

## **4 Mittelstandsfinanzierung im Lichte des Finanzmarktwandels: Probleme, Herausforderungen und Möglichkeiten**

### **4.1 Einleitung**

Führen die Veränderungen auf den Finanzmärkten zu Finanzierungserschwernissen bzw. zu einer Kreditverknappung für den Mittelstand? Welche Möglichkeiten haben kleine und mittlere Unternehmen, auf die veränderten Finanzierungsbedingungen zu reagieren? Welche Instrumente werden derzeit bereits genutzt, welche könnten in Zukunft von Bedeutung sein?

Diese und andere Fragen waren in den letzten Jahren wiederholt Gegenstand öffentlicher Aufmerksamkeit. Das Interesse daran gründet zum einen in der großen Bedeutung des Mittelstands für die Gesamtwirtschaft in Deutschland. Zusätzliche Relevanz gewinnen die Fragen vor dem Hintergrund der anhaltend hohen Arbeitslosigkeit und der zwischen 2002 und 2004 gesunkenen Investitionen des Mittelstands<sup>130</sup>. So wurde die Befürchtung geäußert, dass die zurückhaltende Investitionstätigkeit der kleinen und mittleren Unternehmen nicht nur auf die konjunkturellen Schwierigkeiten, sondern auch auf den Wandel der Finanzmärkte und damit auf die von vielen Mittelständlern berichteten Schwierigkeiten der Unternehmensfinanzierung zurückzuführen sei. Der Mittelstandsmonitor 2006 will dazu beitragen, die Diskussion um diese Fragen auf ein fachlich solides Fundament zu stellen.

In Abschnitt 4.2 wird gezeigt, weshalb die Finanzierung der mittelständischen Unternehmen in Deutschland bislang so stark auf Bankkrediten fußte. Danach wird erläutert, wie und warum sich das Verhalten der Banken in der Kreditfinanzierung in den letzten Jahren geändert hat, und die Frage diskutiert, ob der Rückgang der Neukreditvergabe an Unternehmen in den Jahren 2002-2004 eine Folge der Änderungen auf dem Finanzmarkt war oder ob die Unternehmen wegen der konjunkturell bedingten Investitionszurückhaltung weniger Kredite nachgefragt haben. Der vierte Abschnitt rückt die finanzielle Situation des Mittelstandes in den Mittelpunkt. Anhand der Eigenkapitalquote und der Ausfallwahrscheinlichkeit wird analysiert, ob sich Verbesserungen abzeichnen, welche unmittelbar den Erhalt von Krediten bzw. den zu zahlenden Kreditzins beeinflussen. Im Anschluss daran werden Finanzierungsoptionen zur Stärkung der Eigenkapitalausstattung diskutiert, deren Bedeutung in Zukunft zunehmen dürfte. Wesentliches Augenmerk gilt dabei der Herausarbeitung spezifischer Besonderheiten der Finanzierungsoptionen, insbesondere im Hinblick auf die Kontroll- und Einwirkungsrechte, welche die Kapitalgeber im Gegenzug für die Kapitalbereitstellung erhalten. Das Kapitel schließt mit einem Gesamtfazit, welches die wesentlichen Ergebnisse und deren Bewertung zusammenfasst.

---

<sup>130</sup> Reize (2005), S. 20f.

## 4.2 Finanzierung im Mittelstand: Spezifika und Ursachen

Die Mittelstandsfinanzierung beruht in Deutschland traditionell auf zwei Säulen: Auf der Innenfinanzierung, zumeist aus einbehaltenen Gewinnen, sowie auf Bankkrediten. Diese Grundstruktur haben auch die Umbrüche im Finanzierungsumfeld des Mittelstandes, die im Folgenden dargestellt werden, nicht geändert. Beleg hierfür ist z. B. die jüngste Unternehmensbefragung der KfW<sup>131</sup> zur Finanzierung in kleinen und mittleren Unternehmen.

