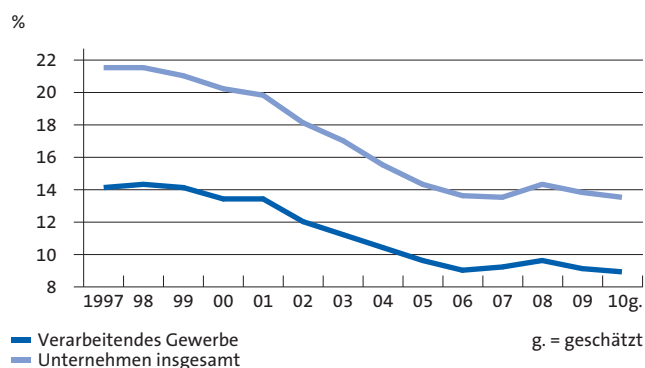
Bankkredite: Weiterhin bedeutsames Finanzierungsinstrument – trotz sich abschwächender Dominanz

Kreditinanspruchnahme tendenziell rückläufig.

Parallel zur stärkeren Gewichtung der Eigenmittel im Finanzierungsmix haben die Unternehmen ihre Bankverschuldung bereits in den letzten zehn Jahren tendenziell reduziert. Der Anteil der Bankkredite an der Bilanzsumme ist im Unternehmenssektor insgesamt wie auch in der Industrie jeweils um ein Drittel gesunken. Bei den Industriefirmen schlägt die Kreditfinanzierung auf der Passivseite im Durchschnitt nur noch mit etwa 9 % zu Buche; bei den Unter-

Gewicht der Bankkredite in den unternehmerischen Bilanzen tendenziell rückläufig

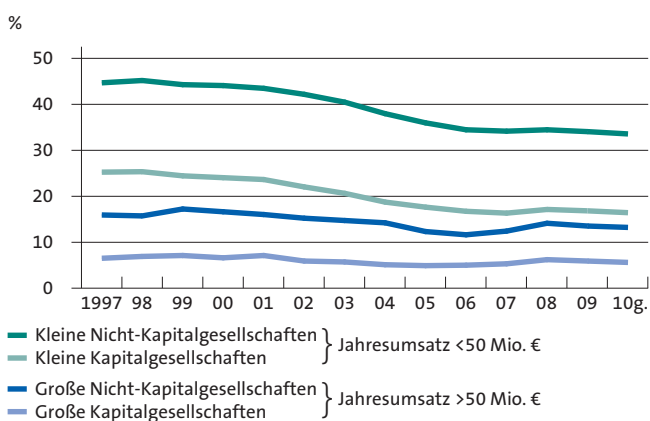
Bankverbindlichkeiten der Unternehmen in Relation zur Bilanzsumme



Quellen: Deutsche Bundesbank; eigene Berechnungen

Je größer die Unternehmen, desto geringer die Bedeutung der Kreditfinanzierung

Bankverbindlichkeiten der Unternehmen in Relation zur Bilanzsumme



nehmen insgesamt mit 14 % (s. das obere Schaubild). Bemerkenswert ist, dass der kräftige Konjunkturaufschwung Mitte des letzten Jahrzehnts nicht zu einer stärkeren Ausweitung der Kreditinanspruchnahme geführt hat.

Dieses Bild stellt indes nicht die Bedeutung infrage, die dem Bankkredit nach wie vor in den Finanzierungsstrategien der Unternehmen zukommt. Zum einen nimmt die Kreditabhängigkeit mit sinkender Unternehmensgröße generell zu, da insbesondere für kleine Personengesellschaften die Auswahl an

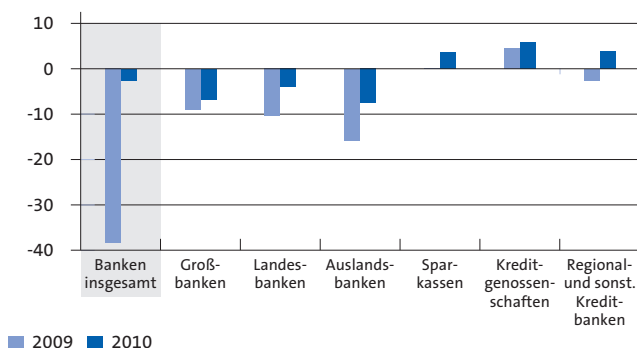
alternativen Instrumenten begrenzt ist (s. das untere Schaubild auf S. 15). Zum anderen ist auch für große Unternehmen der Kredit weiterhin unverzichtbarer Finanzierungsbaustein, etwa um geschäftstypische Verschiebungen in den betrieblichen Zahlungsströmen flexibel auszugleichen. Zudem können größere Projekte – Errichtung einer neuen Fertigung oder Firmenakquisition – meist nur mit einer anteiligen Bankfinanzierung realisiert werden. Insofern ist zum Beispiel bei den größeren Unternehmen der Kreditanteil in den letzten Jahren – auf niedrigem Niveau – relativ stabil geblieben.

Dass die unternehmerische Nachfrage nach Krediten gleichwohl schon in den zurückliegenden Jahren verhalten blieb, schlägt sich aus Sicht der Banken in einer recht moderaten Entwicklung ihres Kreditvolumens nieder. Das Wachstum während des letzten Konjunkturhochs blieb relativ schwach angesichts des lebhaften gesamtwirtschaftlichen Wachstums. So lagen die an Industrie-, Handels- und Dienstleistungsunternehmen ausgereichten Kredite Ende 2008 um gut 40 Mrd. € unter dem Niveau des Jahres 2000. In der Krise war das Kreditvolumen erneut – mit fast 40 Mrd. € – rückläufig, und 2010 meldeten allein Volksbanken, Sparkassen und Regionalbanken eine Ausweitung (s. das Schaubild). Ein geringer Gesamtzuwachs im ersten Quartal 2011 deutet indes eine Wende an.

