



Unternehmer Themen

Analysen | Informationen | Hintergründe | März 2013

Konjunktur- und Wechselkursentwicklung

Der Euro schützt vor Währungsschäden 1

Notenbankpolitik und „Währungskrieg“

Handlungsfreiheit der EZB gefährdet 5

Neun-Monatsabschlüsse 2012

Immer noch positives Gesamtbild im Mittelstand 9

Unternehmensfinanzierung 2011 und 2012

Finanzierungsmuster wandeln sich und werden vielfältiger 14

Kreditrating

Wie sich über die Softfacts das Rating verbessern lässt 23

Zukunftsstrategien mittelständischer Industriefirmen

Innovationen und Dienstleistungsangebote 27

Impressum

32

ISSN 2194-833X

Der Euro schützt vor Währungsschäden!

von Kurt Demmer, Chefvolkswirt der IKB

Konjunkturerholung infrage gestellt?

Gerade verdichteten sich die Anzeichen, dass die Krisensymptome am Kapitalmarkt nachlassen und sich die Konjunktur im Euro-Raum und in Deutschland fängt und langsam wieder Tritt fasst – da bringt die Italien-Wahl neue Unruhe. Kommt der Euro jetzt wieder unter Druck oder wird er umgekehrt bald sogar kräftig aufwerten, weil andere Länder einen „Währungskrieg“ entfachen, um ihre Exportwirtschaft zu unterstützen? Rutschen wir so oder so doch wieder tiefer in die Krise hinein, statt sie allmählich zu verlassen?

Schauen wir zunächst auf die Realwirtschaft. Es spricht sehr viel dafür, dass sich die konjunkturelle Situation bessert und die Wachstumskräfte erneut die Oberhand gewinnen. In den USA wird der Budgetstreit zwar das Wachstum hemmen, aber nicht zu einem Sturz über die Fiscal Cliff führen. Die größte Volkswirtschaft der Welt bleibt 2013 zwar voraussichtlich auf einem vergleichsweise flachen Wachstumspfad, aber die Wirtschaft sollte im Laufe der nächsten Monate an Fahrt gewinnen und 2014 wieder mit einer satten 2 vor dem Komma wachsen.

Allmähliche Belebung der schwachen Konjunktur in den USA.

In China löst sich der Attentismus aus dem letzten Herbst vor der Neubestimmung der politischen Führung allmählich auf; wir werden Wachstumsraten von über 8 % sehen. Ebenso ist auch in Ländern wie Brasilien oder Indien mit einem höheren Wachstum zu rechnen; insgesamt wird die Weltwirtschaft 2013 kräftiger wachsen als 2012.

China, Indien und Brasilien auf Wachstumskurs.

Für die europäischen Problemländer sind die Aussichten zwar wenig rosig, aber auch hier gibt es Anzeichen, dass sich die Krise zumindest nicht weiter verschärft. Und da die Finanzmärkte sich doch ein gutes Stück weit beruhigt haben, sollte sich in Deutschland die Unsicherheit, die insbesondere Investoren erfasst hatte, in den kommenden Monaten auflösen.

Erste positive Signale im krisengeplagten Europa.

Risiken sollten nicht durchschlagen

Rückschlagrisiken sind natürlich vorhanden. Für die deutsche Wirtschaft, die trotz aller Erfolge auf Drittmärkten nach wie vor primär von der Nachfrage aus den europäischen Nachbarländern abhängt, ist vor allem die Entwicklung in Spanien und Italien bedeutsam. Denn diese Länder sind auch die entscheidenden „Unruhestifter“ für die Kapitalmärkte, nicht das kleine Zypern.

Italien war bereits im letzten Jahr auf dem richtigen Weg und hat einen positiven Primärüberschuss, sozusagen ein schwarzes operatives Ergebnis erzielt. Das neue Parlament wird den Kurs der fiskalischen Konsolidierung wohl kaum zurückdrehen. Gleichwohl wird der Stabilisierungsprozess lange dauern, denn das Land hat seit der Euro-Einführung massiv an preislicher Wettbewerbsfähigkeit verloren. Die Lohnstückkosten in der italienischen Industrie sind die höchsten unter den Industrieländern, sie liegen um mehr als 15 % über dem deutschen Niveau.

Italien ist auf dem richtigen Weg, aber der Stabilisierungsprozess wird noch lange dauern.

Ebenso hat Spanien einen langen Weg vor sich. Den überdimensionierten Bausektor kann man nicht so einfach „ausschwitzen“, das hat die Entwicklung in Deutschland nach dem Ende des Wiedervereinigungsbooms gezeigt. Spanien wird noch über etliche Jahre negative Wachstumsbeiträge vom Bausektor zu verkraften haben, der einstmals 12 % der Wertschöpfung ausmachte, mehr als doppelt so viel wie im EU-Durchschnitt. Aber die Regierung Rajoy macht mit Reformschritten ernst. Das Land ist inzwischen von den Lohnkosten her wettbewerbsfähiger geworden. Die Lohnstückkosten sind seit 2008 um fast 20 % gesunken, weshalb z. B. Automobilhersteller ihre Produktion in Spanien ausgeweitet bzw. Kapazitäten dorthin verlagert haben.

Spanien macht ernst mit Reformschritten.

Alles in allem bleiben daher „Stabilisierung und Trendwende“ das realistische Konjunkturszenario für die Euro-Zone und für Deutschland. Gilt dies aber auch dann noch, wenn es tatsächlich zu einem „Währungskrieg“ kommen sollte?

Mehr Normalisierung der Wechselkurse als systematischer „Währungskrieg“ ...

Was ist geschehen? Die japanische Regierung will mit einer extrem expansiven Geldpolitik Staatsanleihen kaufen, also klassisch die Notenpresse anwerfen und damit als „Kollateralnutzen“ den Kurs des Yen unter Druck setzen, um die Exportchancen für die japanischen Unternehmen zu verbessern. Ganz ähnlich hatte im letzten Jahr die brasilianische Regierung agiert. Beim jüngsten G20-Gipfel gab es hierzu keine mahenden Worte.

Abwertungstendenzen in Japan und Brasilien ...

Wie kritisch ist dies zu werten? Uns braucht es nur begrenzt zu stören, dass der japanische Staat die überwiegend von japanischen Pensionsfonds gehaltenen Staatsanleihen durch Inflationierung entwerten will. Geschädigt wird so oder so der japanische Bürger, denn das Ausland hält nur einen sehr geringen Anteil der japanischen Staatspapiere und ist somit nicht wirklich betroffen. Japanische Rentenleistungen werden in der Zukunft real drastisch sinken. Das Land wird sich überlegen müssen, wie man innerjapanisch eine gerechte Lastenverteilung erreicht.

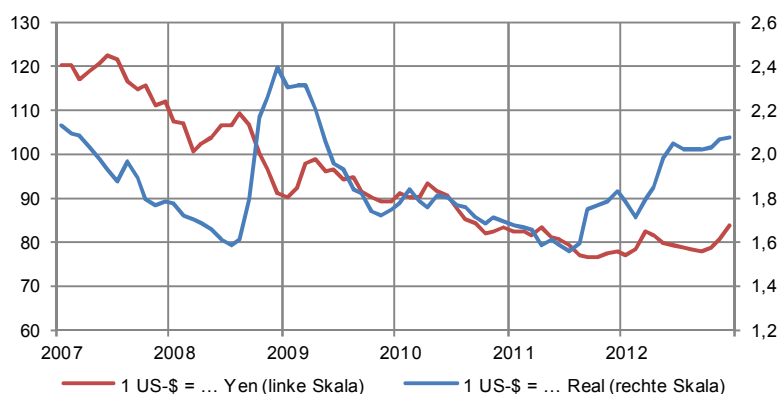
Uns interessieren vor allem die Außeneffekte. Sowohl Brasilien als auch Japan haben eine Phase hinter sich, in der ihre Währungen stark aufwerteten.

Im Herbst 2012 lag der Yen gegenüber dem US-Dollar um 30 % über dem Wert von Mitte 2008. In den letzten Wochen erst bildete sich diese Überbewertung zurück – man kann daher (noch) nicht davon sprechen, dass sich Japan einen „künstlichen“, sprich manipulierten preislichen Wettbewerbsvorteil verschafft hat.

... sind bisher eher als eine Korrektur von Überbewertungen der Währungen zu sehen.

In Brasilien kam es in den zurückliegenden Jahren zu hohen Kapitalimporten (+40 % von 2009 bis 2011) wegen der Attraktivität als aufstrebendes Schwellenland, verstärkt durch ein hohes inländisches Zinsniveau und Aufwertungsspekulationen. Der Real-Kurs legte im Verlauf des Jahres 2009 um 27 % und bis Mitte 2011 um weitere 10 % zu.

Yen und Real: Korrektur nach langer Aufwertungsphase



Quelle: E.I.U.

Wenn diese Länder nunmehr auf eine Abwertung hinarbeiten, ist dies kein Währungskrieg, sondern (zunächst) lediglich eine Rückkehr zur Normalität. Betrachtet man die Kursentwicklung des Euro oder des Dollar, so ist dort ebenfalls nichts von einer unnormalen Bewegung zu erkennen (s. dazu auch den nachfolgenden Beitrag).

Auch die aktuelle Entwicklung des Euro-Kurses gibt keinen Anlass zur Sorge.

Der deutsche Export wird zudem sehr viel mehr durch die weltweite Nachfrage und die Konjunkturdynamik bestimmt als durch den Wechselkurs. Deutschland ist zwar eine sehr offene Volkswirtschaft und damit prinzipiell Wechselkurseffekten stärker ausgesetzt. Aber das deutsche Güterangebot ist von solcher Qualität, dass es auf wechselkursbedingte Schwankungen des Preises nur wenig reagiert.

... doch China muss auf mittlere Sicht seinen Wechselkurs weiter anpassen

Eine Politik der systematischen Unterbewertung seiner Währung betreibt aber seit Jahren China. Die Regierung versucht – ähnlich wie vor Jahrzehnten Deutschland und später Japan – im Windschatten einer unterbewerteten Währung, die eigene Exportbasis zu stärken und auf diesem Wege industrielle Fertigungskompetenz aufzubauen. Dies ist eine durchaus erfolgreiche und sinnvolle Strategie für ein Schwellenland. Der Außenwert des Renminbi gegenüber dem Dollar wurde seit 2010 zwar schon um 10 % angehoben, aber China müsste seine Währung nach und nach noch stärker aufwerten. Auf Dauer wird man nicht mit den bislang notwendigen Kapitalverkehrskontrollen leben wollen, wenn man sich zu einem „erwachsenen“ Industrieland entwickeln will – und abrupte Nachholeffekte in der Wechselkursbewegung sollte man vermeiden, dies führt immer zu realwirtschaftlichen Friktionen.

China kommt nicht daran vorbei, seine bislang unterbewertete Währung weiter aufzuwerten.

Höhere Wechselkurs-Volatilität zu erwarten

Viel wahrscheinlicher als eine längerfristig angelegte, systematisch betriebene Verzerrung von Wechselkursen ist eine Zunahme der kurzfristigen Volatilität an den Devisenmärkten. Die von den Notenbanken weltweit geschaffene Liquidität wird zu höherer Inflationierung führen, die

Als Belastung wird sich vor allem die zunehmende Volatilität an den Devisenmärkten erweisen, ...

sich aber voraussichtlich nur in überschaubarem Maße in klassischer Güterpreis-inflation niederschlagen wird. Damit sich dieser Zündfunke entladen könnte, wären eine überbordende Auslastung von Kapazitäten (wie im Wiedervereinigungsboom) oder sprunghaft ansteigende Rohstoffpreise (wie bei OPEC I und II) – und obendrauf noch als Zweitrunde-effekte hohe Lohnabschlüsse – erforderlich. Vom Eintreten einer solchen Kettenreaktion ist aber vorerst nicht auszugehen.

Vielmehr dürfte sich die Liquidität ihr Ventil vor allem in den schnell-drehenden Devisenmärkten suchen. Wenn sich künftig in einzelnen Län- dern fundamentale Bedingungen verbessern, ist zu erwarten, dass nicht nur erwünschtes, nach längerfristiger realwirtschaftlicher Anlage suchen- des Kapital ins Land strömt, sondern auch – in größerem Ausmaß als bislang – spekulatives, nur auf den kurzfristigen Währungsgewinn ausge- richtetes Geld. Diese Verstärkung des spekulativen Moments kommt daher, dass nicht mehr allein die Fed (wie unter Greenspan), sondern nunmehr auch die britische und die japanische Notenbank bedenkenlos Liquidität produzieren.

Wir müssen uns also auf deutlich mehr Volatilität einrichten. Dies erschwert zum einen die Kalkulationsbedingungen für Exporteure und macht zum anderen für Unternehmen den Aufbau von Produktions- standorten in großen Absatzmärkten als „natural hedge“ zusätzlich at- traktiv.

Für die deutsche Wirtschaft ist es in einem solchen Umfeld nur von Vor- teil, wenn sie sich in einem großen einheitlichen europäischen Wirt- schaftsraum bewegt. Dies dämpft Wechselkursschwankungen ganz er- heblich, während wir uns mit der alten D-Mark momentan in einer kräf- tigen Aufwertungsphase, gefolgt sehr viel größeren Achterbahnfahrten als mit dem Euro, befinden würden. Wie gut, dass es den Euro gibt!

... weil sie die Kalkulation der Exporteure erschwert.

Dank des Euro werden die nega- tiven Effekte der Wechselkurs- volatilität gedämpft.

Kurt.Demmer@ikb.de

„Währungskrieg“ droht die Handlungsfreiheit der EZB zu beeinträchtigen

In den letzten Wochen kannte der Euro oftmals nur den Weg nach oben. Nicht nur gegenüber dem US-Dollar, sondern auch zum britischen Pfund, zum Schweizer Franken und vor allem zum japanischen Yen hat der Euro zeitweise deutlich aufgewertet. Zwar hat sich die „Euro-Stärke“ aktuell durch die Unsicherheit in Italien relativiert. Dennoch haben die Wechselkursbewegungen eine erneute Diskussion über eine mögliche Überbewertung des Euro hervorgerufen. Selbst die EZB konnte sich dieser Diskussion nicht gänzlich entziehen und bestätigte durch ihre Betonung dieses Themas die Einschätzung, dass der Euro-Wechselkurs eine bestimmende Größe für Inflation und Wachstum darstellt.