Der Mittelstand hat hinsichtlich seiner beiden wichtigsten Finanzierungsquellen deutliche Präferenzen: Die befragten Mittelständler attestieren der Innenfinanzierung die höchste Bedeutung für ihre derzeitige Unternehmensfinanzierung. Eine substantielle Inanspruchnahme externer Kapitalgeber kommt für kleine und mittlere Unternehmen in der Regel nur dann in Frage, wenn geplante Investitionen das eigene Innenfinanzierungspotenzial überschreiten. In diesen Fällen erfolgt die Deckung des verbleibenden Kapitalbedarfs von außen, und zwar überwiegend über Bankkredite. Daher rangieren in der Befragung an zweiter und dritter Stelle kurz- und langfristige Bankkredite, wenn auch mit deutlichem Abstand. Die Kreditfinanzierung über Banken ist damit weiterhin die wichtigste externe Finanzierungsquelle für den Mittelstand. Diese Stellung wird ihr auch zukünftig zukommen, wenn auch leichte Bedeutungsverluste zu erwarten bzw. schon jetzt erkennbar sind.<sup>132</sup>

Andere bedeutsame Finanzierungsquellen für den Mittelstand sind in der Gesamtbetrachtung lediglich noch Leasing und Lieferantenkredite. Vor allem Leasing hat in den vergangenen Jahren deutlich an Relevanz für mittelständische Unternehmen gewonnen.<sup>133</sup> Beide Instrumente vermögen aber in der Regel nur einen recht begrenzten Beitrag zur Unternehmensfinanzierung zu leisten. Sie sind somit eher als Ergänzungen zum Bankkredit, weniger als vollwertige Alternativen aufzufassen.

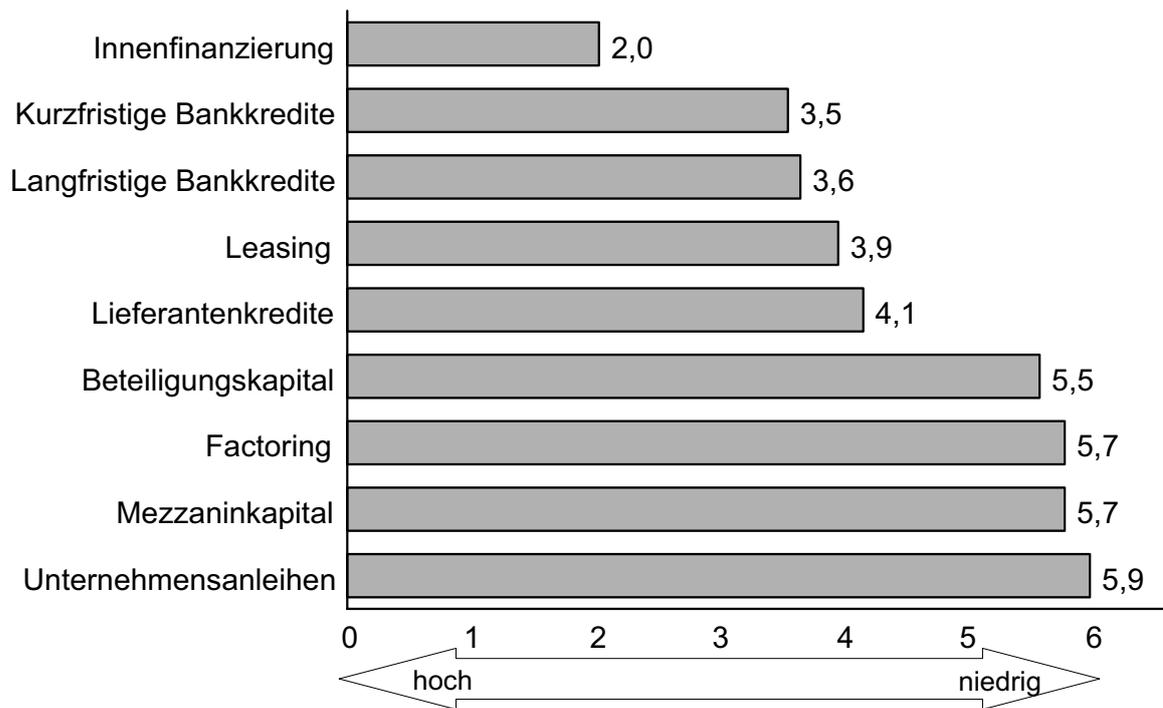
Anders verhält es sich mit Finanzierungsoptionen wie Beteiligungskapital, Mezzaninkapital oder Anleihen. Sie werden bislang zwar nur von wenigen, meist größeren Mittelständlern genutzt, für diese stellen sie jedoch häufig eine wichtige Finanzierungsquelle dar, insbesondere wenn die Mittel für Turnarounds, Buy-outs, Übernahmen oder zur Finanzierung schnellen Wachstums eingesetzt werden sollen.