Kreditfinanzierung 2010 immer noch rückläufig

Veränderung des Bestandes an Unternehmenskrediten* 2009 und 2010

Mrd. €



■ 2009 ■ 2010

*Unternehmensektor ohne Wohnungsunternehmen, Grundstückswesen, Finanzierungsinstitutionen

Quellen: Deutsche Bundesbank; eigene Berechnungen



Wachsende Kreditnachfrage im Aufschwung. Der aktuelle Aufschwung wird die Nachfrage nach Fremdfinanzierungen steigen lassen, schon jetzt entwickelt sich das Kreditneugeschäft positiv. Verstärkt nehmen die Firmen nun Zukunftsprojekte in Angriff. Da die Krise die Koordinaten der globalen Märkte – hin zu den aufstrebenden Schwellenländern – verschoben hat, müssen deutsche Unternehmen sowohl die internationale Ausrichtung als auch die Innovationsaktivitäten verstärken, um ihre gute Wettbewerbsposition zu verteidigen. Dazu bedarf es einer Ausweitung der Investitionen – sowohl in die heimischen Produktions- und Entwicklungskapazitäten als auch in die weltweiten Netzwerke. Zudem wächst das Interesse an Firmenübernahmen. Es ist mithin zu erwarten, dass die Investitionskonjunktur nicht nur 2011, sondern auch in den kommenden Jahren besonders ausgeprägt sein wird. Das Kreditangebot der Banken wird gefragt sein – selbst wenn vermehrt auch andere Finanzierungsbausteine zum Einsatz kommen. Allerdings wird sich das Gesamtbild der Kreditfinanzierung merklich verändern.

Gezielterer Krediteinsatz zu höheren Konditionen.

Die Unternehmen erkennen mehr und mehr, dass ihnen – unter neuen Rahmenbedingungen im Bankensektor – Kredite in Zukunft nicht mehr in dem Maße wie früher gewohnt zur Verfügung stehen. Sie richten sich darauf ein, dass sie Kredite gezielter und weniger „flächendeckend“ als in der Vergangenheit einsetzen werden – als einen wichtigen Baustein neben anderen. Dabei gilt es, verstärkt die unterschiedlichen Risikoprofile ihrer unternehmerischen Aktivitäten zu beachten. Auch von dem zu erwartenden Anstieg der Zinsmargen gehen wichtige Impulse auf die Gestaltung der Finanzierungskonzepte aus. In dem Maße, in dem sich auch in der Kreditfinanzierung die am Kapitalmarkt üblichen Preisusancen durchsetzen, schwächt sich die Vorrangstellung des Kredits als preiswertes Instrument, das universell selbst für risikoreichere Investitionen einsetzbar ist, allmählich ab.

Umso mehr fokussiert sich die Inanspruchnahme von Krediten auf Verwendungen im Bereich der Investitions- und Betriebsmittelfinanzierung, die tragbare Risiken beinhalten und eine individuelle, maßgeschneiderte Finanzierungslösung sinnvoll erscheinen lassen. Was die Gestaltungsspielräume zum Beispiel in Bezug auf Laufzeit, Tilgungsmodali-

täten, Zinsbindung oder Volumina anbelangt, ist der Bankkredit nach wie vor anderen Instrumenten überlegen.

Gleichzeitig gibt es auch eine Tendenz, Kreditaufnahmen stärker an den langfristigen Unternehmensstrategien auszurichten statt an einzelnen Investitionsprojekten, da die Investitionsanforderungen immer differenzierter werden und die Märkte schnellere Reaktionen und Entscheidungen verlangen. Größere Kreditrahmen, auch in Form von Konsortialfinanzierungen, gewährleisten breitere Handlungsspielräume im Hinblick auf künftigen Investitions- und Betriebsmittelbedarf. Das Unternehmen ist dann in der Lage, jederzeit flexibel zu agieren, da die Mittel bedarfs-

gerecht in einzelnen Tranchen abgerufen werden können, ohne dass ständig neue zeitintensive Gespräche mit den Banken geführt werden müssen. Im Einzelfall können dann solche Kredite – primär im gehobenen Mittelstand – eine ideale Ergänzung zu einer Grundfinanzierung über den Kapitalmarkt darstellen. In den übrigen Bereichen des Mittelstands bleibt der Kredit ohnehin die erste Wahl.

Wichtige Rolle der Förderinstitute. Eine noch wichtigere Rolle als bisher bei der Kreditversorgung des Mittelstands könnte zukünftig den öffentlichen Förderinstituten zufallen, insbesondere was die Abdeckung längerer Laufzeiten betrifft. Denn gerade hier zeichnen sich Defizite ab, bedingt durch die

Kreditverbriefungen – Wichtiger Eckpfeiler der Mittelstandsfinanzierung

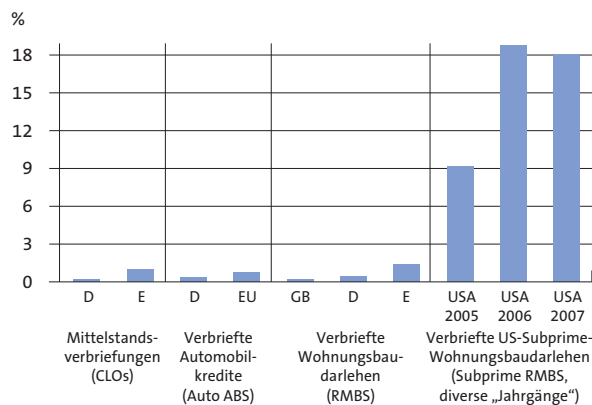
Ein wirksames Instrument, um die KreditvergabeKapazitäten der Banken trotz verschärfter Regulierung und erschwelter Refinanzierung auf hohem Niveau zu halten, sind Kreditverbriefungen. Denn sie ermöglichen es den Instituten, Risiken an den Kapitalmarkt auszulagern und damit ihr Eigenkapital zu entlasten. Dadurch werden ohne Zuführung zusätzlichen Kapitals wieder neue Freiräume für das Kreditgeschäft geschaffen.

Kreditverbriefungen sind allerdings in Verruf geraten. Denn Fehlentwicklungen im US-Verbriefungsmarkt waren wesentlicher Auslöser der Krise und mitverantwortlich für riesige Verluste, die Banken und andere Investoren zu beklagen hatten. Europäische und deutsche Transaktionen haben indes ihre hohe Qualität zweifelsfrei unter Beweis stellen können. Die kumulierten Verluste, die bisher in den verbrieften Portfolios (etwa aus Mittelstands- oder Autokrediten) aufgelaufen sind, liegen in den meisten Fällen weit unter 1 % (s. das Schaubild). Trotzdem ist auch in Europa der Markt fast gänzlich zusammengebrochen und zeigt erst allmählich wieder Anzeichen einer Wiederbelebung.