Die Euro-Aufwertung in den zurückliegenden Wochen hat Diskussionen über den Einfluss des Eurokurses auf Konjunktur und Wachstum neu entfacht.

Gründe für eine erneute Euro-Stärke

Mit einer Stabilisierung in Italien könnte ein erneuter Aufwärtstrend für den Euro einsetzen. IKB-Fair-Value-Prognosen würden in der Tat für solch eine Entwicklung sprechen – allerdings vor allem erst in 2014, wenn sich die wirtschaftliche Erholung in der Eurozone deutlicher zeigen und festigen sollte. Aktuell spielen jedoch noch weitere Aspekte eine Rolle für eine tendenzielle Euro-Stärke. So hat zum Beispiel Japan ein explizites Inflationsziel eingeführt, das nur mit Hilfe eines schwachen Yen zu erreichen sein dürfte, und die britische Wirtschaft kann angesichts der Konsolidierungsmaßnahmen immer noch nicht überzeugen. Zudem könnte der Safe-Haven-Status des Schweizer Franken erneut an Relevanz verlieren.

Mehrere Gründe sprechen für eine tendenzielle Euro-Stärke.

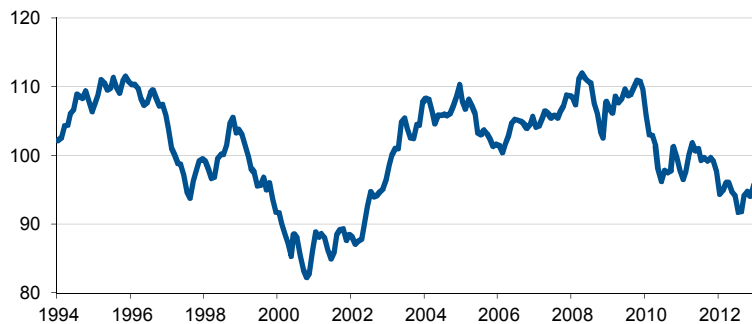
All diese Aspekte fördern eine fundamentale Aufwertung des Euro. Doch diese Entwicklungen sind nicht statisch. Sollte sich die Konjunkturlage in den USA im Verlauf von 2013 aufhellen und die Unsicherheit rund um die US-Fiskalpolitik durch eine mittelfristig positive Perspektive in der US-Schuldenproblematik abgelöst werden, ist von einer allgemeinen Aufwertung des US-Dollar auszugehen. Entscheidend hierfür wird die Fed sein, die durch ihre Ankündigungen eine Wende der Zinspolitik einleiten und damit das lange Ende der US-Zinskurve nach oben korrigieren könnte. Ob dies kurzfristig der Fall sein wird, bleibt jedoch abzuwarten.

Effektiver Euro-Kurs liegt im historischen Durchschnitt

Zur Messung der durch Wechselkurse induzierten Veränderung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit einzelner Länder wird der effektive Wechselkurs, welcher einen gewichteten Index der wichtigsten Handelspartner darstellt, herangezogen. Der sogenannte reale effektive Wechselkurs wird zudem um die relativen Inflationsunterschiede der einzelnen Länder bereinigt. Das Schaubild auf der nachfolgenden Seite zeigt die Entwicklung des realen effektiven Wechselkurses für die Euro-Zone, wobei ein Anstieg des Index eine Aufwertung bedeutet. Es ist ersichtlich, dass der Euro im historischen Kontext derzeit nicht überbewertet ist.

Der effektive reale Euro-Kurs ist jedoch im historischen Kontext aktuell nicht überbewertet.

Realer effektiver Euro-Wechselkurs



Quelle: BIS

Die Aufwertung des Euro gegenüber den Hauptwährungen seit Januar könnte den realen Außenwert auf einen Wert Richtung 100 ansteigen lassen – seinen langfristigen Durchschnitt. Selbst mit den Niveaus vor der Italienwahl wäre die effektive Abwertung seit Mitte 2011 immer noch nicht vollständig kompensiert. Die realwirtschaftlichen Implikationen einer erneuten Aufwertung sollten sich daher in Grenzen halten. Im historischen Vergleich ist der Euro nicht zu hoch, sondern aktuell eher unterbewertet.

Die realwirtschaftlichen Implikationen infolge der aktuellen Euro-Aufwertung halten sich in Grenzen.

Sicherlich verursacht eine Aufwertung kurzfristige Wettbewerbsnachteile. Allerdings sind diese vor dem Hintergrund der seit längerem vollzogenen Abwertung zu sehen. Das Schaubild veranschaulicht zudem, dass der reale Außenwert mittelfristig relativ stabil ist. Dies bestätigt, dass kurzfristige Wechselkursschwankungen die mittelfristige Wettbewerbsfähigkeit nur begrenzt beeinflussen. Daher sollten die Auswirkungen einer erneuten moderaten Aufwertung des Euro auf die mittelfristige Wettbewerbssituation nicht überbewertet werden. Zudem gilt zumindest für die deutschen Exportgüter, dass sie weniger preissensibel reagieren und damit auch durch eine Euro-Stärke weniger belastet werden.

Gibt es den „richtigen“ Preis für eine Währung?

Wertet eine Währung auf, wird dies als Risiko für das Wirtschaftswachstum angesehen. Wertet sie erheblich ab, wird oftmals ein „Währungskrieg“ heraufbeschworen, vor allem wenn die Zentralbank eine expansive Geldpolitik verfolgt. Beiden Argumenten unterliegt der Glaube, dass es ein „richtiges“ Wechselkursniveau gibt und dass insbesondere Abwertungen zu deutlichen Abweichungen – oftmals durch Manipulation oder Inflationierung seitens der Zentralbank – von diesem richtigen Wert führen. Doch gibt es tatsächlich ein richtiges Wechselkursniveau? Unter dem Goldstandard spiegelten die Goldreserven eines Landes den Wert oder Preis der Währung wider. Besaß ein Land doppelt so viele Goldreserven wie ein anderes, war die Währung auch das Doppelte wert. Nahm die Geldmenge ohne ansteigende Goldreserven zu, war eine Abwertung im Verhältnis zum Goldpreis die Folge, wie sie die USA Anfang der 1970er-Jahre explizit vorgenommen haben.

Zu Zeiten des Goldstandards spiegelten die Goldreserven den Preis einer Währung wider.

Den Goldstandard als Grundlage für den korrekten Preis einer Währung gibt es schon lange nicht mehr. Heute wird oftmals auf die Leistungsbi-

lanz verwiesen, also Exporte und Importe eines Landes. Sicherlich kann bei einem nicht tragfähigen Defizit oder strukturell großen Überschüssen von einer notwendigen Wechselkurskorrektur gesprochen werden.

Ob jedoch ein Ungleichgewicht tatsächlich vorliegt, kann nur selten eindeutig festgestellt werden. Sicherlich hilft eine Abwertung, ein Leistungsbilanzdefizit kurzfristig zu reduzieren. Doch dies bedeutet im Umkehrschluss nicht unbedingt, dass das Währungsniveau nicht tragbar bzw. dass eine Korrektur notwendig ist. Wechselkurse beeinflussen die Wettbewerbsfähigkeit und damit die Leistungsbilanz. Umgekehrt ist der Einfluss eher gering, die Kapitalströme sind hier ausschlaggebender.

Doch in der Argumentation rund um einen Währungskrieg bzw. den Versuch, Wettbewerbsvorteile durch eine effektive Abwertung zu erreichen, geht es oftmals nicht so sehr um ein Referenzniveau, mit dem der aktuelle Wert beurteilt werden kann. Vielmehr scheint allein die Veränderung des Wechselkurses auszureichen: Wertet die Währung – wie derzeit im Falle Japans – spürbar ab (vor allem wenn der Anschein einer Inflationspolitik durch die Zentralbank besteht), wird dies als ein Indiz für eine absichtliche oder nicht fundamental begründete Abwertung und damit einen möglichen Währungskrieg angesehen.

Währungsabwertung durch Geldschwemme

Doch ist ein Währungskrieg in Zeiten von Papiergeld, flexiblen Wechselkursen und freien Kapitalbewegungen überhaupt noch ein sinnvolles Konzept? Kann eine Währung soweit manipuliert werden, dass auf diese Weise nachhaltige Wettbewerbsvorteile erzielt werden? Unter dem heutigen System der aktiven Geldpolitik zur Unterstützung der Wirtschaft liegt eine mögliche Abwertung in der Hand der Zentralbank. Theoretisch könnte die Zentralbank beides – eine Auf- und Abwertung – einleiten, da sie das Monopol der Geldschöpfung besitzt. Politisch scheint jedoch nur eine Abwertung auf Dauer durchsetzbar. Vor diesem Hintergrund ist es nicht verwunderlich, dass Zentralbanken weltweit eine ähnliche Geldpolitik verfolgen und die Zinsen hoch korreliert sind. Gleichschritt verhindert Korrekturen der Wechselkurse und damit deutliche Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit.

In der Ära des Papiergelds ist ein Währungskrieg eher unwahrscheinlich, da alle Zentralbanken ihre Währung relativ einfach inflationieren könnten. Anders gesagt: Verfolgen alle großen Zentralbanken ein ähnliches Inflationsziel, ist von keiner deutlichen und nachhaltigen Wechselkurskorrektur zwischen den Kernländern auszugehen.

Seit 2008 ergibt sich jedoch durch die Maßnahmen der Fed und der Bank of England (Stichwort: quantitative Lockerung) eine größere Diskrepanz in der weltweiten Zentralbankpolitik, die zu Recht Fragen im Hinblick auf Wechselkursimplikationen aufwirft. Aktuell ist dies noch kein Thema, da alle Zentralbanken immer noch negative reale Zinsen als notwendig ansehen. Doch sollte die Fed ihren Kurs auf längere Sicht, selbst bei einer anhaltenden Erholung, fortsetzen, könnte dies die EZB in Bedrängnis bringen, ebenfalls ein höheres Geldmengenwachstum zu tolerieren, damit die relativen Preise (realer effektiver Wechselkurs) zu keiner Wettbewerbsverzerrung führen. Eine Inflationierung durch die Fed be-

Heutzutage wird häufig auf die Leistungsbilanzsalden verwiesen, wenn es um die Frage nach der Notwendigkeit von Wechselkursanpassungen geht.

Gleichschritt in der Geldpolitik verhindert Wechselkurskorrekturen.

Sollte die Fed ihren expansiven Kurs selbst bei anhaltender Konjunkturerholung fortsetzen, könnte die EZB in Bedrängnis kommen, ebenfalls ein höheres Geldmengenwachstum zu tolerieren, um wechselkursbedingte Wettbewerbsverzerrungen zu vermeiden.

einflusst daher die Euro-Zone, da sie eine Aufwertung des Euro verursachen könnte, die wiederum Auswirkungen auf die Realwirtschaft haben und somit ein gewisses Nachziehen der EZB auslösen könnte.

Wir fassen zusammen ...

Selbst unter Berücksichtigung einer erneuten Aufwertung des Euro gibt es derzeit noch keine Anzeichen dafür, dass diese Entwicklung zu deutlichen preislichen Wettbewerbsnachteilen, gemessen am realen effektiven Wechselkurs, führen sollte oder dass im historischen Vergleich relativ bald von einem überbewerteten Euro die Rede sein kann. Auch wirkt wegen des deutlich höheren Einflusses der Zinsen die EZB-Geldpolitik selbst bei einer erneuten Aufwertung immer noch außerordentlich expansiv. Daher sollte der Euro-Wechselkurs auch weiterhin eine untergeordnete Rolle für die Geldpolitik spielen und keinen Einfluss auf die Prognosen zum geldpolitischen Kurs der EZB haben.

Nur eine anhaltende Aufwertung des realen effektiven Wechselkurses von den aktuell doch eher niedrigen Niveaus würde negative Wachstumsimpulse erwarten lassen. Doch selbst die von der IKB prognostizierte Aufwertung des Euro in 2014 (die Prognose liegt bei um die 1,40 Ende 2014) wäre nicht von solchem Gewicht, dass eine Diskussion über die fundamentale Wettbewerbsfähigkeit der Eurozone angebracht wäre. Allerdings haben die letzten Wochen auch gezeigt, dass Wechselkursbewegungen oftmals zu politischen Äußerungen und Meinungen führen, die von der Zentralbank nicht ignoriert werden können, sondern kommentiert werden müssen.

Die Risiken eines Währungskriegs ergeben sich weniger aus möglichen Wettbewerbsverzerrungen, wie sie in der Vergangenheit unter dem Goldstandard hervortraten, sondern eher aus der Gefahr eines notwendigen Gleichschritts der Zentralbankpolitik, um Verzerrungen in den Wechselkursen entgegenzusteuern. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn die dominierenden Zentralbanken für ihre Währungen vermehrt eine höhere Inflation akzeptieren und damit indirekt einen Abwertungskurs verfolgen. Dies ist die Herausforderung, die auch die EZB zu meistern hat.

Die Kommentare von EU-Politikern wirken darauf hin, dass die EZB möglicherweise zunehmend unter Druck gerät und sich dem Mainstream beugen könnte – Stichwort: Der Euro wird zu stark, was eine Angleichung an die US-Zins- und Inflationspolitik für die Euro-Zone mit sich bringen könnte. Am Ende ist das Ziel der EZB die Preisstabilität. Doch angesichts deutlicher Aufwertungen und einer schwachen Binnennachfrage mag dies selbst auf längere Sicht zu einer anhaltend sehr lockeren Geldpolitik und negativen realen Zinsen führen – auch um den wirtschaftlichen Zusammenhalt in der Euro-Zone sicherzustellen. Die Gefahr eines Währungskriegs ist somit primär ein Risiko für die EZB-Politik, die eigentlich nach der Krisenbewältigung einen Ausstieg finden und wieder auf einen stabilitätsorientierten Pfad zurückkehren müsste.