---

<sup>131</sup> Zimmermann/Schuhmacher (2005).

<sup>132</sup> Siehe auch: BDI/Ernst & Young (2003), S. 141ff.

<sup>133</sup> Zum Leasing im Mittelstand siehe ausführlich Haunschild (2004).



Quelle: KfW 2005, S. 48.

**Grafik 4.1 Bedeutung unterschiedlicher Finanzierungsoptionen für die derzeitige Unternehmensfinanzierung im Mittelstand (0 = hoch; 6 = niedrig)**

Das Primat der Innenfinanzierung bei gleichzeitiger Dominanz der Kreditfinanzierung über Banken im Bereich der externen Kapitalaufnahme verdeutlichen die Ergebnisse von MIND 05<sup>134</sup> und der KfW-Unternehmensbefragung 2005.<sup>135</sup> So betrachten rund drei Fünftel der Mittelständler Bankkredite als sehr wichtig oder gar unverzichtbar für ihre Unternehmensfinanzierung.<sup>136</sup> Das Zusammenspiel beider Säulen der Mittelstandsfinanzierung wie auch ihr unterschiedlicher Stellenwert zeigt sich auch darin, dass rund 80 % der befragten Mittelständler mit Kapitalbedarf planen, diesen in den nächsten 12 Monaten auf dem Wege der Innenfinanzierung zu bestreiten. Bankkredite wollen ca. 36 % zur Deckung ihres Kapitalbedarfs heranziehen.<sup>137</sup>

Die beiden zitierten Umfragen belegen außerdem, dass Banken und Sparkassen für Mittelständler nach wie vor die wichtigsten Ansprechpartner im Falle einer erforderlichen externen Kapitalaufnahme sind. Die Geschäftsbeziehungen zwischen Banken und Mittelständlern kennzeichnet traditionell ein hohes Maß an Kontinuität in der Zusammenarbeit. So besteht bei mehr als der Hälfte der Mittelständler die Hauptbankverbindung schon länger als 10 Jahre.<sup>138</sup> Immerhin 57 % der Mittelständler arbeiten nach wie vor nur mit einer einzigen Bank

<sup>134</sup> Impulse/DSGV (2005)

<sup>135</sup> Zimmermann/Schuhmacher (2005)

<sup>136</sup> Impulse/DSGV (2005), S. 62.

<sup>137</sup> Impulse/DSGV (2005), S. 73.

<sup>138</sup> Impulse/DSGV (2005), S. 65.

zusammen.<sup>139</sup> Zusammengefasst: Die enge und auf Langfristigkeit ausgerichtete Beziehung zur Hausbank (Relationship Banking) ist weiterhin die Basis der Beziehung des Mittelstands zu den Banken.

Dies kann nicht darüber hinwegtäuschen, dass das Hausbankprinzip seit einigen Jahren einem Wandel unterliegt. Nach den Ergebnissen der KfW-Unternehmensbefragung 2002 holten bereits 2001 immerhin 85 % der befragten Unternehmen vor der Kreditbeschaffung die Angebote mehrerer Banken ein. Nur 15 % unterließen den Konditionenvergleich. Dieses Verhalten variiert mit der Unternehmensgröße. So verzichteten nur 7 % der Großunternehmen, aber immerhin ein gutes Viertel der kleinsten Unternehmen auf den Marktüberblick. Kleine Unternehmen sind mithin etwas weniger flexibel, wenn es um die Ausnutzung des Bankenwettbewerbs geht.<sup>140</sup>

Die traditionell große Bedeutung von Bankkrediten für die Sicherung der Unternehmensfinanzierung hat dabei verschiedene Ursachen, die sich zum einen aus bankseitigen Faktoren, zum anderen aus den Besonderheiten des Mittelstands erklären.