Wichtige Schritte zu einer Re-Aktivierung der Aktivitäten sind inzwischen unternommen worden. So ist auch für das Verbriefungsgeschäft die Regulierung verschärft worden (u. a. mit einem Selbstbehalt des Emittenten in Höhe von 5 %). Außerdem wurden in Deutschland von den Marktakteuren selbst neue Qualitätsstandards erarbeitet und ein Markenzeichen „Deutscher Verbriefungsstandard“ eingeführt. Weitere Maßnahmen, auch auf gesamteuropäischer Ebene, werden nötig sein, um das Vertrauen der Investoren endgültig zurückzugewinnen und dem Markt den notwendigen neuen Schub zu geben. Dies wäre eine sehr wünschenswerte Entwicklung, denn Kreditverbriefungen werden zukünftig dringender als zuvor gebraucht, um die Ressourcen der Kapitalmärkte für die Kreditfinanzierung, insbesondere im Mittelstand, nutzbar zu machen.

Nur geringe Ausfälle bei europäischen Verbriefungen

Kumulierte Nettoverluste (seit Emission) in den verbrieften Portfolios ausgewählter Marktsegmente; Stand Herbst 2010



Quellen: KfW Bankengruppe; DZ-Bank; Standard & Poor's



Diversifizierungstendenzen in der Fremdfinanzierung: Leasing und Factoring schonen die Kreditspielräume

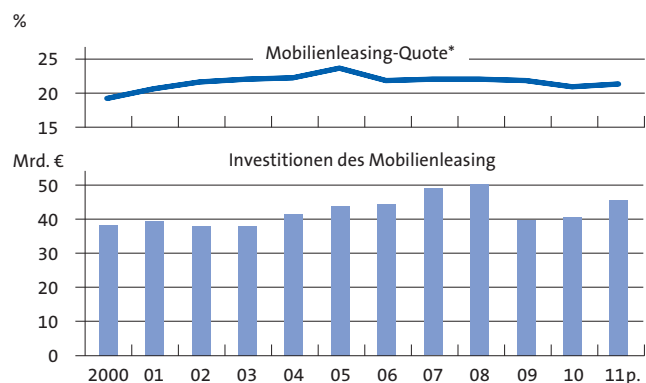
Kredite gezielter einzusetzen – das heißt für viele Unternehmen auch, für bestimmte, genau abzugrenzende Finanzierungsbedarfe mit nachvollziehbarem Risikomuster auf andere kreditnahe Lösungsansätze wie beispielsweise Leasing oder Factoring zurückzugreifen. Maschinen oder Kundenforderungen werden in diesem Falle nicht mehr selbst finanziert, sondern diese Aufgabe wird an einen externen Dienstleister übertragen. Dadurch werden eigene Kreditspielräume nicht in Anspruch genommen, sondern stehen für andere – für das Unternehmen wichtigere – Verwendungen zur Verfügung.

Factoring konnte nach einem Rückgang in der Krise im Jahr 2010 mit einem überaus kräftigen Zuwachs von mehr als einem Drittel an die bereits sehr positive Entwicklung der zurückliegenden Jahre anknüpfen. Auch für 2011 wird ein starkes Wachstum erwartet. Offensichtlich hat die Krise dazu geführt, dass die Unternehmen im Rahmen ihrer Working-Capital-Optimierung verstärkt die Zusammenarbeit mit den Factoring-Anbietern suchen, um durch Verkauf von Forderungen ihre Liquidität zu stärken und Risiken abzubauen. Die Zahl der Factoring-Kunden ist im letzten Jahr von 8.800 auf 12.000 gestiegen. Allerdings besteht immer noch großes Potenzial – verglichen mit anderen europäischen Ländern hat Deutschland bei der Nutzung von Factoring weiterhin Nachholbedarf.

Leasing ist in der Wirtschaft bereits weit verbreitet; knapp die Hälfte der außenfinanzierten Ausrüstungsinvestitionen wird über Leasingmodelle realisiert. Angesichts des starken Investitionsrückgangs bei den Unternehmen ging die Leasing-Inanspruchnahme in der Krise vorübergehend deutlich zurück, zumal sich auch bei einigen Leasinganbietern Refinanzierungsprobleme einstellten. Die Einbußen konnten 2010 erst zu einem geringen Teil aufgeholt werden (s. das Schaubild). Allerdings spielte dabei eine Rolle, dass die Unternehmen im letzten Jahr ihre Investitionstätigkeit erst allmählich wieder forciert und zudem die eigenen reichlich vorhandenen Liquiditätsbestände zur Finanzierung genutzt haben. Zudem wurden aufgrund langer Lieferfristen viele Maschineninvestitionen erst 2011 statistisch erfasst. Schließlich hat auch das sehr schwache Autoleasing-Geschäft (nach dem Wegfall der Abwrackprämie) zu der nur moderaten Entwicklung des Gesamtmarktes beigetragen.

Für 2011 erwarten die Leasinggesellschaften indes für das Mobilienleasing ein Plus beim Neugesäftsvolumen in Höhe von 11 bis 14 %. Mittelfristig wird das Leasing weiter an Bedeutung gewinnen, da die Unternehmen den sich hier bietenden Spielraum zu einer Diversifizierung der Finanzierung nutzen werden. Eine aktuelle Studie belegt, dass das Interesse am Leasing gegenüber 2007 noch einmal deutlich gestiegen ist. Zudem werden innovative Produktentwicklungen mit dazu beitragen, dass das Leasing seinen Platz im Spektrum der Finanzierungsbausteine weiter ausbauen wird.