Dr. Klaus Bauknecht

Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Fazit:

Selbst unter Berücksichtigung einer erneuten Aufwertung des Euro gibt es noch keine Anzeichen dafür, dass diese Entwicklung zu deutlichen preislichen Wettbewerbsnachteilen, gemessen am realen effektiven Wechselkurs, führen sollte. Auch im historischen Vergleich kann von einem überbewerteten Euro derzeit keine Rede sein. Die Risiken eines „Währungskriegs“ ergeben sich weniger aus möglichen Wettbewerbsverzerrungen, wie sie in der Vergangenheit unter dem Goldstandard deutlich hervortraten, sondern vielmehr aus der Gefahr eines notwendigen Gleichschritts in der Politik der Zentralbanken, um preislichen Verzerrungen entgegenzusteuern. Dies ist vor allem dann der Fall, wenn die dominierenden Zentralbanken für ihre Währungen vermehrt eine höhere Inflation akzeptieren und damit indirekt einen Abwertungskurs verfolgen. Dies ist die Herausforderung, die auch die EZB zu meistern hat.

9-Monatsabschlüsse mittelständischer Börsenunternehmen deuten ein insgesamt noch positives Gesamtbild für 2012 an

In diesen Wochen ziehen die börsennotierten Unternehmen Bilanz über das Geschäftsjahr 2012 – ein Jahr, das zunächst noch verheißungsvoll begann, zunehmend aber durch konjunkturelle Eintrübungen belastet wurde. Bis ein endgültiges Resümee über die Kosten-, Ertrags- und Finanzierungssituation gezogen werden kann, dauert es noch einige Wochen. Aber aus den im Spätherbst veröffentlichten 9-Monatsabschlüssen 2012 und ersten Vorabmeldungen für das Gesamtjahr lässt sich bereits ableiten, wie das Geschäftsjahr 2012 für die größeren mittelständischen Firmen in etwa verlaufen ist. Unsere Auswertung umfasst dabei wie gewohnt gut 125 an der Börse notierte mittelständische Unternehmen aus Industrie und Dienstleistungsgewerbe, deren Umsätze sich überwiegend im Bereich von 50 Mio. bis 3 Mrd. € bewegen.

9-Monatsabschlüsse lassen bereits auf die Entwicklung im Gesamtjahr 2012 schließen.

Drei von zehn Unternehmen mit Umsatzeinbußen

Die konjunkturelle Abschwächung schlug sich im Kreis der einbezogenen Firmen in einer deutlichen Differenzierung der Geschäftsentwicklung nieder. Drei von zehn Firmen mussten in den ersten neun Monaten des Jahres 2012 Umsatzeinbußen hinnehmen; bei sieben von zehn haben sich die Umsätze erhöht. In ihrer Gesamtheit konnten die Unternehmen die Erlöse um durchschnittlich 5 % steigern – nach einem Umsatzplus von mehr als 14 % im Vorjahreszeitraum. Bei den Einzelwerten zeigt sich eine recht breite Streuung. Auffällig sind dabei einerseits zum Beispiel zweistellige Zuwachsraten bei einigen Maschinenbauern und andererseits zweistellige Minus-Werte bei Firmen aus dem Bereich der regenerativen Energien.

Differenzierte, aber insgesamt positive Umsatzentwicklung.

Die Bilanzsumme stieg im Durchschnitt um ca. 2,5 %, was die schwächere Geschäftsentwicklung ebenso widerspiegelt wie eine gewisse Zurückhaltung vieler Unternehmen in Bezug auf Investitionsentscheidungen. In den ersten neun Monaten 2011 war die Bilanzsumme um fast 6 % gewachsen.

Leicht rückläufige Erträge

Auch beim Ertrag mussten viele Firmen Abstriche machen. Bei deutlich mehr als der Hälfte von ihnen war das EBIT rückläufig. Die durchschnittliche EBIT-Quote sank von 8,4 % in den ersten neun Monaten 2011 auf aktuell 7,3 %. Rückgänge in ähnlicher Größenordnung haben sich auch bei den anderen Ertragskennziffern ergeben, wie etwa beim EBITDA und beim Ergebnis nach Steuern (EAT) – s. dazu die Tabelle auf der nächsten Seite.

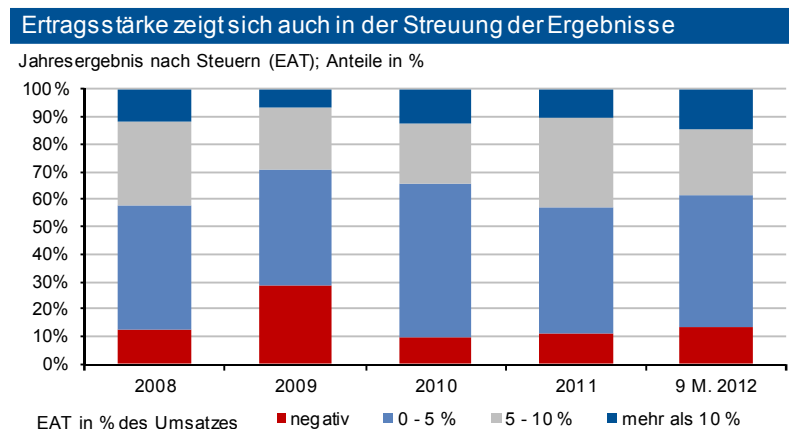
Erträge bei der Mehrheit der Firmen und im Durchschnitt rückläufig.

Ertrags- und Cashflow-Kennziffern im Überblick		
in % des Umsatzes		
Kennziffer	9 Monate 2011	9 Monate 2012
EBITDA	12,1	11,4
EBIT	8,4	7,3
EAT	5,1	4,2
Operativer Cashflow	5,1	5,3
Free Cashflow	-0,8	-0,5

Quelle: IKB-Auswertung der Abschlüsse von ca. 125 börsennotierten Mittelstandsunternehmen

Von einer negativen Entwicklung lässt sich aber nur bedingt sprechen, da sich die Ertragsabschwächung auf recht hohem Niveau abspielte und sich der Rückgang letztlich in Grenzen hielt. Zudem blieb der Anteil der Firmen, die ein negatives Ergebnis nach Steuern ausweisen mussten, knapp oberhalb von 10 % (s. das Schaubild). Insgesamt hat sich das Ertragsprofil gegenüber den beiden Vorjahren zwar etwas verschoben, aber nicht wesentlich verschlechtert. Geht man davon aus, dass unsere Firmengruppe in ihrer unterschiedlichen Zusammensetzung den gehobenen Mittelstand insgesamt recht gut repräsentiert, so ergibt sich ein durchaus positives Bild, was die Ertragskraft dieses Segments betrifft.

Ertragsprofil der Firmengruppe mit nur geringen Verschiebungen.



Quelle: IKB-Auswertung der Abschlüsse von ca. 125 börsennotierten Mittelstandsunternehmen

Die Gründe für den partiellen Rückgang der Erträge sind vielfältig. Vor allem dürfte die sinkende Kapazitätsauslastung dafür verantwortlich gewesen sein. Einige Unternehmen weisen zudem in ihrer Berichterstattung auf höhere Abschreibungen hin, die aus den umfangreichen Investitionen der beiden Vorjahre resultierten. Darüber hinaus wurde das Ergebnis fallweise durch Serienanläufe, Integration übernommener Firmen, durch Restrukturierungs- und Instandhaltungsmaßnahmen oder Rechtsstreitigkeiten belastet. Es gibt jedoch insgesamt, selbst wenn sich die Konjunktur in den kommenden Monaten nicht so rasch erholen sollte wie erhofft, keinerlei Anzeichen dafür, dass das Absinken der Renditen in einen ausgeprägten Abwärtstrend nach dem Muster der Krise von 2008/09 münden könnte.

Keinerlei Anzeichen für eine deutliche Verschlechterung der Ertragssituation.

Hierbei spielt auch eine Rolle, dass viele Unternehmen ihre Kostenflexibilität erhöht haben, sodass sie eine vorübergehende Geschäftsabschwächung inzwischen ohne größere Ertragseinbußen abfedern können.

Positive Cashflow-Entwicklung

Im Gegensatz zu den Ertragskennziffern haben sich bei einer Mehrheit der Firmen die Cashflow-Kennziffern in eine positive Richtung bewegt. Entsprechend stieg der durchschnittliche operative Cashflow von 5,1 % auf 5,3 % und der Free Cashflow (= operativer Cashflow minus Cashflow aus Investitionstätigkeit) von -0,8 % auf -0,5 %. Diese Entwicklung deutet darauf hin, dass viele Unternehmen angesichts der konjunkturellen Eintrübung beim Working-Capital-Aufbau wie auch bei ihren Sach- und Beteiligungsinvestitionen Zurückhaltung geübt haben. Im Gegensatz zum Krisenjahr 2009 blieb allerdings der Free Cashflow in den ersten drei Quartalen 2012 negativ, d.h. die Unternehmen haben sich trotz vielfältiger Sparmaßnahmen insgesamt deutlich weniger defensiv verhalten als damals.

Freier Cashflow weiterhin im negativen Bereich.

Moderate Ausweitung des Investitionsvolumens

So überrascht es auch, dass immerhin fast 60 % der in die Auswertung einbezogenen Firmen ihre Investitionen in das Sach- und immaterielle Vermögen gegenüber dem Vorjahr ausgeweitet haben. Die durchschnittliche Investitionsquote blieb für die ersten neun Monate 2012 auf dem Niveau des Vorjahres; d. h. die Investitionsausgaben sind im gesamten Firmenkreis weiterhin moderat – in etwa parallel zum wachsenden Umsatz – gestiegen.

Investitionsquote auf dem Niveau des Vorjahres.

Dies widerspricht auf den ersten Blick der gesamtwirtschaftlichen Statistik, nach deren Ergebnissen die unternehmerische Investitionstätigkeit in Deutschland schon seit einigen Quartalen rückläufig ist. Die Erklärung für die unterschiedlichen Entwicklungstendenzen liegt darin, dass viele der hier erfassten Unternehmen derzeit verstärkt ihre internationale Präsenz ausbauen. Vor allem in den großen Schwellenländern errichten oder erweitern sie Produktionsstätten und bauen Vertriebs- und Servicestützpunkte auf – wodurch sich die regionalen Schwerpunkte in den Investitionsbudgets verlagern und sich aktuell (auf Firmenebene) ein weiterer Anstieg des gesamten Investitionsvolumens ergibt.

Anstieg der Eigenkapitalquote

Bei der Finanzierung ihrer Aktivitäten setzten die Firmen im Laufe des letzten Jahres weiterhin in hohem Maße eigene Mittel ein. Ermöglicht wurde dies durch die nur wenig verschlechterte Ertragslage. Zudem wurden die vorhandenen Liquiditätsbestände genutzt, die sich merklich reduzierten, aber mit 9,7 % der Bilanzsumme per Ende September 2012 immer noch ein gutes Polster für die Zukunft darstellen – sowohl im Hinblick auf die Absicherung von Risiken als auch die Wahrnehmung von Investitions- und Akquisitionschancen.

Innenfinanzierung von großem Gewicht.

Die Inanspruchnahme von zusätzlichem Fremdkapital hielt sich insgesamt in Grenzen. Die Finanzverbindlichkeiten nahmen zwar etwas stärker zu als die (nur moderat wachsende) Bilanzsumme, wodurch sich ihr Anteil an den gesamten Passiva von 17,9 % auf 18,2 % erhöhte. Aber immerhin fast jedes zweite der analysierten Unternehmen hat seine Finanzverbindlichkeiten reduziert. Firmen, deren Verschuldung deutlich anstieg, haben in aller Regel weit über dem Durchschnitt liegende Investitionsausgaben getätigt und/oder Firmenakquisitionen vorgenommen. Darüber hinaus mussten naturgemäß auch Unternehmen, die in die Verlustzone geraten sind, verstärkt auf Fremdmittel zurückgreifen.

Nur geringer Anstieg der Finanzverbindlichkeiten.

Die durchschnittliche Eigenkapitalquote war, auf den 9-Monats-Zeitraum betrachtet, wieder leicht nach oben gerichtet. Sie liegt für den untersuchten Firmenkreis aktuell bei 46,5 %. Mehr als 60 % der erfassten Firmen konnten ihre Quote seit Ende 2011 erhöhen. Nach wie vor ergibt sich für die Einzelwerte eine breite Streuung, wobei die Höhe der Eigenkapitalquote (ebenso wie die gesamte Finanzierungsstruktur) von vielen Einflussfaktoren abhängt, u. a. auch von der Branchenzugehörigkeit und vom Geschäftsmodell.

Eigenkapitalquote tendiert leicht nach oben – auf einen Durchschnittswert von 46,5 %.

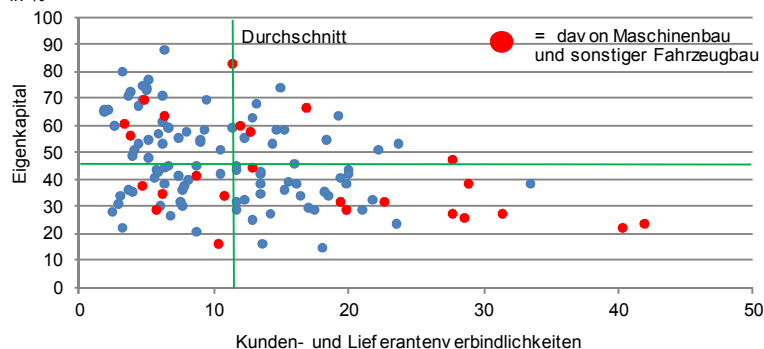
Auffällig ist beispielsweise, dass bei Unternehmen aus dem Maschinen- und Anlagenbau sowie dem Sonstigen Fahrzeugbau (Bahntechnik, Luftverkehrstechnik usw.) die Verbindlichkeiten gegenüber Lieferanten wie auch solche gegenüber Kunden (Anzahlungen) häufig ein überdurchschnittliches Gewicht haben – s. das Schaubild. Sie übertreffen dann meist sogar die Finanzverbindlichkeiten.