### ***Dominanz der Kreditfinanzierung: bankseitige Erklärungsfaktoren***

Generell reduziert das in Deutschland vorherrschende Hausbankprinzip im Vergleich zu kapitalmarktbasierten Finanzsystemen die *Agency costs*, die durch die Informationsasymmetrien zwischen Schuldner und Gläubiger hervorgerufen werden. Banken in Deutschland sind aufgrund der zumeist langjährigen Geschäftsbeziehungen häufig besser in der Lage, die wirtschaftliche Situation und die Unternehmensperspektiven adäquat einzuschätzen als Kapitalanbieter, deren Geschäftsbeziehung zu den Unternehmen weniger eng ist. Dem wird als Nachteil häufig entgegengehalten, dass die enge Beziehung dazu verführt, Kredite nicht immer risikoadäquat zu vergeben. Beides, die bessere Einschätzung des wahren Ausfallrisikos als auch die gelegentlich zu geringe Beachtung des Kreditrisikos sprechen dafür, dass Banken in der Vergangenheit eine höhere Bereitschaft zur Kreditvergabe zu günstigen Konditionen hatten. Die bisher geringe Eigenkapitalquote insbesondere im Mittelstand ist u. a. eine Folge dieses Sachverhalts.<sup>141</sup>

Ein weiteres Charakteristikum der deutschen wie auch der europäischen Bankenlandschaft ist das Drei-Säulen-Modell mit Sparkassen/Landesbanken, Genossenschaftsbanken und privaten Kreditinstituten. Die beiden erstgenannten unterscheiden sich in einigen Merkmalen deutlich von privaten Instituten. Erstens folgen Sparkassen/Landesbanken einem klaren För-

<sup>139</sup> Impulse/DSGV (2005), Berechnungen des IfM.

<sup>140</sup> Vgl. Plattner (2002), S. 16.

<sup>141</sup> Vgl. Plattner et al. (2005) für eine ausführliche Diskussion der Begründung der geringen Eigenkapitalquote.

derauftrag, die regionale Wirtschaft mit günstigen Krediten zu versorgen. Ähnlich gelagert ist die Zielsetzung der Genossenschaftsbanken, die eine günstige Kapitalversorgung ihrer Mitgliedsunternehmen vorsieht. Bei beiden Institutgruppen steht damit das Ziel der Gewinnmaximierung nicht im Vordergrund. Zweitens weisen Sparkassen und Genossenschaftsbanken eine starke lokale Präsenz auf. Dies begünstigt die Bildung langfristiger Kundenbeziehungen sowohl zu privaten Haushalten als auch zu Unternehmen in der Region – egal, ob diese Anleger oder Kapitalnachfrager sind. Ebenso dürfte die starke regionale Verankerung eine bessere Einschätzung der regionalen Nachfragebedingungen ermöglichen. Insbesondere kleine und mittlere Unternehmen können von den genannten Vorteilen der Sparkassen und Genossenschaftsbanken profitieren. Beleg hierfür ist einerseits, dass Sparkassen eigenen Angaben zufolge drei Viertel des Mittelstandes zu ihren Kunden zählen. Andererseits zeigen empirische Analysen, dass Unternehmen mit Beziehungen zu Sparkassen und Genossenschaftsbanken häufiger Förderkredite erhalten.<sup>142</sup>

Das deutsche Insolvenzrecht stellt ferner von jeher – auch nach der Insolvenzrechtsreform von 1999, die die Möglichkeit der Unternehmensfortführung im Konkursfall eröffnet hat – den Gläubigerschutz in den Vordergrund. Dadurch sind die Kreditsicherheiten, die die Unternehmen stellen, wichtiger und werthaltiger als in Systemen, in denen im Schadensfall nicht die Verwertung der Sicherheiten durch die Gläubiger, sondern die Fortführung des Unternehmens im Vordergrund steht. Besserer Gläubigerschutz führt tendenziell zu einer Erweiterung des Kreditangebots.<sup>143</sup>

### ***Dominanz der Kreditfinanzierung: unternehmensseitige Erklärungsfaktoren***

Die starke Ausrichtung der mittelständischen Unternehmensfinanzierung auf Bankkredite erklärt sich in hohem Maße durch größenbedingte Restriktionen in den Anwendungsmöglichkeiten bestimmter Finanzierungsoptionen. Begrenzte Betriebsgrößen und der damit einhergehende zumeist relativ niedrige Kapitalbedarf haben zur Folge, dass dem Mittelstand nur ein eingeschränktes Spektrum an Alternativen zum Bankkredit zur Verfügung steht. So scheidet speziell der Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle für die meisten Mittelständler aus, da die sowohl im Eigen- als auch im Fremdkapitalbereich bestehenden regulatorisch oder marktseitig festgelegten Mindestanforderungen von mittelständischen Unternehmen zumeist nicht oder nur zu prohibitiv hohen Kosten zu erfüllen sind. Zur Beschaffung externer Finanzmittel ist der Mittelstand folglich zumeist auf Intermediäre, insbesondere Banken, angewie-

---

<sup>142</sup> Prantl et al. (2005) kommen für die frühen 90er Jahre zu dem Ergebnis, dass junge Unternehmen mit Bankverbindungen bei Sparkassen oder Genossenschaftsbanken signifikant und substanziell häufiger Förderkredite bzw. hohe Förderkreditvolumina erhalten. Die Bankverbindungen zu Sparkassen und Genossenschaftsbanken haben dabei einen gleichermaßen starken Einfluss auf Förderkreditwahrscheinlichkeit und Förderkreditsumme.