Leasing – gewichtiger Baustein der Investitionsfinanzierung



*Leasinginvestitionen in % der gesamtwirtschaftlichen Ausrüstungsinvestitionen
p. = Prognose

Quellen: Bundesverband Deutscher Leasing-Unternehmen;
ifo Institut



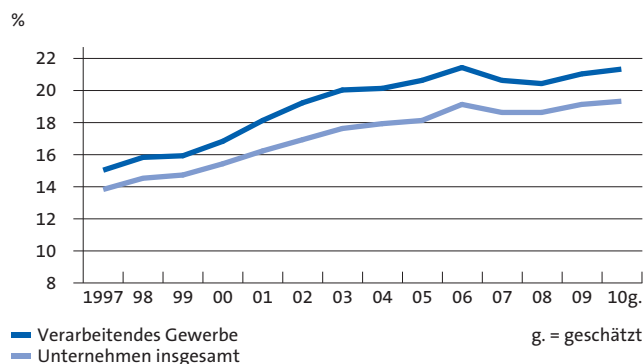
erschwerter Refinanzierung der Banken und verschärfte (langfristige Refinanzierungen behindernde) Regulierungen. Es gilt also, das Angebot der Förderinstitute noch stärker auf den Bedarf an langfristigen Krediten im Mittelstand auszurichten. Voraussetzung dafür wäre allerdings, dass die Förderbanken von der geplanten aufsichtsrechtlichen Verschuldungsgrenze ausgenommen werden, die gerade dieses Geschäft behindern würde. Auch von der geplanten Bankenabgabe drohen negative Effekte. Zwar sind die Förderbanken von der Abgabe befreit. Aber Förderkredite führen zu einer Erhöhung der Abgabenbelastung bei den Hausbanken, da diese als durchleitende Institute solche Kredite in ihre Bilanz nehmen, wodurch die Bemessungsgrundlage zur Berechnung der Abgabe steigt. Insofern wäre es empfehlenswert, die Förderkredite von der Abgabe auszunehmen, um eine Einschränkung des Fördergeschäfts zu vermeiden.

Schon heute übernehmen die Förderinstitute, insbesondere die KfW, mit ihrem Angebot an Krediten mit Laufzeiten von bis zu 10 (bei Immobilien sogar 20) Jahren einen wichtigen Part in der Mittelstandsfinanzierung. Hierbei tragen die Institute auch dem sich verändernden Investitionsprofil der Unternehmen Rechnung, indem sie neben Bauten und Ausrüstungen u. a. auch Übernahmen in Form von Asset Deals, Markterschließungsmaßnahmen, Betriebsmittel, Umweltschutzinvestitionen, Innovationsaktivitäten und Technologietransfer mitfinanzieren. Zudem hat die KfW mit ihrem Angebot an Nachrangdarlehen, die in manchen Programmen Standard geworden sind, auf das veränderte Risikomuster der unternehmerischen Aktivitäten reagiert. Generell ist es Aufgabe der Förderinstitute, ihr Angebot regelmäßig an die Bedürfnisse des Marktes anzupassen. So sollte auch das veränderte Umsatzgrößenprofil im Mittelstand durch Anhebung der Umsatzgrenzen noch stärker Berücksichtigung finden. Aufgabe der Banken ist es, die Kredite der Förderinstitute optimal in die Gesamtfinanzierungs-Konzepte einzupassen.

Senkung des Kreditbedarfs durch konzerninterne Finanzierungen. Für die Entwicklung der Kreditfinanzierung spielt auch eine Rolle, dass die Verflechtung innerhalb der Wirtschaft immer dichter wird. Wenn heute zum Beispiel in der Industrie 80 % aller Umsätze in Unternehmen erzielt werden, die einem Konzernverbund angehören, bleibt dies nicht ohne Auswirkungen auf die Finanzierung.

Zunehmende Kreditgewährung innerhalb des Unternehmenssektors

Verbindlichkeiten der Unternehmen gegenüber verbundenen Unternehmen in Relation zur Bilanzsumme



Quellen: Deutsche Bundesbank; eigene Berechnungen



In den zurückliegenden Jahren hat sich die konzerninterne Kreditgewährung überproportional erhöht (s. das Schaubild). Die Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen haben in der Industrie inzwischen ein Volumen, das mehr als doppelt so hoch ist wie das der in Anspruch genommenen Bankkredite. Durch einen laufenden Liquiditätsausgleich innerhalb der Gruppe (Cashpooling) werden verfügbare Mittel revolving und damit effizient genutzt; entsprechend reduziert sich der Bedarf an neuen externen Krediten, insbesondere im kurzfristigen Bereich. Aber auch der Bedarf an Investitionskrediten nimmt u. U. ab, wenn etwa über Kapitalmarktinstrumente zufließende Mittel zentral in die Gruppe hinein gelenkt werden. Da der Konsolidierungsprozess im Mittelstand noch einmal an Tempo gewinnt, wird dieser Trend zukünftig noch stärker die Kreditnachfrage beeinflussen.

Diversifizieren Großunternehmen und größere mittelständische Konzerne verstärkt ihre Finanzierung (vor allem durch direkten Zugriff auf den Kapitalmarkt) und nutzen sie konzernintern noch intensiver die Möglichkeiten eines Liquiditäts- und Finanzausgleichs, werden die Kreditvergabekapazitäten der Banken von dieser Seite her tendenziell weniger in Anspruch genommen. Dadurch besteht auf lange Sicht sogar die Chance, dass auch unter veränderten Angebotsstrukturen eine Kreditklemme ausbleibt und dass insbesondere die Nachfrage seitens der mittelständischen Firmen – wenngleich zu höheren Preisen – weitgehend gedeckt werden kann.

Zunehmender Einsatz von Kapitalmarktprodukten auf der Fremdkapitalseite

Wachsendes Interesse an Unternehmensanleihen.

Die Krise hat dazu geführt, dass die Fremdfinanzierung über den Kapitalmarkt einen unerwarteten Aufschwung genommen hat. Wurden Industrieanleihen in der Vergangenheit vornehmlich (und in eher begrenztem Umfang) von wenigen Großkonzernen genutzt, ist das Interesse im Unternehmenssektor seit 2009 erheblich gestiegen – bedingt durch die Schwäche des Bankensektors und die Erwartung einer erschwerten Kreditfinanzierung. Eine Anleiheemission sehen die Firmen als Chance, die Abhängigkeit von den Banken zu verringern. Zudem ist sie gut geeignet, um einen Finanzierungsbedarf abzudecken, wie er sich ausgangs der Krise typischerweise darstellt: Neue interessante Marktchancen zeichnen sich für den Aufschwung ab, was eine großzügig bemessene Grundfinanzierung sinnvoll erscheinen lässt, um Investitionen und Akquisitionen offensiv in Angriff nehmen zu können. Hinzu kommt, dass das allgemeine Zinsniveau weiterhin sehr niedrig und das Interesse von Investoren wie auch von Privatanlegern an einer alternativen Kapitalanlage mit attraktiven Renditen groß ist.