Die Auftragsabwicklung, die sich bei solchen Firmen oft über viele Wochen und Monate hinweg erstreckt, wird zu großen Teilen über die Auftraggeber und/oder die Zulieferer finanziert. Den Kunden- und Lieferantenverbindlichkeiten steht dann auf der Aktivseite der Bilanz ein höheres Umlaufvermögen gegenüber. Diese geschäftstypische Ausweitung der Bilanzsumme zieht zwangsläufig eine Reduzierung der Eigenkapitalquote nach sich. Mithin liegen viele Unternehmen aus Maschinenbau und Sonstigem Fahrzeugbau mit ihrer Eigenkapitalquote merklich unter dem Gesamtdurchschnitt.

Starke Streuung der Einzelwerte – auch in Abhängigkeit von Geschäftsmodell und Branche.

Hoher Handelskreditbestand drückt Eigenkapitalquote

Eigenkapital sowie Kunden- und Lieferantenv erbindlichkeiten in Relation zur Bilanzsumme; in %



Quelle: IKB-Auswertung der Abschlüsse von ca. 125 börsennotierten Mittelstandsunternehmen:

Firmen mit einer überdurchschnittlich hohen Eigenkapitalquote sind dagegen typischerweise im Bereich der Spitzentechnologie zu finden. Biotech- und Medizintechnikunternehmen zählen beispielsweise zu den Spitzenreitern in puncto Eigenkapital. Als besonders forschungsintensive Firmen können sie nur in begrenztem Umfang auf Fremdkapital zurückgreifen, sondern müssen ihre stark risikobehafteten Aktivitäten überwiegend mit Risikokapital unterlegen. Eine konsequente Gewinnthesaurierung und Kapitalerhöhungen spielen daher in den Finanzierungsstrategien dieser Firmen eine wichtige Rolle.

Gut gerüstet für künftige Investitionen

Unsere Auswertung börsennotierter Mittelständler zeigt, dass die größeren mittelständischen Firmen die konjunkturellen Störungen, die von der europäischen Staatsschuldenkrise ausgingen, recht gut verkräftet haben. Wenn auch die Umsätze 2012 teilweise rückläufig waren und die Renditen ebenfalls nach unten tendierten, so blieben die meisten Unternehmen auf Kurs. Dank moderater Anpassungsmaßnahmen gelang es ihnen, ihre finanziellen Strukturen weiter zu stabilisieren. Hilfreich war hierbei sicherlich, dass viele Firmen unter dem Eindruck der großen Wirtschaftskrise von 2008/09 ihre Flexibilität nachhaltig erhöht haben und sie nun in der Lage sind, schneller auf Nachfrageschwankungen zu reagieren.

Trotz aller Vorsicht haben die Firmen allerdings ihre Investitionsaktivitäten nur partiell eingeschränkt. Gezielt wurden weiterhin wichtige Projekte umgesetzt, insbesondere im Ausland – mit dem Ziel, die internationale Präsenz planmäßig zu auszubauen.

Insgesamt befinden sich die Mittelstandsunternehmen im Frühjahr 2013 mehrheitlich in einer sehr guten Verfassung. Ihr Ertragsniveau ist trotz der Geschäftsabschwächung im letzten Jahr nur wenig gesunken. Liquide Mittel sind reichlich vorhanden. Die Kapitalstruktur ist solide. Dies sind gute Voraussetzungen, um mit Blick auf künftige Absatzchancen die eigene Marktposition durch entsprechende Investitionen und Firmenakquisitionen weiter zu stärken.

Dr. Günter Kann, Ralf Heidrich

Guenter.Kann@ikb.de

Ralf.Heidrich@ikb.de

Fazit:

Die in den letzten Wochen des alten Jahres publizierten 9-Monatsabschlüsse 2012 börsennotierter Mittelstandsunternehmen und erste Vorab-Meldungen für das Gesamtjahr lassen erkennen, dass das Geschäftsjahr 2012 für die meisten der Firmen noch recht positiv verlaufen ist. Zwar war angesichts der konjunkturellen Eintrübung der Umsatz bei fast einem Drittel der Firmen rückläufig. Bei mehr als der Hälfte ging auch der Ertrag zurück. Aber die Einbußen waren meist nicht gravierend. Zudem bleiben die finanziellen Verhältnisse stabil. Die durchschnittliche Eigenkapitalquote tendierte leicht nach oben. Fast jedes zweite Unternehmen hat seine Finanzverbindlichkeiten reduziert. Die liquiden Mittel, obwohl verstärkt in Anspruch genommen, liegen weiterhin auf einem hohen Niveau. Insofern sind die Firmen gut gerüstet, wenn es darum geht, bei wieder anziehender Konjunktur die Investitionstätigkeit zu forcieren, um ihre Position im Markt zu sichern und auszubauen.

Finanzierungsmuster wandeln sich

Unternehmensfinanzierung in den Jahren 2011 und 2012

Die Finanz- und Wirtschaftskrise Ende des letzten Jahrzehnts ist wie erwartet nicht ohne Folgen für die Unternehmensfinanzierung geblieben – zumal die Staatsschuldenkrise inzwischen für neuerliche Unruhe an den Finanzmärkten gesorgt hat. Die unternehmerischen Finanzierungsmuster, wie sie in den beiden letzten Jahren zu beobachten waren, liefern einige Erkenntnisse darüber, wie und in welchem Ausmaß die Unternehmen angesichts der Entwicklungen im Banken- und Finanzsektor ihre Finanzierungsstrategien geändert haben.

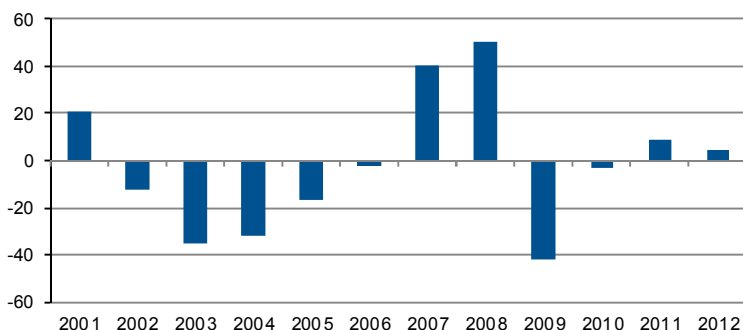
Sehr schwaches Kreditwachstum

Bemerkenswert ist zunächst, dass die Unternehmen zuletzt ihre Verschuldung gegenüber dem inländischen Bankensystem insgesamt nur geringfügig – 2012 um rd. 4 Mrd. € und 2011 um rd. 9 Mrd. € (d.h. um 0,5 bzw. 1 %) – ausgeweitet haben. Die Neuaufnahme von Krediten blieb also in beiden Jahren – etwa im Vergleich zu 2007 und 2008 – äußerst schwach (s. das Schaubild). Dabei hätte man angesichts der beträchtlichen Rückführung der Verbindlichkeiten in der Krise und zu Beginn des Aufschwungs durchaus mit einer kräftig anziehenden Kreditnachfrage rechnen können. Ende 2012 lagen die an Unternehmen und Selbstständige ausgereichten Kredite immer noch um mehr als 30 Mrd. € unter dem Niveau von Ende 2008 – und übertrafen nur knapp den Stand von Mitte 2000.

Kreditvergabe an Unternehmen ist 2011 und 2012 nur wenig angestiegen, ...

Nur noch schwaches Kreditwachstum

Veränderung des Bestandes an Krediten an inländische Unternehmen und Selbstständige in Mrd. € ¹⁾



¹⁾ ohne Wohnungsbau sowie Finanzierungsinstitutionen und Versicherungen
Quellen: Deutsche Bundesbank; eigene Berechnungen

Innerhalb des Bankensektors verlief die Entwicklung allerdings unterschiedlich. Sparkassen und Kreditgenossenschaften haben in den Nachkrisenjahren ihre Kreditvergabe kontinuierlich ausgeweitet. Bei den privaten Banken gab es zwar 2011 einen vorübergehenden Anstieg; ansonsten aber stagniert hier das Kreditvolumen weit unterhalb bisheriger Höchststände. Die Gruppe der Landesbanken reduziert im Zuge der

... wobei die Entwicklung innerhalb des Bankensektors sehr unterschiedlich verlief.

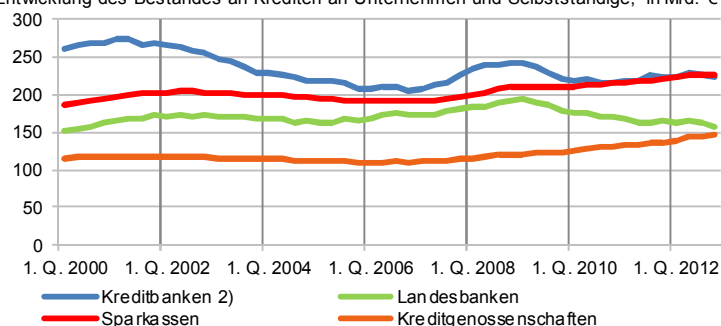
durch die Krise erzwungenen Neuorientierung Jahr für Jahr ihren Bestand an Unternehmenskrediten – 2011 und 2012 um insgesamt 11,5 Mrd. €. Die Schwerpunkte der Kreditfinanzierung verlagern sich offensichtlich immer mehr hin zu Sparkassen und Genossenschaftsbanken.

Diese Entwicklung betrifft im Wesentlichen unterschiedliche Kundengruppen. Kleine und mittlere Firmen haben bei ihren wichtigsten Bankpartnern, den Sparkassen und Kreditgenossenschaften, wohl weiterhin einen breiten Finanzierungsspielraum – und nutzen ihn auch. Die Kreditanspruchnahme seitens größerer Unternehmen – primär Kunden bei Groß-, Auslands- und Landesbanken – nimmt dagegen tendenziell ab; für sie werden Alternativen immer wichtiger.

Die Kreditanspruchnahme seitens größerer Unternehmen nimmt tendenziell ab.

Kreditwachstum konzentriert sich auf Sparkassen und Kreditgenossenschaften

Entwicklung des Bestandes an Krediten an Unternehmen und Selbstständige; in Mrd. €¹⁾



1) ohne Wohnungsbau sowie Finanzierungsinstitutionen und Versicherungen

2) Großbanken, Regionalbanken, Zweigstellen ausländischer Banken

Quellen: Deutsche Bundesbank; eigene Berechnungen

Keine Angebotsverknappung zu erkennen

Hinweise darauf, dass die Kreditentwicklung vor allem durch Verknappungen auf der Angebotsseite belastet wird, gibt es allerdings bislang nicht. Indikatoren zum Kreditvergabeverhalten der Banken lassen erkennen, dass es schon seit Anfang 2010 angebotsseitig keine fühlbaren Einschränkungen gibt. Die Kreditgewährung wird im Unternehmenssektor als wenig restriktiv empfunden. Dies gilt auch für die größeren Firmen. Gemäß Ergebnissen des Bank Lending Survey der Deutschen Bundesbank haben die Banken allenfalls seit etwa Mitte 2012 – wohl unter dem Eindruck der sich abschwächenden Konjunktur – die Kreditstandards für Unternehmenskredite geringfügig verschärft, in erster Linie für solche an große Unternehmen.

Unternehmen aller Größenklassen empfinden die Kreditgewährung der Banken als wenig restriktiv.

Die Gründe für den sehr verhaltenen Anstieg der Kreditfinanzierung sind mithin weniger auf der Angebots- als vielmehr auf der Nachfrageseite zu finden: Entscheidend waren vor allem ein relativ geringer Finanzierungsbedarf wie auch eine verstärkte Substitution von Krediten durch andere Finanzierungsinstrumente.

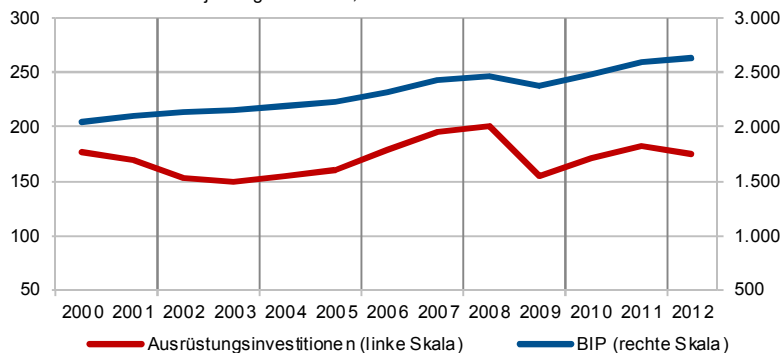
Nur moderater Finanzierungsbedarf trotz kräftiger Geschäftsausweitung

In punkto Finanzbedarf ist festzustellen, dass die Unternehmen ihre Investitionstätigkeit seit der Wirtschafts- und Finanzkrise eher vorsichtig ausgeweitet haben. Die gesamtwirtschaftlichen Ausrüstungsinvestitionen (nominal) haben im zurückliegenden Aufschwung längst nicht das Spitzenniveau von 2007/08 erreicht. 2012 waren sie erneut rückläufig und lagen noch unter dem Niveau des Jahres 2000 (s. das Schaubild). Zum Vergleich: Das Bruttoinlandsprodukt (in jeweiligen Preisen gerechnet) ist seit 2000 um fast 30 % angestiegen. Schwach blieben auch die gewerblichen Bauinvestitionen. Insgesamt deutet also die Investitionsentwicklung – soweit sie das Inland betrifft – auf einen begrenzten Kreditfinanzierungsbedarf hin. Nicht berücksichtigt sind hier die im Ausland getätigten Investitionen, die in den letzten Jahren recht umfangreich gewesen sein dürften – für deren Finanzierung haben zumindest die größeren Unternehmen vermutlich auch internationale Kapitalquellen genutzt.

Geringes Investitionsvolumen dämpft den Finanzierungsbedarf.

Schwache Investitionsentwicklung begrenzt Finanzierungsbedarf

Investitionen und BIP in jeweiligen Preisen; in Mrd. €



Quelle: Statistisches Bundesamt

Hinzu kommt, dass auch die Akquisitionstätigkeit vergleichsweise verhalten blieb. Zwar wurden sowohl 2011 als auch 2012, vor allem im Mittelstand, zahlreiche Firmen- und Beteiligungsübernahmen getätigt, aber meist handelte es sich um kleinere Transaktionen, vor allem im Ausland oder zur Arrondierung der Angebotspalette. Größere M&A-Geschäfte, die umfangreichen Krediteinsatz erfordert hätten, waren eher selten. Insgesamt blieb das Transaktionsvolumen deutlich hinter den Volumina zurück, die Mitte des letzten Jahrzehnts üblich waren.