<sup>143</sup> Siehe auch Plattner et al. (2005), S. 34f.

sen.<sup>144</sup> Größenbedingte Restriktionen erschweren aber auch die Innenfinanzierung. Da die geringe Betriebsgröße mittelständischer Unternehmen zumeist mit einem niedrigen Diversifikationsgrad einhergeht, unterliegen Gewinne und damit das Selbstfinanzierungspotenzial eher konjunktur- oder wettbewerbsbedingten Schwankungen als bei stärker diversifizierten Großunternehmen.<sup>145</sup> Des Weiteren können z. B. Pensionsrückstellungen angesichts der Beschäftigtenzahlen in mittelständischen Unternehmen nur selten sinnvoll als Instrument der internen Fremdfinanzierung genutzt werden.

Anreize für Unternehmen zur Fremdkapitalaufnahme schafft ferner die steuerliche Absetzbarkeit von Zinsen auf Verbindlichkeiten. Die steuerlichen Anreize sind bei Kapitalgesellschaften lange Zeit noch dadurch verstärkt worden, dass ihre thesaurierten Gewinne bis 2000 höher besteuert wurden als ausgeschüttete Gewinne.<sup>146</sup> Die hiervon ausgehenden steuerlichen Anreize waren für mittelständische Unternehmen stärker als für Großunternehmen, weil Erstere in erheblich geringerem Maß der Kontrolle des Kapitalmarktes unterliegen. Die Optimierung der Finanzierungsstruktur erfolgte bei kleinen und mittleren Unternehmen damit stärker unter steuerlichen Gesichtspunkten und weniger in Hinblick auf das Setzen von Signalen an potenzielle Investoren am Kapitalmarkt. Begünstigt wurde die Ausrichtung der Mittelstandsfinanzierung auf Bankkredite auch dadurch, dass die Eigenkapitalquote, welche in stärker kapitalmarktorientierten Finanzsystemen den Kreditgebern wichtige Indizien für die Wahrscheinlichkeit der Unternehmenssolvenz liefert, in Deutschland diese Signalfunktion bislang nicht bzw. nur eingeschränkt übernehmen musste. Dieser Umstand galt für mittelständische Unternehmen aufgrund des bis vor wenigen Jahren faktischen Ausschlusses vom Kapitalmarkt ebenfalls stärker als für die tendenziell eher kapitalmarktorientierten Großunternehmen.

Eine Begründung der starken Ausrichtung des Mittelstands auf Bankkredite ausschließlich mit – direkt oder indirekt – größenbedingten Restriktionen greift indessen zu kurz. So wird das Finanzierungsverhalten kleiner und mittlerer Unternehmen zusätzlich in hohem Maße durch Faktoren beeinflusst, die im Verantwortungsbereich der Unternehmensleitung liegen und in der herausragenden Stellung des Unternehmers im Mittelstand begründet sind.<sup>147</sup> Hintergrund ist, dass der Finanzbereich üblicherweise zum unmittelbaren Verantwortungsbereich des Unternehmers zählt. So werden immerhin bei drei Vierteln der mittelständischen Unternehmen Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen allein vom Unternehmer getroffen. Während sich die Auswirkungen von Größenrestriktionen in Zugangsbeschränkun-

---

<sup>144</sup> Vgl. Reis (1999), S. 22 f.

<sup>145</sup> Vgl. Paffenholz (2005a), S. 88.

<sup>146</sup> Erst seit 2001 werden alle Gewinne von Kapitalgesellschaften mit einem einheitlichen Steuersatz von 25 % besteuert.