Viele größere Unternehmen haben in dieser Situation erstmalig eine Anleihe platziert – und zunehmend sind ihnen Firmen aus dem gehobenen Mittelstand gefolgt, denen bislang der Weg an den Kapitalmarkt vollkommen versperrt war. Die Liste der Emittenten wird immer länger; vor allem Unter-

nehmen aus dem gehobenen Mittelstand mit Umsätzen im dreistelligen Millionenbereich wagen den Schritt an den Kapitalmarkt (s. die Übersicht auf S. 21). Mehr als 3,5 Mrd. € sind größeren und mittelgroßen Mittelständlern inzwischen zugeflossen.

Neue Emissionsplattformen für den Mittelstand.

Möglich wurde diese Entwicklung vor allem durch Einrichtung neuer Emissionsplattformen für „Mittelstandsanleihen“ an der Deutschen Börse und verschiedenen Regionalbörsen (s. die Übersicht auf S. 22). Die neuen Börsensegmente wie etwa „Bondm“ in Stuttgart oder „der mittelstandsmarkt“ in Düsseldorf öffnen mittelständischen Unternehmen mit verschiedenen Dienstleistungen den Zugang auf bisher unbekanntes Terrain und sorgen gleichzeitig durch fest definierte Mindestanforderungen dafür, dass ein gewisser Qualitätsstandard eingehalten wird. Generell ist für die Neuemittenten zum Beispiel die Begleitung durch einen kompetenten Kapitalmarktpartner Pflicht. Ebenso ist ein Unternehmensrating erforderlich, wobei sich hier inzwischen nationale Agenturen fest etabliert haben. Außerdem gibt es bestimmte Informations- und Berichtspflichten.

Dies ist von zentraler Bedeutung, um langfristig Vertrauen im Markt aufzubauen. Käme es durch zu niedrige Eintrittshürden zu einem Hype mit negativen Kursentwicklungen und Zahlungsausfällen, so würde die neue Kapitalquelle, die angesichts der Entwicklung im Kreditgeschäft für die Unternehmensfinanzierung in Deutschland von großer Bedeu-

Unternehmensanleihen für den Mittelstand – Wesentliche Charakteristika

- Zufluss erheblicher Mittel, Finanzierung „auf Vorrat“
- Stellung von Sicherheiten nicht erforderlich
- Weitgehende Flexibilität bei der Mittelverwendung
- Keine Tilgungen während der Laufzeit
- Vermeidung restriktiver Financial Covenants möglich
- Verbreiterung der Finanzierungsbasis
- Positive Effekte auf Bekanntheitsgrad und Image
- Relativ hohe Transaktionskosten
- Aufwendiges Emissionsverfahren
- Externes Rating erforderlich
- Relativ hoher Zinssatz
- Umfangreiche Berichtspflichten
- Anschlussfinanzierungsrisiken durch Endfälligkeit

Anleiheemissionen von Unternehmen

Ausgewählte Beispiele im Zeitraum Oktober 2010 bis Anfang Juli 2011

Unternehmen	Branche	Umsatz 2010 in Mio. €	Zeitpunkt	Volumen in Mio. €	Laufzeit in Jahren	Kupon in %
Gea Group Aktiengesellschaft, Düsseldorf	Anlagenbau	4.418	4/2011	400	5	4,25 / 99,656 ^a
Air Berlin AG, Berlin	Luftfahrt	3.724	11/2010 4/2011	200 150	5 7	8,5 8,25
ALBA Group plc & Co. KG, Berlin	Recycling/Entsorgung	2.730	4/2011	203	7	8,0
Sixt AG, Pullach	Autovermietung	1.538	10/2010	250	6	4,125
GfK Gruppe, Nürnberg	Marktforschung	1.294	4/2011	200	5	5,0 / 99,246 ^a
Dürr AG, Bietigheim-Bissingen	Anlagenbau	1.261	9+12/10	225	5	7,25
Gerresheimer AG, Düsseldorf	Glas/Kunststoff	1.025	5/2011	300	7	5,0 / 99,40 ^a
Nordex SE, Hamburg	Windenergieanlagen	972	4/2011	150	5	6,375
Constantin Medien AG, Ismaning	Medien	470	10/2010	30	5	9,0
CENTROSOLAR Group AG, München	Photovoltaik	403	2/2011	50	5	7,0
Albert Reiff GmbH & Co. KG, Reutlingen	Reifen/Autotechnik	379	5/2011	30	5	7,25
3W Power Holdings S.A., Luxemburg*	Elektrotechnik	306	11/2010	[100]	5	9,25
Uniwheels Holding GmbH, Bad Dürkheim	Leichtmetallräder	293	4/2011	[50]	5	7,5
Heckler & Koch GmbH, Oberndorf	Waffen	247	5/2011	295	7	9,5
Marseille-Kliniken AG, Hamburg	Pflegeeinrichtungen	241	12/2010	15	1	7,9
Rena GmbH, Gütenbach	Prozesstechnik	240	12/2010	[75]	5	7,0
S.A.G. Solarstrom AG, Freiburg	Photovoltaik	201	12/2010 6/2011	25 [25]	5 6	6,25 7,5
SiC Processing GmbH, Hirschau	Photovoltaik	161	2/2011	80	5	7,125
German Pellets GmbH, Wismar	Holzpellets	160	3/2011	80	5	7,25
Valensina GmbH, Mönchengladbach	Fruchtsäfte	145	4/2011	50	5	7,375
SIAG Schaaf Industrie AG, Dernbach	Windenergieanlagen	144	6/2011	[50]	5	9,0
Windreich AG, Wolfschlugen	Windkraftprojekte	121	7/2011	[75]	5	6,5
Nabaltec AG, Schwandorf	Chemie	113	10/2010	30	5	6,5
Katjes International GmbH & Co. KG, Emmerich	Süßwaren	110	7/2011	30	5	7,125
Semper idem Underberg GmbH, Rheinberg	Spirituosen	103	4/2011	50	5	7,125
Maschinenfabrik Spaichingen GmbH, Spaichingen	Maschinenbau	95	6/2011	[30]	5	7,25
Helma Eigenheimbau AG, Lehrte	Baugewerbe	74	12/2010	[10]	5	6,5
Solar Millennium AG, Erlangen	Solarprojekte	73	6/2011	[100]	5	6,0
e.n.o. energy GmbH, Rostock	Windkraftprojekte	51	6/2011	25	5	7,375
Joh. Friedrich Behrens AG, Ahrensburg	Befestigungstechnik	47	3/2011	30	5	8,0
KTG Agrar AG, Hamburg	Landwirtschaft	45	6/2011	70	6	7,125
FFK Environment GmbH, Peitz	Ersatzbrennstoffe	24	5/2011	[25]	5	7,25
Münchener Boulevard Möbel GmbH, Forsting	Möbelindustrie	19	6/2011	[10]	5	7,5
BKN biostrom AG, Vechta	Biogasprojekte	18	6/2011	[25]	5	7,5