Auch in punkto Akquisitionen hielten sich die Unternehmen zurück.

Schließlich wurde auch beim Working Capital vorsichtig disponiert. Viele Unternehmen haben die Krise genutzt, um ihre Effizienz dauerhaft zu steigern. Der Aufschwung machte nun zwar ein Aufstocken der Vorräte und Forderungsbestände erforderlich, aber dank eingeleiteter Optimierungsmaßnahmen hielt sich der Mittelbedarf in Grenzen – dies erklärt zum Teil auch die besonders schwache Entwicklung bei den kurzfristigen Bankkrediten.

Insgesamt haben die Unternehmen den Aufschwung nach der Krise ohne eine starke Ausweitung ihrer Vermögenspositionen (und damit auch des Finanzierungsvolumens) bewältigt. Legt man die Daten aus der Unternehmensabschlussstatistik der Deutschen Bundesbank zugrunde, so hat sich die aggregierte Bilanzsumme der Unternehmen im Zeitraum 2009 bis 2011 nur halb so stark erhöht wie der Umsatz, während in den beiden vorangegangenen Aufschwungphasen beide Größen annähernd parallel gestiegen waren.

Alternativen zum Kredit sind gefragt

Allerdings erklärt der moderate Anstieg des Finanzierungsbedarfs die verhaltene Kreditentwicklung nur zum Teil. Eine wesentliche zweite Ursache ist ein verstärkter Einsatz anderer Finanzierungsbausteine.

Eigene Mittel. So haben die Unternehmen vermehrt eigene Mittel in ihre Finanzierungspläne einbauen können. IKB-Bilanzauswertungen der letzten Jahre haben gezeigt, dass der sich positiv entwickelnde Cashflow, gespeist aus hohen Erträgen und hohen (verdienten) Abschreibungen aus den Vorkrisen-Investitionen, einen großen Selbstfinanzierungsspielraum generiert hat, der weitgehend genutzt wurde. Auch 2012 blieben trotz Konjunkturdelle die Erträge auf hohem Niveau. Dank zahlreicher Effizienzmaßnahmen haben viele Firmen ihre Kostenflexibilität erhöht, sodass sie vorübergehende Geschäftsabschwächungen ohne größere Ertragseinbußen abfedern können.

Gute Cashflow-Entwicklung sorgte für einen breiten Selbstfinanzierungsspielraum.

Zudem haben sie in den beiden letzten Jahren verstärkt auf Liquidität zurückgegriffen, die sie im Krisenjahr 2009 und zu Beginn des Aufschwungs aufgebaut hatten. Beispielsweise setzten die von uns regelmäßig untersuchten 125 börsennotierten Mittelstandsunternehmen (aggregierte Bilanzsumme knapp 120 Mrd. €) in den ersten drei Quartalen 2012 liquide Mittel in Höhe von insgesamt etwa 3 Mrd. € ein – während sich gleichzeitig ihre Finanzverbindlichkeiten um 2,5 Mrd. € erhöhten.

Der starke Rückgriff auf eigene Mittel hat im Übrigen mit dazu geführt, dass die Eigenkapitalquote – eher ungewöhnlich für einen kräftigen Konjunkturaufschwung – in den letzten Jahren nicht gesunken ist, sondern stabil blieb bzw. sogar leicht nach oben tendierte.

Viele Unternehmen griffen auch auf externes Eigenkapital zurück: über Kapitalerhöhungen ...

Externes Eigenkapital. Hierzu leistete, wenngleich in begrenztem Umfang, auch die Aufnahme von externem Eigenkapital einen Beitrag. Angesichts der volatilen Märkte blieb zwar die Zahl der Börsengänge gering; kaum mehr als 20 Neuemissionen deutscher Unternehmen verzeichnete die Deutsche Börse in 2011 und 2012. Höher lag aber die Zahl der Kapitalerhöhungen. Etliche Unternehmen haben solche Transaktionen durchgeführt und auf diese Weise ihre finanzielle Basis nachhaltig gestärkt (s. Beispiele in der Übersicht auf der nachfolgenden Seite).

Umfangreiche Mittel flossen insbesondere mittelständischen Unternehmen auch über Private-Equity-Gesellschaften zu. Nach Angaben des zuständigen Verbandes waren es sowohl 2011 als auch 2012 jeweils etwa 6 Mrd. € (s. das Schaubild auf der nachfolgenden Seite), die sich auf jeweils mehr als 1.200 Firmen verteilten. Der größte Anteil davon – etwa drei Viertel – entfiel auf Mehrheitsbeteiligungen / Gesellschafternachfol-

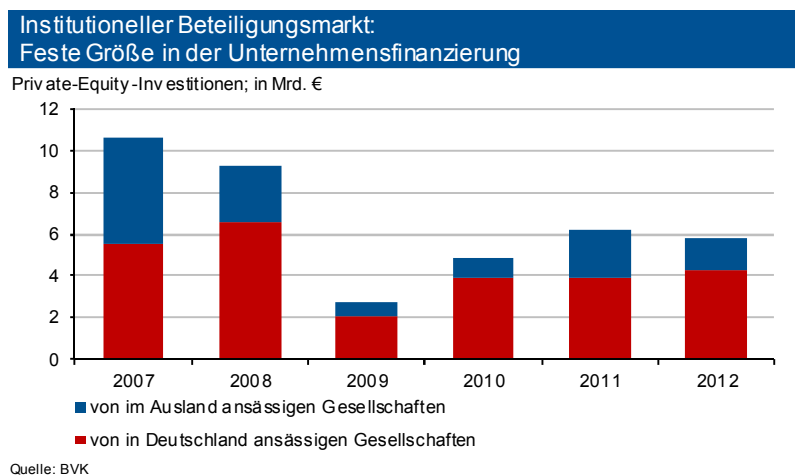
... sowie über Beteiligungen seitens Private-Equity-Gesellschaften oder Family Offices.

Kapitalerhöhungen börsennotierter Unternehmen 2012/13 - Beispiele				
Firma	Branche/Produkte	Umsatz ¹⁾ in Mio. €	Emissions-Zeitpunkt	Bruttoerlös in Mio. €
Südzucker AG, Mannheim	Zucker, Fruchtzubereitungen	6990	Nov 12	451
Indus AG, Bergisch-Gladbach	Beteiligungsgesellschaft	1105	Nov 11	37,2
SAF-Holland S.A., Luxemburg	Kupplungen, Achsen u.a.	830	Nov 12	21,6
Cancom AG, München	IT-Dienstleistungen	545	Okt 12	11,4
VK Mühlen AG, Hamburg	Mahlerzeugnisse	470	Jan 12	13,9
Gesco AG, Wuppertal	Beteiligungsgesellschaft	415	Feb 12	19,6
PWO AG, Oberkirch	Metallkomponenten für den Fahrzeugbau	360	Mai 12	22,8
getgoods.de AG, Frankfurt/Oder	Online-Handel	195	Dez 12	11,7
Tomorrow Focus AG, München	Internetdienste	130	Feb 13	19,2
MIFA AG, Sangershausen	Fahrräder	100	Jul 12	11,2
Analytik Jena AG, Jena	Mess- und Analysetechnik	95	Feb 12	4,9
Softing AG, Haar	Hard-/Software für die Automatisierung	40	Mrz 12	3,5
Beta Systems Software AG, Berlin	Softwarelösungen	40	Aug 12	8,6
Nanogate AG, Götterborn	Hochleistungsflächen	35	Nov 12	4,8

1) Die angegebenen Umsätze beziehen sich auf 2011 oder 2012.
Quelle: Unternehmensangaben

gen, aber immerhin je rd. 1,3 Mrd. € wurden auch für Wachstumsfinanzierungen und als Venture Capital bereitgestellt. Bemerkenswert ist, dass ein großer Teil der Mittel von im Ausland ansässigen Gesellschaften stammt. Zählt man noch die Investitionen hinzu, die von ausländischen Gesellschaften mit lokalem Büro in Deutschland getätigt wurden, so erhöht sich der Auslandsanteil noch einmal beträchtlich, so z.B. 2012 auf drei Viertel. Hierin dokumentiert sich das große Interesse, das ausländische Kapitalgeber dem deutschen Mittelstand entgegenbringen.

Ausländische Kapitalgeber sind interessiert am deutschen Mittelstand.



Nicht durch Zahlen zu belegen ist das zunehmende Engagement von Family Offices in der mittelständischen Wirtschaft. Das Vermögen erfolgreicher Unternehmer und Unternehmerfamilien erweist sich immer mehr als eine interessante Finanzierungsquelle für mittelständische Firmen, auch weil diese Kapitalgeber meist langfristig orientiert sind und viel Know-how einbringen können.

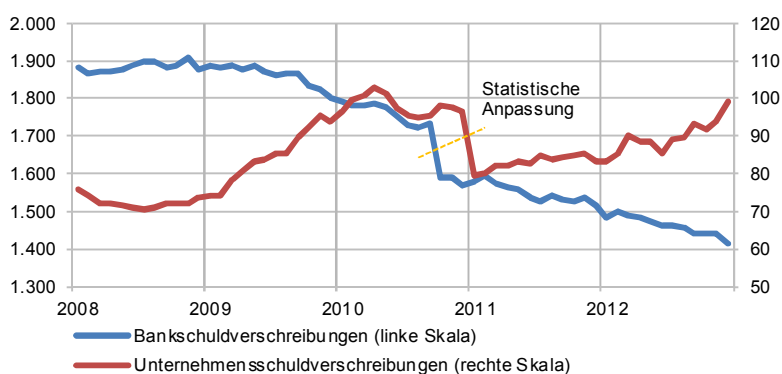
Unternehmensanleihen. Besonders auffällig sind die Substitutionsprozesse zulasten des Bankkredits auf der Fremdfinanzierungsseite. Immer häufiger entscheiden sich Großunternehmen und größere Mittelständler für Unternehmensanleihen, wenn es gilt, mit Blick auf künftige Investitionen und Akquisitionen einen größeren Finanzierungsbedarf zu decken, generell die finanzielle Flexibilität zu erhöhen und/oder die Passivseite neu zu strukturieren.

Im Fremdkapitalbereich gewinnen Anleihen stark an Bedeutung.

Entsprechend nimmt der Umlauf von Unternehmensanleihen seit einigen Jahren tendenziell zu; auch 2011 und 2012 gab es eine deutliche Aufwärtstendenz – während andererseits der Umlauf von Bankschuldverschreibungen rückläufig ist (s. das Schaubild). Für einen größer werdenden Teil des unternehmerischen Finanzierungsbedarfs wird mithin nicht mehr der „Umweg“ über den Bankkredit gewählt, sondern der Kapitalmarkt direkt angesprochen.

Unternehmen gehen verstärkt direkt an den Kapitalmarkt

Umlauf von Bank- und Unternehmensschuldverschreibungen; in Mrd. €



Quelle: Deutsche Bundesbank

Zuletzt waren nicht nur die ganz großen Adressen, die bereits über langjährige Kapitalmarkterfahrung verfügen, hier aktiv. Auch viele renommierte Unternehmen aus der zweiten Reihe haben – zum Teil erstmalig – Bondemissionen durchgeführt (s. Beispiele in der Übersicht auf S. 20). Mit solchen großvolumigen Mittelaufnahmen können die Firmen oft einen wesentlichen Teil ihres für die nächsten Jahre anstehenden Finanzierungsbedarfs decken und gegebenenfalls ihre aktuelle Bankverschuldung signifikant reduzieren. Im aktuellen Marktumfeld sehen einige börsennotierte Unternehmen auch Wandelanleihen als eine gute Option an.

In den letzten beiden Jahren haben viele Unternehmen ihr Debüt am Anleihemarkt gegeben.

Anleihe-Emissionen von Unternehmen 2012/13 - Beispiele					
Firma	Branche/Produkte	Umsatz ¹⁾ in Mio. €	Emissions- zeitpunkt	Emissionsbetrag in Mio. € / Laufzeit (Jahre)	Kupon (%) / Emissionskurs (%)
Celesio AG, Stuttgart	Pharmahandel- und -service	23.025	Okt 12	350 / 4	4,0
Otto Group, Hamburg	Handel/Dienstleistungen	11.600	Okt 12	300 / 7	3,875
Schaeffler Gruppe, Herzogenaurach	Wälzlager, Kupplungen u. a.	10.700	Jun 12	300 / 5	6,75
Biffinger SE, Mannheim	Engineering, Service	8.210	Nov 12	500 / 7	2,375 / 99,892
Scholz AG, Essingen	Metallhandel und -recycling	5.290	Feb 12	150 / 5 ²⁾	8,5
HELLA KGaA Hueck & Co., Lippstadt	Kfz-Lichttechnik, -elektronik	4.810	Jan 13	500 / 7	2,375
KION Group GmbH, Wiesbaden	Flurförderzeuge	4.370	Feb 13	450 / 7 200 / 7 ³⁾	6,75 4,5 + 3M- Euribor
MTU Aero Engines AG, München	Triebwerke	3.380	Jun 12	250 / 5	3,0
HORNBACH- Baumarkt-AG, Bornheim	Baumärkte	3.000	Feb 13	250 / 7	3,875 / 99,25
Sixt AG, Pullach	Autovermietung und -leasing	1.565	Mai 12	250 / 6	3,75
SAF-Holland S.A., Luxemburg	Kupplungen, Achsen u. a.	830	Okt 12	75 / 6	7,0
Techem GmbH, Eschborn	Energiemanagement	695	Sep 12	410 / 7 325 / 8 ⁴⁾	6,125 7,875
Homann Holzwerk- stoffe GmbH, München	Holzwerkstoffe	180	Dez 12	50 / 5	7,0
Karlsberg Brauerei GmbH, Homburg	Bier	160	Sep 12	30 / 5	7,375
Berentzen-Gruppe AG, Haselünne	Spirituosen	145	Okt 12	50 / 5	6,5
Singulus Technologies AG, Kahl	Optical-Disc-/ Solartechnik-Anlagen	110	Mrz 12	60 / 5	7,75
Wandelanleihen					
Air Berlin PLC, Berlin	Luftverkehr	4.310	Feb 13	140 / 6	6,0 / (25) ⁵⁾
KUKA AG, Augsburg	Roboter	1.740	Feb 13	58,8 / 5	2,0 / (26) ⁵⁾

1) Die angegebenen Umsätze beziehen sich auf 2011 oder 2012.