<sup>147</sup> Vgl. Paffenholz (2005a), S. 89f.

gen oder eingeschränkten Nutzungsmöglichkeiten einzelner Finanzierungsinstrumente erschöpfen, determinieren personengebundene Faktoren sowohl die konkrete Auswahl der Finanzierungsinstrumente wie auch den allgemeinen Umgang kleiner und mittlerer Unternehmen mit finanzwirtschaftlichen Problemstellungen.<sup>148</sup> Personengebundene Faktoren betreffen dabei zum einen den Kenntnisstand mittelständischer Unternehmer in Finanzierungsfragen, zum anderen ihre diesbezüglichen Präferenzen und Einstellungen.

Mittelständische Unternehmer sind üblicherweise eher im operativen Geschäft zu Hause und erbringen dort den Großteil ihrer Arbeitsleistung. Ihre finanzwirtschaftliche Qualifikation ist oftmals begrenzt und für eine intensive Auseinandersetzung mit dem Finanzbereich verbleibt kaum Zeit. Folge sind fehlende oder unzureichende Kenntnisse über Finanzierungsalternativen zum Bankkredit und deren Anwendungsmöglichkeiten. Erschwerend kommt hinzu, dass mittelständische Unternehmen nur selten über einen Stab von Fachleuten verfügen, der die Aufgaben der Informationsbeschaffung, Planung und Vorbereitung von Kapitalbeschaffungsmaßnahmen übernimmt. Vorhandene Kenntnislücken des Unternehmers können somit kaum ausgeglichen werden. Folge ist, dass Effizienzreserven seitens mittelständischer Unternehmen vorwiegend im Bereich der Material- und Arbeitskosten gesucht werden, wohingegen Einsparpotenziale im Finanzierungsbereich, z. B. durch Nutzung neuer Instrumente, kaum in Betracht gezogen werden. Die enge Hausbankbeziehung war insofern auch eine Folge der Passivität und der vergleichsweise geringen Kenntnisse des Mittelstands in Finanzierungsfragen. Alternative Kapitalquellen wurden erst dann in Betracht gezogen und gesucht, wenn vorhandene Quellen erschöpft waren. Angesichts der bis vor wenigen Jahren noch sehr hohen Finanzierungsbereitschaft der Banken waren solche Finanzierungsengpässe allerdings eher die Ausnahme.

Präferenzen und Einstellungen des Unternehmers beeinflussen zudem vor allem in Form des traditionell im Mittelstand stark ausgeprägten Unabhängigkeitsstrebens ("Herr-im-Haus"-Denken) das Finanzierungsverhalten. So impliziert das Streben nach Entscheidungsfreiheit und Begrenzung der Einflussnahme externer Kapitalgeber eine generelle Bevorzugung der Innenfinanzierung gegenüber der Außenfinanzierung. Im Bereich der Außenfinanzierung bedingt es infolge unterschiedlich ausgeprägter Einwirkungsrechte potenzieller Kapitalgeber eine klare Präferenz für die Kreditfinanzierung über Banken. Substanzielle Einflussnahmen der Banken auf Unternehmensentscheidungen und damit eine Einschränkung der unternehmerischen Entscheidungsfreiheit waren - vor allem bei planmäßiger Kreditbedienung - im Unterschied zur Aufnahme neuer Gesellschafter nicht zu befürchten. Hinzu kommt, dass die bis vor wenigen Jahren noch vergleichsweise geringen Informationsanforderungen der Banken einem häufig bei Unternehmern vorhandenen Widerwillen gegen eine Preisgabe interner

---

<sup>148</sup> Vgl. ebd.

Daten an Externe weitgehend entgegenkamen.<sup>149</sup> Angesichts der Interessenlage im Mittelstand erstaunt es somit nicht, dass eine erforderliche externe Kapitalbeschaffung vorzugsweise über Bankkredite gesucht wurde.

### **4.3 Wandel in der Kreditfinanzierung**

Das Verhalten der Banken in der Kreditfinanzierung hat sich in den vergangenen Jahren in wesentlichen Punkten geändert, und zwar mit deutlichen Folgen für den Mittelstand. Viele kleine und mittlere Unternehmen sehen sich neuen, in vielen Fällen ungünstigeren Parametern in ihrer Beziehung zu Banken gegenüber. Was aber sind die Hintergründe der veränderten Kreditvergabepraxis der Banken, worin äußern sie sich und was sind ihre Implikationen für den Mittelstand? Ist die These einer Kreditverknappung für den Mittelstand zu bejahen?