*Holding der AEG Power Solutions

^aAusgabekurs

[] Platzierung noch nicht abgeschlossen bzw. Volumen nicht voll platziert

Quellen: Pressemitteilungen und Internetinformationen der Unternehmen; Bond Magazine

Börsensegmente für Mittelstandsanleihen

	Frankfurt Entry Standard	Düsseldorf der mittelstands- markt	Hamburg- Hannover Mittelstandsbörse Deutschland	Stuttgart Bondm	München m:access bonds
Mindestvolumen	formal nicht vorgegeben; in der Praxis: 30 Mio. €	10 Mio. €	nicht vorgegeben	25 Mio. €	25 Mio. €
Stückelung	max. 1.000 €	max. 1.000 €	nicht vorgegeben	max. 1.000 €	max. 1.000 €
Wichtige Zulassungsvoraussetzungen					
• Wertpapierprospekt	✓	✓	✓	✓	✓
• Externes Unternehmensrating ¹	✓	✓ (mind. BB)	optional	✓	✓
• Begleitung durch Kapitalmarktexperten	✓	✓	✓	✓	✓
• Jahresabschluss	✓	✓	✓	✓	✓
Wichtige Folgepflichten					
• Folgeratings	✓	✓	optional	✓	✓
• Quasi-Ad-hoc-Pflicht	✓	✓	✓	✓	✓
• Finanzkalender	✓	✓	✓	✓	✓
• Jahresabschluss	✓	✓	✓	✓	✓ (Kernaussagen)
• Halbjahresabschluss	✓	✓	optional	✓	nicht zwingend

Quelle: Informationen der Börsen

¹meist von nationalen Agenturen

tung ist, sehr schnell wieder versiegen. Die Leidtragenden wären dann solide Unternehmen, für die Mittelstandsanleihen eine willkommene Bereicherung ihrer Finanzierungspalette darstellen.

Erste Erfahrungen aus der Praxis. Das Mindestemissionsvolumen wird von den Börsen zum Teil sehr tief angesetzt (in Düsseldorf zum Beispiel 10 Mio. €), doch zeigt die Praxis, dass sich eine Größenordnung von mindestens 25 bis 50 Mio. € zum Standard entwickelt – nur mit diesen Beträgen lässt sich im Sekundärmarkt die nötige Liquidität gewährleisten. Üblich sind zudem Laufzeiten von fünf oder sieben Jahren. Die Kupons liegen in der Regel – kapitalmarktüblich in hohem Maße abhängig von der Bonitätseinstufung – über den Sätzen, die Banken für eine Kreditgewährung in Rechnung stellen. Allerdings sind die Mittel in gewissem Sinne qualitativ

„hochwertiger“ als Bankkredite, da sie vielfach ohne Sicherheiten, ohne laufende Tilgungsverpflichtung und ohne restriktive Covenants bereitgestellt werden. Ins Gewicht fallen allerdings die Transaktionskosten, die mindestens 3 bis 5 % des Emissionserlöses ausmachen. Außerdem gehen die Emittenten wegen der Endfälligkeit der Papiere Anschlussfinanzierungsrisiken ein, die es zu minimieren gilt.

Firmen, die bereits an der Börse notiert sind, sowie Unternehmen, die über ein starkes Markenimage verfügen, finden leichter Abnehmer für ihre Titel als Firmen, deren Name weitgehend unbekannt ist und/oder deren Geschäftsmodell bzw. Produkte in hohem Maße erklärungsbedürftig sind. Auf eine ausreichende Nachfrage können zudem Unternehmen bauen, die in Branchen mit Wachstumsfantasie aktiv sind.

Während bei vielen Mittelstandsanleihen das Orderbuch bereits nach kurzer Zeit geschlossen wurde, konnten manche Unternehmen bis zum Ende der vorgesehenen Zeichnungsfrist das angestrebte Volumen nur zum Teil platzieren. Das zeigt, dass dieser Finanzierungsweg kein Selbstläufer ist, sondern dass Volumen, Emissionspreis und Zeitpunkt der Emission gut austariert werden müssen. Wichtig ist auch, dass die begleitenden Kapitalmarktpartner über eine ausreichende Platzierungskraft verfügen.

Für am Markt erfolgreiche Emittenten ist eine Anleihe nicht nur ein Instrument, das ihre Finanzierung auf ein höheres Qualitätsniveau hebt und ihnen gerade für den Aufschwung starke finanzielle Rücken- deckung gibt. Hinzu kommt, dass aus den Anforderun- gen, die der Kapitalmarkt hinsichtlich Perfor- mance, Transparenz und Publizität stellt, ein wichti- ger Impuls für die Unternehmensführung resultiert, der gegebenenfalls neue Wachstumskräfte freimacht. Zudem steigt durch eine Emission der Bekanntheits- grad des Unternehmens, und sein Image wird positiv beeinflusst.

Perspektiven für die Zukunft. Ungeachtet der Dyna- mik, mit der sich der Markt für Mittelstandsanleihen entwickelt, müssen die Marktakteure zunächst auch ihre Erfahrungen sammeln. So wird es sicherlich über kurz oder lang zu Adjustierungen in den Rah- menbedingungen kommen; denkbar ist, dass die Anforderungen an die Emittenten erhöht werden. Auch ist zu erwarten, dass die Ausgestaltung der Wertpapiere differenzierter wird – vereinzelt unter- legen beispielsweise Mittelständler inzwischen ihre Anleihen mit spezifischen Sicherungskonzepten.

Entwickeln sich die neuen Mittelstandssegmente ohne größere Turbulenzen, werden sich in den kom- menden Jahren mit Sicherheit viele weitere mittel- ständische Firmen für eine Anleiheemission ent- scheiden und damit ihr Finanzierungsspektrum er- weitern. Immer mehr Unternehmen werden auf diese Weise einen Zugang zum Kapitalmarkt finden und dort auch langfristig wichtige Finanzierungs- partner gewinnen. Dies wäre dann eine Entwick- lung, die möglicherweise auch der Aktienfinanzie- rung Auftrieb geben könnte. So könnte sich das Sys- tem der Unternehmensfinanzierung in Deutschland

ein Stück weit von seiner Bankenorientiertheit lösen und sich dem angelsächsischen Kapitalmarktssystem annähern.