2) Aufstockung um 32,5 Mio.€ im Februar 2013

3) Variabel verzinslich; Ausgabekurs 99,5 %

4) Nachrangig besicherte Anleihe

5) Wandlungsprämie

Quelle: Unternehmensangaben

Über spezielle Börsensegmente hat sich mittelständischen Firmen in jüngster Vergangenheit ebenfalls ein direkter Zugang zum Kapitalmarkt geöffnet, der gerade in den beiden letzten Jahren intensiv genutzt wurde. Sowohl 2011 als auch 2012 gab es jeweils etwa 30 Emissionen an den Mittelstandsplattformen der verschiedenen deutschen Börsen. Dadurch flossen den emittierenden Firmen in Summe Mittel in Höhe von je etwa 1,3 bis 1,4 Mrd. € zu. Der noch junge Markt ist zwar durch einige Ausfälle belastet worden, aber mit wachsender Transparenz und zunehmenden Qualitätsstandards scheint er sich als wichtige Finanzierungsquelle für den Mittelstand zu etablieren.

Der Gesamtabsatz an Unternehmensschuldverschreibungen von nichtfinanziellen Unternehmen mit Sitz in Deutschland belief sich im letzten Jahr nach Bundesbankangaben auf 33,8 Mrd. €. Rechnet man die Tilgungen ab, so verbleibt netto ein Mittelzufluss von 20,3 Mrd. € (nach 2,7 Mrd. € in 2011). Mithin war im Zweijahreszeitraum 2010/11 das über Anleihen dargestellte Finanzvolumen deutlich höher als das zusätzliche Bankkreditvolumen (rd. 13 Mrd. € – s. oben). Nicht berücksichtigt sind hier zudem Emissionen, die große deutsche Konzerne im Ausland tätigen und aus denen ggf. über gruppeninterne Kreditgewährungen deutschen Standorten Mittel zugeleitet werden.

Mittelzufuhr über den Kapitalmarkt übertraf im Zeitraum 2011/12 den Anstieg des Bankkreditvolumen.

Das Interesse an der Anleihenfinanzierung war und ist vor allem auch deshalb so groß, weil namentlich für gute Adressen die Konditionen stark gesunken sind – dank wachsender Nachfrage nach solchen Papieren seitens der Anleger und Investoren im derzeitigen Niedrigzinsumfeld. Bonitätsstarke Firmen können sich aktuell teilweise günstiger am Kapitalmarkt finanzieren als ihre Banken.

Die Anleihenfinanzierung wird durch das aktuelle Marktumfeld begünstigt.

Darüber hinaus setzt manches Unternehmen auch deshalb nicht mehr in erster Linie auf eine Kreditfinanzierung, weil es erwartet, dass die im Bankensektor anstehenden Regulierungsmaßnahmen zukünftig insbesondere die langfristige Kreditvergabe erschweren und verteuern werden. Daher erscheint ihnen eine stärkere Diversifizierung der Finanzierung sinnvoll.

Schuldscheindarlehen. Dies erklärt auch, warum – vornehmlich im gehobenen Mittelstand – Schuldscheindarlehen derzeit ebenfalls stark gefragt sind. Obwohl von der Konstruktion her eher ein Bankdarlehen, bietet dieses Instrument den Unternehmen u. a. den Vorteil, dass sie den Kreis ihrer Finanzpartner deutlich erweitern und somit die Finanzierung auf eine breitere Basis stellen können. Von Bedeutung ist dabei, dass nicht nur andere inländische Banken sowie Versicherungen an der Übernahme von Darlehenstranchen interessiert sind, sondern zunehmend auch Investoren aus dem Ausland, die gezielt nach Möglichkeiten suchen, in deutsche Unternehmen, auch wenn sie nicht notiert sind, zu investieren.

Schuldscheindarlehen stoßen ebenfalls auf großes Interesse.

Ein wesentlicher Vorteil für die Unternehmen ist es auch, dass über Schuldscheindarlehen mit einem vergleichsweise begrenzten Aufwand ein großes, langfristig verfügbares Finanzvolumen generiert werden kann. Am häufigsten sind Beträge in der Größenordnung von etwa 50 bis um die 100 Mio. €, aber in vielen Fällen wurden zuletzt auch deutlich größere Volumina realisiert. Das Gesamtvolumen für 2012 wird von Marktakteuren auf ca. 12 bis 13 Mrd. € veranschlagt, die sich auf etwa 100 Schuldscheindarlehen verteilen (einige davon auch von ausländischen Unternehmen). Gut 8 Mrd. € stehen für 2011 zu Buche.

Die Finanzierungsmuster werden sich in Zukunft vielfältiger gestalten

Unsere Analyse zeigt also, dass sich – als Reaktion auf die Wirtschafts- und Finanzkrise und die Entwicklungen im Bankensektor – die Finanzierungsstrukturen der Unternehmen merklich verschieben. Die höhere Gewichtung der Eigenfinanzierung hat sich weiter fortgesetzt. Im Rahmen der Fremdfinanzierung ist der klassische Bankkredit für kleine und mittlere Unternehmen erste Wahl geblieben, aber viele Großunternehmen und größere Mittelständler haben weniger Bedarf. Für sie haben Kapitalmarktinstrumente an Bedeutung gewonnen. Unternehmensanleihen und Schuldscheindarlehen kommen vermehrt zum Einsatz, allerdings auch begünstigt durch das aktuell günstige Marktumfeld.

Gleichzeitig wird die Finanzierung stärker international ausgerichtet, da viele Unternehmen ihre Präsenz und damit ihre Investitionstätigkeit im Ausland ausweiten und da sie vermehrt auch internationale Kapitalquellen nutzen.

Zwar ist fraglich, ob sich auf der Fremdfinanzierungsseite der Substitutionsprozess zugunsten der Kapitalmarktfinanzierung in dem zuletzt gesehenen Ausmaß weiter fortsetzen wird. Ändert sich das Finanzmarktumfeld und kommt es zu einer Belebung der Konjunktur und damit der Investitions- und Akquisitionsaktivitäten der Unternehmen, wird sich auch die Nachfrage nach Bankkrediten wieder verstärken. Denn bei vielen Aktivitäten können und wollen auch die großen Firmen nicht auf dieses wichtige (und für bestimmte Finanzierungsanlässe immer noch am besten geeignete) Finanzierungsinstrument verzichten.

Gleichwohl wird auch mittel- und langfristig die traditionelle Kreditfinanzierung im Rahmen der gesamten Unternehmensfinanzierung nicht mehr die dominierende Rolle wie in der Vergangenheit spielen – vor allem mit Blick auf die verschärfte Regulierung im Bankensektor, die zumindest die Inanspruchnahme langfristiger Kredite beeinträchtigen wird. Kapitalmarktinstrumente werden wohl auf Dauer einen gewichtigen Part in der Unternehmensfinanzierung übernehmen. Für Teile des Finanzierungsbedarfs könnten schließlich auch noch andere Finanzierungsquellen Bedeutung erlangen; beispielsweise ist ein zunehmendes Interesse der Versicherungen zu beobachten, dem Unternehmenssektor für bestimmte Verwendungen langfristige Finanzierungen anzubieten. Vieles deutet also darauf hin, dass sich für die Zukunft ein vielfältigeres Muster in der Unternehmensfinanzierung ergeben wird.

Dr. Günter Kann

Guenter.Kann@ikb.de

Fazit

Im Rückblick auf die Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in den beiden letzten Jahren sticht die sehr schwache Zunahme des Bankkreditvolumens besonders ins Auge. Maßgeblich dafür war einerseits ein nur moderater Finanzierungsbedarf, da die Unternehmen bei Investitionen und Akquisitionen zurückhaltend agiert haben. Zum anderen haben sie bei der Finanzierung in hohem Maße auf eigene Mittel zurückgegriffen. Auf der Fremdfinanzierungsseite setzten Großunternehmen und größere Mittelständler, das günstige Marktumfeld nutzend, verstärkt auf Anleihen und Schuldscheindarlehen. Die zu beobachtende Substitution des Bankkredits durch Eigen- und Kapitalmarktfinanzierungen dürfte zwar nicht in dem zuletzt gesehenen Ausmaß voranschreiten. Aber auf lange Sicht wird die klassische Kreditfinanzierung wohl primär bei den kleinen und mittleren Unternehmen ihre dominierende Rolle behalten. Für die größeren Firmen wird dagegen die Finanzierung über den Kapitalmarkt dauerhaft an Gewicht zunehmen.

Rating verbessern, Finanzierungsspielräume sichern

Wie Mittelständler ihr Kreditrating mittels „weicher“ Faktoren verbessern können

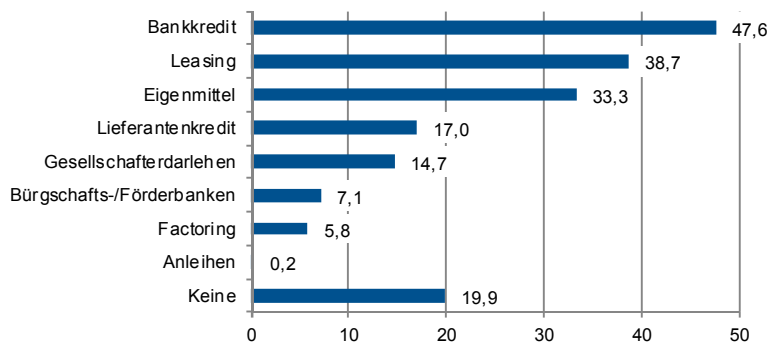
Ganz oben auf der Agenda vieler Mittelständler steht derzeit der Ausbau ihrer nationalen wie internationalen Wettbewerbsposition. Um entsprechende Investitionen oder Innovationen schultern zu können, benötigen die mittelständischen Firmen ausreichende Finanzmittel. Darum ist die Finanzierung gerade heute ein zentrales Thema für den deutschen Mittelstand. Dies gilt umso mehr, als die Finanzierungsmaßnahmen der Unternehmen durch die andauernden Turbulenzen im Bankensektor und an den internationalen Finanzmärkten zusätzlich erschwert werden.

Finanzierung – gerade heute ein wichtiges Thema für den Mittelstand.

Für die meisten mittelständischen und insbesondere kleineren Firmen ist der klassische Bankkredit noch immer das wichtigste Finanzierungsinstrument. Dies bestätigt eine Studie von Creditreform aus dem vergangenen Jahr: Fast die Hälfte der befragten Mittelständler wollte in den nächsten Monaten einen solchen Kredit aufnehmen.

Bankkredite am stärksten nachgefragt

Nutzung geplanter Finanzierungsquellen in den kommenden Monaten
Angaben in %; Mehrfachnennungen möglich



Quelle: Creditreform; Auswertung Frühjahr 2012

Aber auch für größere Mittelstandsunternehmen ist der Bankkredit ein wichtiger Baustein ihrer Finanzierung, selbst wenn ihnen eine breitere Palette an Instrumenten zur Verfügung steht. So haben zahlreiche renommierte Firmen aus dem gehobenen Mittelstand in jüngster Zeit Anleihen emittiert. Gleichwohl bleibt für die meisten Unternehmen auch aus diesem Segment der Kredit die erste Wahl.

Angesichts des hohen Stellenwerts, den der Bankkredit für die Unternehmensfinanzierung noch immer besitzt, sollte jeder Mittelständler sehr genau wissen, wie Banken die Bonität der Kreditnehmer ermitteln, welche Kriterien sie bei der Kreditvergabe zugrunde legen – und was das Unternehmen selbst tun kann, um seine Finanzierung nachhaltig sicherzustellen und deren Konditionen zu verbessern. Der entscheidende Hebel ist hier das Rating, also die Bonitätseinstufung durch die Banken.

Jeder Mittelständler sollte genau wissen, wie eine Bank sein Rating ermittelt.

„Weiche“ Faktoren können das Rating maßgeblich beeinflussen

Das Rating ist als wesentlicher Bestandteil der Kreditentscheidung inzwischen fest etabliert und auch Teil der Regulierung im Rahmen der MaRisk (Mindestanforderungen an das Kreditgeschäft). So ist das Rating nicht nur bei Kreditgewährung zu erstellen, sondern verpflichtend ist auch eine jährliche Überprüfung der Risikoklassifizierung. Die aus dem Rating abgeleitete Ausfallwahrscheinlichkeit beeinflusst – neben der Besicherung und weiteren Strukturelementen – folgerichtig auch die Kreditkonditionen. Diesen Zusammenhang betonen auch die MaRisk: Zwischen der Ratingeinstufung und den Kreditkonditionen soll ein sachlich nachvollziehbarer Zusammenhang bestehen.

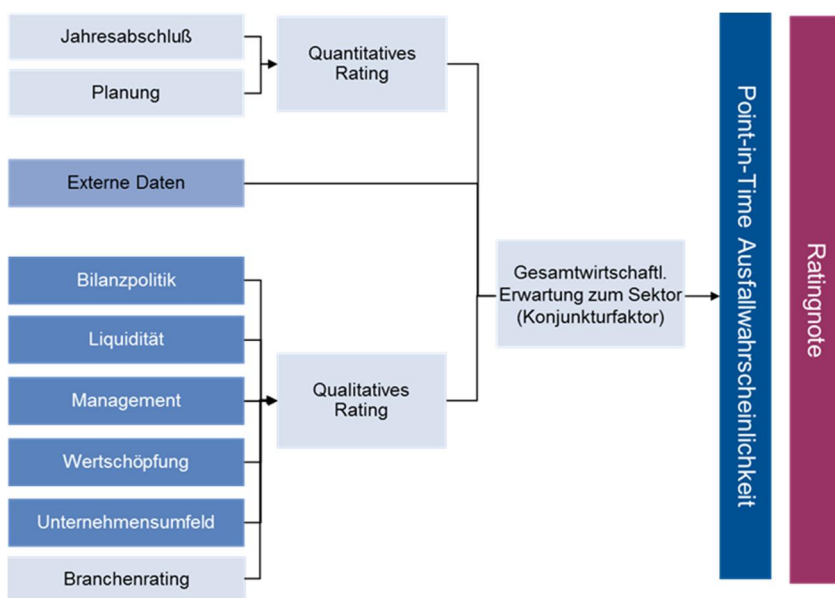
Ausgangspunkt eines Ratings ist in der Regel die quantitative Analyse der Jahresabschlüsse und der Planungen des Unternehmens. Die hieraus abgeleiteten und für das Rating relevanten Kennzahlen wie etwa Verschuldungsgrad, Zinsdeckungsgrad und Eigenmittelquote werden, da sie „berechenbar“ sind, auch als *Hardfacts* oder quantitative Faktoren bezeichnet. Schon allein auf Basis der Kennzahlen lässt sich durch Anwendung statistischer Modelle und unter Berücksichtigung der historischen Daten der Bank eine objektive Aussage zur Ausfallwahrscheinlichkeit treffen.