#### ***Hintergründe des veränderten Bankenverhaltens***

Zum Verständnis der Umbrüche in der Kreditfinanzierung über Banken ist es notwendig, die Situation der deutschen Banken seit den neunziger Jahren genauer zu beleuchten. Seit damals ist der Wettbewerbsdruck im Bankensektor gestiegen, und zwar aus mehreren Gründen. Die Anteilseigner vor allem der privaten Kreditbanken verlangen höhere, international übliche Renditen, Kreditnachfrager fordern zinsgünstige Kredite, Einleger verlangen hohe Verzinsungen und maßgeschneiderte Anlageprodukte. Es waren vor allem die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die Integration der nationalen Finanzmärkte, die diesen Forderungen Nachdruck verliehen haben. Zudem müssen die Banken darauf achten, dass sie die Anforderungen für eine hohe Bonitätseinstufung durch die Ratingagenturen erfüllen. Die öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute (Landesbanken und Sparkassen) standen und stehen vor der Herausforderung, den Wegfall der Gewährträgerhaftung und die Modifizierung der Anstaltslast zu bewältigen.

Darüber hinaus wurde die Ertragslage der Banken erheblich durch sog. „faule Kredite“ belastet, deren Volumen in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre nicht zuletzt aufgrund steigender Insolvenzzahlen merklich zugenommen hatte. So haben Wertberichtigungen nach Angaben der Deutschen Bundesbank im Zeitraum 1994 bis 2000 durchschnittlich über 40 % des Teilbetriebsergebnisses<sup>150</sup> der Kreditinstitute aufgezehrt, wobei der überwiegende Teil des Wertberichtigungsbedarfs aus dem inländischen Kreditgeschäft resultierte.<sup>151</sup> 2002 war der Umfang der Wertberichtigungen schließlich so groß wie das Teilbetriebsergebnis. Da-

---

<sup>149</sup> Vgl. Kokalj/Paffenholz (2001), S. 82ff.

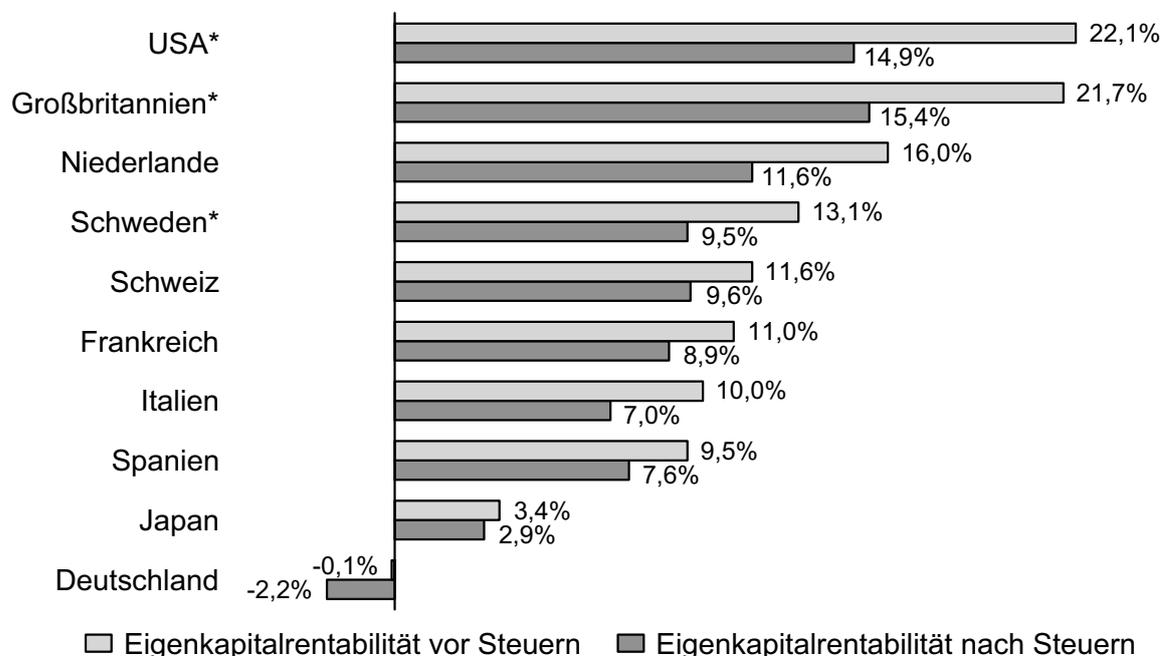
<sup>150</sup> Das Teilbetriebsergebnis entspricht der Summe aus Zins- und Provisionsüberschuss abzüglich der allgemeinen Verwaltungsaufwendungen. Es handelt sich also um denjenigen Teil des Bankgewinns, den die Bank in ihrem Kerngeschäft erwirtschaftet.