Vorstufe und Alternative zur Anleihe: Schuldschein- darlehen. Eine Alternative zur Anleihe stellt das Schuldscheindarlehen dar, das sozusagen als eine Vorstufe zum Kapitalmarkteintritt angesehen wer- den kann. Durch Einschaltung eines Investorenkrei- ses (vornehmlich Banken und Versicherungen), auf den das von der Hausbank arrangierte Darlehen ver- teilt wird, gelingt es auch hier, die Finanzierung des Unternehmens auf eine breitere Basis zu stellen. Ein großes Volumen stärkt die langfristigen Finanzie- rungskapazitäten – Flexibilität wird gewonnen, um Chancen am Markt wahrnehmen und mittelfristig geplante Investitionen sukzessive durchführen zu können. Kreditlinien bei den Hausbanken können entlastet werden.

Schuldscheindarlehen sind auch für große Unter- nehmen eine Option, wobei durchaus dreistellige Millionenbeträge (bis ca. 500 Mio. €) üblich sind. Im Krisenjahr 2009 sind solche Firmen verstärkt an den Markt herantreten. Vor allem aber für mittel- große Unternehmen stellt das Schuldscheindarlehen ein attraktives Finanzierungsinstrument zwischen Bankkredit und Unternehmensanleihe dar, weil sein Einsatz bereits ab einem Volumen von 10 Mio. € möglich ist. Dabei kann das Volumen recht gut an die Unternehmensgröße und an den entsprechen- den Finanzierungsbedarf angepasst werden. Die Dokumentations- und Publizitätspflichten sind noch begrenzt. Ein Rating ist nicht erforderlich. Anders als bei einer Anleihe sind Tilgungsstrukturen möglich. Zudem liegen die Kosten für die Ausgabe von Schuld- scheindarlehen im Allgemeinen unter den Kosten einer Anleiheemission.

Auch im Schuldscheindarlehengeschäft ist eine rege Nachfrage spürbar. Das Neuemissionsvolumen liegt derzeit jährlich bei ca. 4,5 bis 6 Mrd. €. Die Liste der Emittenten reicht von großen Industrie- und Energieversorgungsunternehmen (mit Darlehen von 200 bis 300 Mio. €, vereinzelt auch darüber) bis hin zu mittelständischen Firmen aus Industrie und Dienstleistungswirtschaft (mit Transaktionen in der Größenordnung von 15 bis 30 Mio. €).

Die neue Rolle der Banken in der Unternehmensfinanzierung

Im Zuge der Veränderungen, die sich derzeit in der Unternehmensfinanzierung vollziehen, wandelt sich die Rolle der Banken. Waren sie im alten – sehr stark kreditzentrierten – System in erster Linie Kreditgeber für die Unternehmen, so entwickeln sie sich nun verstärkt zu einem Partner, der die Firmen in allen Fragen rund um die Themen Investition und Finanzierung begleitet.

Gefestigte Hausbank-Beziehungen verlieren unter den neuen Vorzeichen nicht an Bedeutung; ganz im Gegenteil erleben sie eine Renaissance, da eine feste, vertrauensvolle Partnerschaft die Basis dafür ist, gemeinsam die Herausforderungen anzugehen, die sich den Firmen im Finanzmanagement stellen. Denn nur wenn die Bank das Geschäftsmodell des Unternehmens sehr genau kennt und die Strategien und Wachstumspläne in allen Details nachvollziehen kann, wird sie in der Lage sein, die richtigen Lösungen zu entwickeln. Zu den Aufgaben im Einzelnen zählen insbesondere

- die Entwicklung langfristig orientierter Finanzierungsstrategien,
- die grundlegende (Um-)Gestaltung der Finanzierungsstruktur
- und deren laufende Anpassung an sich verändernde Gegebenheiten,
- die effiziente Durchführung einzelner Finanzierungsmaßnahmen – angefangen von einer klassischen Kreditfinanzierung und der optimalen Ein-

bindung öffentlicher Förderkredite über die Arrangierung eines Schuldscheindarlehens bis hin zur Anleihen- oder Aktienemission,

- das Zins- und Währungsmanagement sowie
- der Aufbau einer effektiven Finanzkommunikation.

Da neben Krediten auch andere Finanzierungsinstrumente an Bedeutung gewinnen, nimmt die Komplexität der Finanzierungsaufgaben zu. Denn es gilt, nicht nur die einzelnen Bausteine entsprechend dem jeweiligen Bedarf auszuwählen und sie in einem Gesamtfinanzierungskonzept optimal aufeinander abzustimmen. Hinzu kommt, dass der Einsatz alternativer Instrumente wie etwa Anleihen zum Teil auch einen erheblichen Strukturierungs- und Umsetzungsaufwand verursacht. Die Einbindung neuer Finanzierungspartner und die Kommunikation mit ihnen sind ein weiteres Aufgabenfeld, das einer besonderen Expertise bedarf. Schließlich ergibt sich ein erheblicher Bedarf an Beratung und Begleitung in grundlegenden strategischen Fragen, wie etwa im Hinblick auf mögliche Firmenakquisitionen.

So wird es die Aufgabe der Banken sein, sich – unter den sich deutlich verändernden Rahmenbedingungen – noch intensiver mit den zunehmenden Herausforderungen und Problemstellungen ihrer Kunden im Bereich der Finanzierung zu befassen. Die Notwendigkeit, nach der Krise die geschäftliche Ausrichtung noch stärker auf das kundenbezogene Geschäft zu fokussieren, kommt dabei sicherlich dem wachsenden Bedarf der Unternehmen an intelligenten Finanzierungslösungen entgegen.

Fazit: Mittelstandsfinanzierung auf neuen Wegen

Die Mittelstandsfinanzierung befindet sich im Prozess einer Neuorientierung, da sich der Finanzierungsbedarf bei vielen Mittelständlern verschiebt und sich gleichzeitig die Angebotsbedingungen stark verändern.