Die quantitative Analyse der Jahresabschlüsse und der Planungen bildet den Ausgangspunkt des Ratings.

Doch die Ausfallwahrscheinlichkeit ergibt sich nicht allein aus (zumindest teilweise) vergangenheitsbezogenen Zahlen, sondern hängt maßgeblich auch von der zukünftigen Wettbewerbsfähigkeit ab. Um diese einzuschätzen, werden im Rahmen des IKB-Mittelstandsratings u. a. die Position des Unternehmens im relevanten Markt, Alleinstellungsmerkmale, Abhängigkeiten von Lieferanten, Kunden und Rohstoffpreisen sowie die Managementstrukturen berücksichtigt und unter verschiedenen Aspekten untersucht. Da diese Analysefelder kaum „berechenbar“ sind, spricht man hier häufig auch von *Softfacts* oder qualitativen Faktoren.

Aber auch den Softfacts gebührt starke Beachtung.

Aufbau des IKB-Mittelstandsratings



So fragt die Bank z.B., ob die Managementorganisation mit Blick auf die Unternehmensgröße angemessen ist. Gibt es klare Kompetenzfelder? Gibt es eine nach Funktionsbereichen gegliederte Leitungsstruktur? Wie offen kommuniziert das Unternehmen über wesentliche Sachverhalte? Erfolgt eine angemessene Planung? Sind Nachfolgefragen geklärt? Gibt es einen Aufsichtsrat oder Beirat mit entsprechenden Kompetenzen?

Zu den Softfacts zählen u. a. Managementstrukturen, Kontrollsystem, Unternehmenskommunikation und Nachfolgeregelungen.

Isoliert betrachtet, erlaubt keines der Kriterien eine Aussage über die Ausfallwahrscheinlichkeit des Unternehmens. Aber zusammengekommen und ergänzt um Angaben aus den übrigen qualitativen Analysefeldern, ermöglichen die Antworten auf diese Fragen eine Bewertung im Rating, abgeleitet aus den hierzu vorliegenden historischen Daten.

Um dabei zu einem aussagekräftigen Ergebnis zu kommen, ist ein vertrauensvolles und offenes Verhältnis zwischen Unternehmen und Bank unerlässlich. Denn die für das Rating relevanten Informationen lassen sich nur in Gesprächen und aus zumeist nicht öffentlichen Unterlagen gewinnen. Zugleich muss die Bank das Ratingergebnis auch nachvollziehbar erläutern bzw. Gründe für ein unerwartetes Ergebnis darlegen können.

Für das Rating sind die Softfacts nicht weniger wichtig als die Hardfacts. Angenommen, die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Unternehmens ist laut quantitativer Analyse etwas höher als im Durchschnitt aller Kunden, aber auf Basis der vorliegenden Informationen kommt der Risikoanalyst zu einer überdurchschnittlich guten Einschätzung der Softfacts. Qualitativ zukunftsgerichtet betrachtet, ist das Unternehmen also besser zu bewerten als auf Basis der vergangenen Jahresabschlüsse. Das Beispiel zeigt: Erst beide Informationen, Hardfacts *und* Softfacts, zusammengekommen führen zu einem abschließenden Ergebnis. Dieses Ergebnis kann dann deutlich besser ausfallen als eine Betrachtung der Hardfacts allein. So ist es durchaus möglich, dass sich die ermittelte Ausfallwahrscheinlichkeit durch Berücksichtigung der Softfacts halbiert – mit den entsprechenden Auswirkungen auf die Konditionengestaltung. Fehlen den Risikoanalysten der Bank jedoch die für die Beurteilung notwendigen Informationen, so geht dieses „Upside-Potenzial“ verloren.

Aufgrund einer sehr guten Bewertung der Softfacts kann das Gesamtrating gegebenenfalls besser ausfallen als das Ergebnis der quantitativen Analyse.

Über die Softfacts lässt sich das Rating verbessern

Maßnahmen zur Steigerung des eigenen Ratings müssen also an zwei Stellen ansetzen: Das Unternehmen kann seine finanzielle Situation verbessern und/oder die qualitativen Anforderungen von Banken besser erfüllen. Da die Finanzdaten die jeweilige Geschäftslage widerspiegeln, sind sie in der Regel nur längerfristig zu beeinflussen.

Oft sind es daher gerade die weichen Faktoren, die erste Ansatzpunkte zur raschen Verbesserung des Gesamtratings bieten. Hier besteht unmittelbar Handlungsspielraum. Dies wird auch dadurch begünstigt, dass die Ratingfragen meist mit konkreten Vorgaben verbunden sind – entweder das Unternehmen erfüllt die Kriterien oder nicht. Hinzu kommt, dass zum Beispiel Verbesserungen bei den Managementstrukturen, die Neugestaltung der Unternehmensorganisation oder unternehmensstrategische Anpassungen oft entscheidende Impulse für eine Stärkung der Ertrags- und Finanzkraft geben – und somit auf mittlere Sicht auch das quantitative Rating verbessern. Nach den Erfahrungen der IKB unterschätzen Mit-

Für die Unternehmen sind die Softfacts ein wichtiger Ansatzpunkt, ihr Rating zu verbessern.

telständler die Bedeutung der Softfacts zuweilen noch und sind zu sehr auf die quantitativen Eckdaten fokussiert. Gewiss gibt es auch bei den Finanzdaten – zumal im Vergleich mit Großunternehmen – Verbesserungspotenziale; aber es sind die weichen Faktoren, die wegen ihres großen Einflusses auf die endgültige Ratingnote und wegen der Chance, relativ kurzfristig Verbesserungen erzielen zu können, mehr Aufmerksamkeit verdienen.

Initiative MittelstandPlus - Ein Kurzportrait	
Gründung im Mai 2003	
Ziel der Initiative	
<ul style="list-style-type: none"> • Vermittlung von Beiräten und Aufsichtsräten für den deutschen Mittelstand • Über eine Internet-Plattform können Unternehmen gezielt nach geeigneten Kandidaten suchen 	
Vorteil für Unternehmen	
<ul style="list-style-type: none"> • Kostenloser Zugang zu einem breiten und kompetenten Expertenpool • Ausgewogene Besetzung von Bei- und Aufsichtsrat • Wegfall von Interessenkonflikten bei Vermittlungen 	
Hohe Anforderungen an Experten	
<ul style="list-style-type: none"> • Mehrjährige Führungserfahrung als Geschäftsführer/Vorstand • Operative Ergebnisverantwortung >25 Mio. € • Idealerweise längere Erfahrung als Beirat/Aufsichtsrat 	
MittelstandPlus-Informationshotline: (0211)8828325	
www.mittelstandplus.de	

Die Initiative MittelstandPlus vermittelt einen professionellen Beirat

Eine Teilnahme an der Initiative MittelstandPlus eröffnet deutschen Mittelständlern gleich mehrere Möglichkeiten, ihr Rating zu verbessern. Diese gemeinnützige Initiative – unter Schirmherrschaft des Bundesministers für Wirtschaft und Technologie und getragen vom DIHK, von IKB und KfW sowie McKinsey und dem Handelsblatt-Verlag – soll durch Hilfe zur Selbsthilfe den wirtschaftlichen Erfolg im deutschen Mittelstand nachhaltig absichern. So vermittelt die Initiative den Unternehmen einen professionellen Beistand, der sie als Bei- oder Aufsichtsrat bei der Umsetzung ihrer Ziele begleitet.

Die bloße Teilnahme an MittelstandPlus hat mit Blick auf die Fremdkapitalbeschaffung – Stichwort: weiche Ratingfaktoren – den direkten Effekt des professionellen Beirats. Zudem kann der externe Mittelstandsexperte bei der schnellen Verbesserung weiterer qualitativer Faktoren ebenso helfen wie bei der Festlegung operativer und strategischer Maßnahmen zur mittelfristigen Besserung der Finanz- und Ertragslage.

Guido Ludwig/IKB Deutsche Industriebank AG
Guido.Ludwig@ikb.de

Christoph Laut/MittelstandPlus
info@mittelstand-plus.de

Fazit:

Wesentlicher Bestandteil jeder Kreditentscheidung ist das Rating. Diese Bonitätseinstufung muss auf nachvollziehbaren und verbindlichen Kriterien basieren. Was vielen Mittelständlern nicht bewusst ist: Kreditratings wie beispielsweise das IKB-Mittelstandsrating orientieren sich nicht nur an betriebswirtschaftlichen Kennzahlen zur Ertrags- und Finanzsituation, sondern sehr stark auch an qualitativen Faktoren. Erreicht ein Unternehmen bei diesen „weichen“ Faktoren eine gute Gesamtnote, kann dies das Rating insgesamt maßgeblich beeinflussen. Die Initiative MittelstandPlus unterstützt deutsche Mittelständler u. a. dabei, Spielräume zur Verbesserung solcher weichen Faktoren optimal zu nutzen und damit die Fremdkapitalbeschaffung wesentlich zu erleichtern.

Innovationen und Dienstleistungsangebote – Zukunftsstrategien mittelständischer Industriefirmen

Ergebnisse der Herbstbefragung 2012 des BDI-Mittelstandspanels

Die fortschreitende Globalisierung bringt für die deutschen Unternehmen große Absatzchancen mit sich. Aber sie stellt sie auch vor erhebliche Herausforderungen. Denn mit dem Entstehen großer Märkte in den aufstrebenden Schwellenländern wachsen dort starke Unternehmen heran, die rasch zu bedeutenden Konkurrenten gerade der Firmen aus dem deutschen industriellen Mittelstand werden können. Wenn diese Unternehmen konsequent ihre Größenvorteile in ihren lokalen Märkten sowie Standortvorteile, wie etwa günstige Lohn- und Energiekosten, ausspielen, sind sie durchaus in der Lage, in den für sie relevanten Produktfeldern zu weltweiten Marktführern aufzusteigen und auf lange Sicht die herausragende Exportposition deutscher Anbieter zu bedrohen.

Globalisierung führt zu einer Intensivierung des Wettbewerbs, ...

Deutsche Firmen sind daher gut beraten, ihren Marktantritt weiter zu schärfen, um ihre internationale Wettbewerbsstärke abzusichern und auszubauen. Wichtige Ansatzpunkte, um sich in einem zunehmend umkämpften Marktumfeld gegenüber alten und neuen Konkurrenten zu differenzieren, sind dabei verstärkte Innovationsaktivitäten und der Aufbau eines umfassenden ergänzenden Serviceangebots.

In welchem Maße die mittelständischen Industrieunternehmen solche strategischen Optionen wahrnehmen, lässt sich aus Ergebnissen der Herbstumfrage 2012 des sogenannten BDI-Mittelstandspanels ablesen. Hierbei handelt es sich um eine Online-Befragung im Kreis mittelständischer Industriefirmen, die im Auftrag des Bundesverbandes der Deutschen Industrie sowie von IKB und Ernst&Young regelmäßig zweimal im Jahr durch das Institut für Mittelstandsforschung Bonn durchgeführt wird. An der Herbstumfrage 2012, deren Ergebnisse im Dezember letzten Jahres veröffentlicht wurden, beteiligten sich fast 950 Unternehmen.

... was die mittelständischen Firmen zu einer Schärfung ihres Marktantritts zwingt.

Zunehmende Innovationsaktivitäten im industriellen Mittelstand

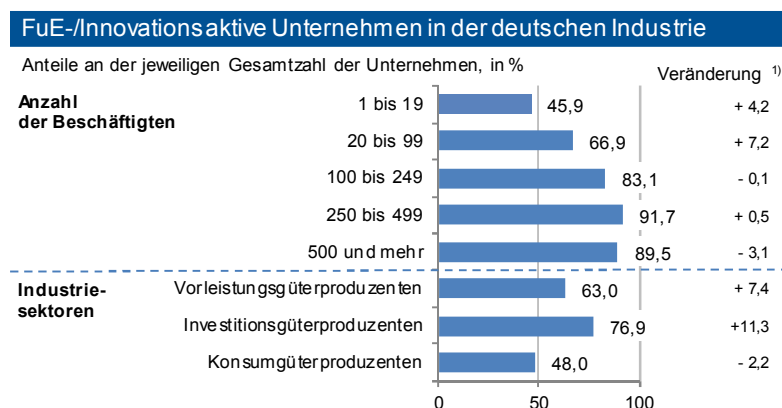
Die mittelständischen Industriefirmen in Deutschland sind auf breiter Front innovationsaktiv – das zeigt die Umfrage deutlich. Über alle Größenklassen hinweg gab weit mehr als die Hälfte der antwortenden Unternehmen an, dass sie derzeit mit Forschungsvorhaben oder mit Neuentwicklungen befasst sind oder solche Vorhaben in den letzten zwei Jahren abgeschlossen haben. Der Anteil der innovationsaktiven Unternehmen hat sich dabei seit 2010 um 4 Prozentpunkte erhöht. Besondere Erwähnung verdient auch die Tatsache, dass sechs von zehn Unternehmen in Zukunft ihre FuE-Ausgaben stabil halten und mehr als drei von zehn sie sogar erhöhen wollen. Derzeit geben innovationsaktive Industrieunternehmen im Durchschnitt ca. 4,5 % des Umsatzes für Forschung, Entwicklung und Innovation aus.

4,5 % des Umsatzes fließen im Durchschnitt in Forschung, Entwicklung und Innovation.

Wie zu erwarten, liegt die Innovationsbeteiligung der kleineren Industriefirmen deutlich unter dem Durchschnitt, denn viele von ihnen sind in Produktfeldern bzw. Bereichen der industriellen Wertschöpfungsketten tätig, in denen Kriterien wie Qualität, Präzision und Flexibilität wichtiger

sind als immer neue Produktlösungen. Dagegen erscheint es bemerkenswert, dass schon in den mittleren Größenklassen gut zwei Drittel der Unternehmen Innovationen durchführen. Mit zunehmender Unternehmensgröße steigt die Innovationsbeteiligung dann auf ca. 90 % an (s. das Schaubild unten). Hier bleibt im Übrigen der Anteil der innovationsaktiven Firmen auf hohem Niveau weitgehend konstant, während er in den beiden unteren Größenklassen gegenüber dem Jahr 2010 erfreulicherweise merklich zugenommen hat.

Anteil der innovationsaktiven Unternehmen steigt in den oberen Größenklassen auf 90 %.



1) Im Vergleich zur Frühjahrsbefragung 2010, Angaben in Prozentpunkten
Werte hochgerechnet
Quelle: BDI-Mittelstandspanel Herbst 2012

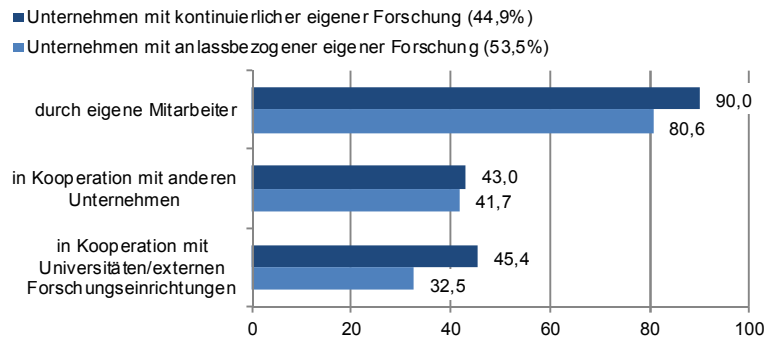
Das Antwort-Profil dokumentiert, dass die Unternehmen des industriellen Mittelstands in Deutschland in hohem Maße bestrebt sind, durch ein innovatives Produktangebot ihre derzeit gute Wettbewerbsposition an den internationalen Märkten abzusichern. Dabei stimmt vor allem zuversichtlich, dass gerade in der Investitionsgüterindustrie, die unter allen Industriesektoren am stärksten international orientiert ist, die Innovationsbeteiligung besonders hoch ist und nach der Krise auch am stärksten zugenommen hat. Außerdem wenden die Investitionsgüter-Hersteller im Durchschnitt einen signifikant höheren Anteil ihres Umsatzes für Innovationen auf (5,4 %) als die Vorleistungsproduzenten (4,5 %) und die Hersteller von Konsumgütern (3,7 %).

Innovationsneigung der Investitionsgüterhersteller besonders ausgeprägt.

Die Investitionsgüterproduzenten sind auch die diejenigen, die am häufigsten von allen Firmen kontinuierlich Forschung und Entwicklung betreiben. Bezogen auf die Gesamtheit der industriellen Unternehmen, überwiegt indes eine eher anlassbezogene FuE- bzw. Innovationstätigkeit – wobei sich jedoch mit zunehmender Unternehmensgröße und mit steigender Exportorientierung der Anteil der Firmen, die von kontinuierlichen FuE- bzw. Innovationsanstrengungen berichten, von 40 auf 81 % bzw. von 23 auf 63 % erhöht.

Ausgestaltung der FuE-Aktivitäten in der deutschen Industrie

Anteile an der Gesamtzahl der Unternehmen, in %



Werte hochgerechnet
Quelle: BDI-Mittelstandspanel Herbst 2012

Kooperationen bei Neuentwicklungen weit verbreitet

Sowohl bei den Firmen, die kontinuierlich an Neuentwicklungen arbeiten, als auch bei solchen, die dies nur anlassbezogen tun, stehen Aktivitäten im eigenen Unternehmen im Vordergrund (s. das Schaubild oben). Erstaunlich weit verbreitet ist allerdings in beiden Fällen auch die Kooperation mit anderen Unternehmen. Jeweils mehr als 40 % der Firmen geben an, dass sie bei Innovationsvorhaben auf die Zusammenarbeit mit unternehmerischen Partnern setzen. Gerade in der intelligenten Verknüpfung von unterschiedlichem Know-how liegt eine Stärke der deutschen Industrie – ein bedeutender Wettbewerbsvorteil gegenüber Ländern, in denen die industrielle Basis sehr viel schmäler und das über Jahrzehnte akkumulierte Industrie-Know-how oft weitaus geringer ist als in Deutschland.

Mehr als 40 % der Unternehmen arbeiten bei Neuentwicklungen mit Partnern zusammen.

Auch die Zusammenarbeit mit Universitäten und externen Forschungseinrichtungen wird von den Industrieunternehmen gepflegt (s. nochmals das Schaubild oben); sie ist allerdings bei den kontinuierlich innovierenden Firmen deutlich stärker ausgeprägt als bei denjenigen, die eher anlassbezogen Innovationsprojekte angehen.

Gerade hier aber liegt auch für Firmen, die bisher nicht oder kaum mit Neuentwicklungen befasst sind, eine große Chance, sich ohne großen Investitionsaufwand mit dem Thema „Innovation“ zu befassen. Das Reservoir an technologischen Erkenntnissen und Produktideen, über das die wissenschaftlichen Einrichtungen verfügen, ist äußerst umfangreich – und könnte vielen mittelständischen Unternehmen entscheidende Impulse für die Entwicklung neuer Produkte liefern.

Noch Spielraum bei der Nutzung von technologischen Erkenntnissen der Forschungseinrichtungen.

Wettbewerbsvorteile durch Dienstleistungsangebote

Ein wirkungsvolles Instrument, um sich gegenüber aufstrebenden Wettbewerbern zu behaupten, ist auch der Aufbau eines umfassenden Serviceangebotes. Wenn Industrieunternehmen ihre Produkte um begleitende Dienstleistungen ergänzen, können sie sich oft neue Kundenkreise erschließen bzw. die Bindung zu ihren bisherigen Kunden festigen. Denn für den Kunden erhöht sich der Nutzen aus dem Produkt häufig recht erheblich, wenn er auf zusätzlichen Service zurückgreifen kann. Mit der

Kombination aus Produkt und Service sind Anbieter daher in einer besseren Ausgangsposition, auch wenn die Konkurrenz die Produkte selbst deutlich preiswerter liefern kann.

Die aktuelle Panel-Umfrage zeigt, dass heute bereits mehr als 75 % der deutschen Industrieunternehmen in irgendeiner Form zusätzliche Dienstleistungen anbieten. In den oberen Größenklassen (ab 250 Beschäftigte) sind es sogar fast 90 %. Abstufungen gibt es, wie zu erwarten, im Sektorenvergleich. Aber sie sind nicht sehr ausgeprägt. Die Investitionsgüterproduzenten sind besonders aktiv; hier liegt der Wert bei 82 % – was angesichts der Komplexität ihrer Produkte nicht überraschen kann. Etwas weniger verbreitet ist ein komplementäres Dienstleistungsangebot in der Konsumgüterindustrie (69 %) sowie bei den Herstellern von Vorleistungsgütern (71 %).

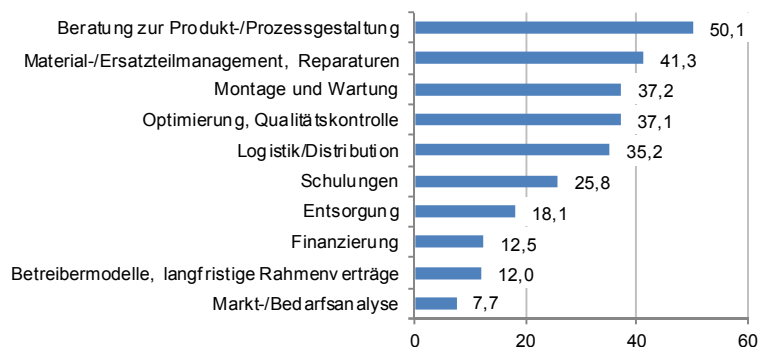
Die meisten Industrieunternehmen bieten auch produktbegleitende Dienstleistungen an.

Die Bandbreite der ergänzend angebotenen Dienstleistungen ist recht groß. An erster Stelle stehen solche Leistungen, die relativ produktnah sind, wie insbesondere „Beratung“ – die Hälfte der Firmen gibt an, ihre Kunden in dieser Weise zu unterstützen. Jeweils mehr als ein Drittel der Unternehmen bietet Reparaturen und Ersatzteilmanagement, Montage und Wartung, Optimierung sowie Logistik/Distribution an. Schulungen sind ebenfalls noch ein wichtiger Aspekt. Sonstige Dienstleistungen wie Finanzierung, Betreibermodelle oder Markt- und Bedarfsanalysen haben eine deutlich geringere Bedeutung, sind allerdings auch nur für bestimmte Produktbereiche relevant.

Neben Beratung stehen Dienstleistungen wie etwa Reparaturen, Ersatzteilmanagement, Wartung und Logistik im Vordergrund.

Industriefirmen als Dienstleister

Anteil der Firmen, die die jeweiligen Serviceleistungen erbringen, in %



Werte hochgerechnet
Quelle: BDI-Mittelstandspanel Herbst 2012

Gefragt nach den Motiven für ein zusätzliches Dienstleistungsangebot, nennen die Unternehmen am häufigsten die Erhöhung der Kundenzufriedenheit bzw. -bindung (fast 90 %) sowie die Differenzierung gegenüber Wettbewerbern (66 %). Fast die Hälfte der Firmen sieht im Ausbau der Serviceleistungen zudem eine gute Möglichkeit, die eigenen Erträge zu steigern. Hierbei haben sie wohl auch im Blick, dass die Umsätze und

Erträge aus dem Servicegeschäft in aller Regel weniger konjunkturreaktiv sind als diejenigen aus dem Produktabsatz. Das Dienstleistungsangebot kann also wesentlich dazu beitragen, die Ertragsentwicklung zu stabilisieren.

Mittelständische Industrieunternehmen auf gutem Weg

Die Ergebnisse der jüngsten Umfrage im Rahmen des BDI-Panels lassen mithin deutlich das Bemühen der mittelständischen Industriefirmen erkennen, mit ständigen Neuentwicklungen ihre gute Position an den internationalen Märkten auch in einem sich verändernden Markt- und Wettbewerbsumfeld zu behaupten. Innovationen bei Produkten und Prozessen eröffnen den Firmen die Chance, ihren Vorsprung vor wichtigen Wettbewerbern zu sichern.

Bemerkenswert ist, dass sich die Innovationsaktivitäten keineswegs nur auf einen begrenzten Kreis von Unternehmen beschränken, sondern sehr breit angelegt sind und von einem wachsenden Teil der kleineren Firmen mitgetragen werden. Auch die Möglichkeit, mit einem produktbegleitenden Dienstleistungsangebot gegenüber einer erstarkenden Konkurrenz im Vorteil zu bleiben, wird offensichtlich zunehmend genutzt.

Gelingt es den Unternehmen, ihre Aktivitäten auf diesen Feldern noch weiter zu verstärken, bestehen gute Aussichten, dass der deutsche Mittelstand auch in Zukunft erfolgreich sein wird.

Dr. Günter Kann, Margit Hogenkamp

Gunter.Kann@ikb.de

Margit.Hogenkamp@ikb.de

Fazit:

Ein Fragenkomplex im Rahmen der Herbstbefragung 2012 des BDI-Mittelstandspanels galt den Innovations- und Serviceaktivitäten der deutschen mittelständischen Industrieunternehmen. Dies sind aus Sicht der Firmen zwei wichtige Ansatzpunkte, um sich in einem sich wandelnden Marktumfeld gegenüber der stärker werdenden Konkurrenz zu behaupten. Es zeigt sich, dass ein sehr großer Teil der Firmen gelegentlich oder kontinuierlich Innovationen durchführt. Dabei steigt die Innovationsbeteiligung mit wachsender Unternehmensgröße rasch auf annähernd 90 % an. Mehr als 40 % der Unternehmen arbeiten bei ihren Neuentwicklungen mit anderen Firmen zusammen. Auch die Kooperation mit Hochschulen und Forschungseinrichtungen ist weit verbreitet, aber noch ausbaufähig. Der Anteil der Firmen, die ihr Produktangebot um Dienstleistungen, wie z. B. Wartung, Ersatzteilmanagement oder Logistik, ergänzen, liegt bei mehr als 75 %. Auch auf diesem Feld nehmen die Unternehmen mithin ihre Chancen wahr, sich gegenüber den Wettbewerbern zu profilieren.

Düsseldorf

Robert Janz
Stefan Thul
Wilhelm-Bötckes-Straße 1
40474 Düsseldorf
Telefon +49 211 8221-4190
Telefon +49 211 8221-4576
Telefax +49 211 8221-2190
Telefax +49 211 8221-2576
Robert.Janz@ikb.de
Stefan.Thul@ikb.de

Berlin

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

Helmut Laux
Seidlstraße 27
80335 München
Telefon +49 89 54512-9821
Telefax +49 89 54512-8821
Helmut.Laux@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

Die in dieser Publikation 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 Publikation enthaltenen Informationen übernimmt die IKB jedoch keine Gewähr. Die von den Autoren geäußerten Meinungen sind nicht notwendigerweise identisch mit Meinungen der IKB. Die Beiträge sind weder als Angebot noch als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers oder eines sonstigen Anlagetitels zu verstehen.

Düsseldorf, im März 2013.
Redaktionsschluss: 08. März 2013

Bereich Volkswirtschaft und Research der IKB Deutsche Industriebank AG
Wilhelm-Bötckes-Straße 1, 40474 Düsseldorf
Redaktion: Ralf Heidrich und Dr. Günter Kann
Telefon +49 211 8221-4750 und -4499
E-Mail Ralf.Heidrich@ikb.de
ISSN 2194-833X