In diesem Prozess schwächt sich die bisherige Dominanz der Kreditfinanzierung ab, jedoch bleiben Bankkredite (nicht zuletzt in Kombination mit öffentlichen Fördermitteln) ein sehr wichtiger, unverzichtbarer Baustein in den Finanzierungskonzepten sowohl kleiner als auch größerer Mittelständler.

Kredite werden in Zukunft flexibler und gezielter eingesetzt, weil sie nicht mehr wie bislang sozusagen im Überfluss bereitstehen, weil sie teurer werden und weil sie angesichts eines sich verändernden Investitions- und Risikoprofils der Unternehmen in vielen Fällen nicht mehr das optimale Instrument darstellen. Umso mehr kann der Bankkredit seine Stärken ausspielen, wo zur Finanzierung von Betriebsmittelbedarf und von Investitionen mit jeweils überschaubaren Risikostrukturen individuelle, passgenaue Lösungen gefragt sind.

Stärker in den Vordergrund rücken eigene Mittel, die über die Innenfinanzierung und seitens externer Kapitalgeber ins Unternehmen fließen. Ziel ist es, tendenziell höhere Risiken adäquat abzudecken, mehr Handlungsfreiheit im Hinblick auf künftige Investitionen und Akquisitionen zu gewinnen sowie ausreichende Kreditspielräume für die Zeiten offen zu halten, in denen sich das Kreditangebot zu verengen droht.

Kapitalmarktprodukte wie Anleihen und Schuld-scheindarlehen werden im Bereich der Fremdfinanzierung weiter an Bedeutung gewinnen. Verbreiterung der Finanzierungsbasis, weitgehende Freiheit der Mittelverwendung und langfristige Bereitstellung umfangreicher Mittel sind gute Argumente für ihren Einsatz; hinzu kommt das, historisch gesehen, weiterhin sehr niedrige Zinsniveau. Gerade Unternehmen aus dem gehobenen Mittelstand ist es wichtig, die Abhängigkeit von den Banken zu reduzieren. Dass die Zahl der größeren Mittelständler deutlich steigt, wird den Trend zur Kapitalmarktfinanzierung noch weiter verstärken.

Insgesamt nimmt die Diversifizierung in der Finanzierung zu – womit die Aufgaben des Finanzmanagements umfangreicher werden. Allerdings eröffnet sich dadurch die Chance, die Stabilität der Finanzierung zu verbessern und deren Qualitätsniveau anzuheben – wenn es nämlich gelingt, den Finanzierungsmix noch besser als bisher den langfristigen unternehmerischen Strategien wie auch dem unterschiedlichen Risikogehalt der eingeleiteten und geplanten Aktivitäten anzupassen.

In einem System, das stärker als früher durch Kapitalmarktelemente und weniger durch ausgeprägte Kreditfokussierung gekennzeichnet sein wird, wandelt sich die Rolle der Banken. Für die Unternehmen ist eine vertrauensvolle Partnerschaft mit ihren Hausbanken wichtiger denn je. Aber sie sehen in den Banken immer mehr die kompetenten Berater und Problemlöser in allen Fragen der Finanzierung – und nicht mehr nur in erster Linie die Kreditgeber.

Verantwortlich für den Inhalt

IKB Deutsche Industriebank AG · Bereich Volkswirtschaft und Research
Wilhelm-Bötzkes-Straße 1 · 40474 Düsseldorf · www.ikb.de

Autor: Dr. Günter Kann · Telefon +49 211 8221 4499 · Guentер.Kann@ikb.de

Redaktion IKB-Reports: Petra Heidrich, Dr. Günter Kann · Petra.Heidrich@ikb.de

Gestaltung und Gesamtherstellung: schmitzdruck&medien, Brüggen

Bildnachweis Titelseite: ClipDealer

1. Auflage Juli 2011

Ansprechpartner Volkswirtschaft und Research:

Dr. Kurt Demmer, Chefvolkswirt · Telefon +49 211 8221 4488 · Kurt.Demmer@ikb.de

Dr. Klaus Bauknecht, Ökonometrie/Kapitalmarkt · Telefon +49 211 8221 4118 · Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Dr. Carolin Vogt, Konjunktur · Telefon +49 211 8221 4492 · Carolin.Vogt@ikb.de

Lindsay Burger · Lindsay.Burger@ikb.de

Ralf Heidrich · Ralf.Heidrich@ikb.de

Margit Hogenkamp · Margit.Hogenkamp@ikb.de

Dr. Günter Kann · Guentер.Kann@ikb.de

Lars Kolbe · Lars.Kolbe@ikb.de

Robert Gülpers, Corporate Analysis · Robert.Guelpers@ikb.de

Timo Schlichting, Corporate Analysis · Timo.Schlichting@ikb.de

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.

IKB Deutsche Industriebank AG
www.ikb.de

Düsseldorf

Helmut Laux
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
40474 Düsseldorf
Telefon +49 211 8221-4607
Telefax +49 211 8221-2607
Helmut.Laux@ikb.de

Berlin-Leipzig

Wolf-Herbert Weiffenbach
Charlottenstraße 35/36
10117 Berlin
Telefon +49 30 31009-9005
Telefax +49 30 31009-8005

Käthe-Kollwitz-Straße 84
04109 Leipzig
Telefon +49 341 48408-9343
Telefax +49 341 48408-8311

Wolf-Herbert.Weiffenbach@ikb.de

Frankfurt

Udo Belz
Eschersheimer Landstraße 121
60322 Frankfurt
Telefon +49 69 79599-9611
Telefax +49 69 79599-8611
Udo.Belz@ikb.de

Hamburg

Heinrich Schraermeyer
Gertrudenstraße 2
20095 Hamburg
Telefon +49 40 23617-9232
Telefax +49 40 23617-8232
Heinrich.Schraermeyer@ikb.de

München

Norbert Mathes
Seidlstraße 27
80335 München
Telefon +49 89 54512-9841
Telefax +49 89 54512-8841
Norbert.Mathes@ikb.de

Stuttgart

Dr. Reiner Dietrich
Löffelstraße 4
70597 Stuttgart
Telefon +49 711 22305-9776
Telefax +49 711 22305-8776
Reiner.Dietrich@ikb.de

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)91 700-1116
Telefax +34 (0)91 700-1463

Mailand

Via Dante 14
20121 Milano · Italia
Telefon +39 (0)2 7260-161
Telefax +39 (0)2 7260-1650

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 40 23626-0
Telefax +49 40 23626-5278
www.ikb-leasing.com