<sup>151</sup> Deutsche Bundesbank (2001), S. 38, eigene Berechnungen.

nach hat sich die Situation wieder verbessert; 2004 war dieser Anteil (der Wertberichtigungen am Teilbetriebsergebnis) auf 50 % gesunken.<sup>152</sup>

Hohe Kreditausfälle und steigender Wettbewerbsdruck führten zu einer Verschlechterung der Ertragslage im Bankensektor. So nahm die Zinsspanne<sup>153</sup> im Kreditgeschäft im Zeitraum von 1994 bis 2000 bei Großbanken um 58 %, bei Sparkassen um 26 % und bei Genossenschaftsbanken um 22 % ab<sup>154</sup> und verharrt seit damals ungefähr auf diesem Niveau.

Die ungünstige Situation der deutschen Banken wird auch anhand ihrer Eigenkapitalrentabilität deutlich, die seit Mitte der neunziger Jahre – mit Ausnahme des Jahres 1998 – kontinuierlich nachgab und bis 2003 vor Steuern unter Null gesunken war (Grafik 4.2). Erst 2004 erholte sie sich wieder etwas.<sup>155</sup> Im internationalen Vergleich ausgewählter Industrienationen lag die Eigenkapitalrentabilität deutscher Kreditinstitute 2003 an letzter Stelle.



\* nur Kreditbanken

Quelle: OECD (2004); Berechnungen der KfW

#### Grafik 4.2 Eigenkapitalrentabilität von Kreditinstituten im internationalen Vergleich (2003)

Bestrebungen, die Ertragsperspektiven in der Unternehmensfinanzierung zu verbessern, um die Renditeziele ihrer Eigentümer zu erfüllen (und im Falle einer Börsennotierung auch zum Schutz vor feindlichen Übernahmen), kennzeichnen die Geschäftsstrategien aller Kreditinsti-

<sup>152</sup> Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, div. Jahrgänge, Berechnungen der KfW

<sup>153</sup> Zinserträge minus Zinsaufwendungen, bezogen auf die durchschnittliche Bilanzsumme.

<sup>154</sup> Deutsche Bundesbank (2001), S. 37, eigene Berechnungen.

<sup>155</sup> Deutsche Bundesbank (2005e), S. 30. Die Zahlenangaben von OECD und Deutscher Bundesbank differieren leicht, da diejenigen der OECD für den internationalen Vergleich harmonisiert sind.

tute. Speziell die Geschäftsbanken nahmen zunächst eine Umorientierung zu Lasten des Kreditgeschäftes vor, indem sie ihre Aktivitäten seit Mitte der neunziger Jahre zunehmend auf das Investmentbanking verlagerten, da sie sich von diesem höhere Renditen versprachen.<sup>156</sup> Dementsprechend ist der Anteil des Provisionsüberschusses am Zinsüberschuss, der 1996 noch 20 % betragen hatte, 2000 auf über 35 % gestiegen. Diese zunächst erfolgversprechende Strategie konnte jedoch von den meisten deutschen Kreditinstituten, die diesen Weg beschritten haben, nicht durchgehalten werden. Vor allem das Platzen der Börsenblase 2001 und die nachfolgenden Kursverluste an den Börsen haben den Strategiewechsel für viele Akteure zu einem kostspieligen Abenteuer gemacht.<sup>157</sup> Inzwischen messen viele Banken dem Firmenkundengeschäft – und hier vor allem der Mittelstandsfinanzierung – wieder mehr Bedeutung bei.

Neben den genannten Faktoren ist der Finanzmarktwandel auch durch Verbesserungen im Risikomanagement gekennzeichnet.<sup>158</sup> In diesem Zusammenhang haben viele Banken und Sparkassen in den vergangenen Jahren Verfahren zur Bonitätsbeurteilung (Rating) ihrer Kreditnehmer implementiert, um Risiken besser zu erfassen und Fehlallokationen im Kreditgeschäft zu verringern. Fortschritte im IT-Bereich (Rechnergeschwindigkeit und Verarbeitungskapazitäten) und bei der Entwicklung von Risikomanagement-Instrumenten ermöglichten diese Entwicklung. Die Einführung genauerer Bonitätsbeurteilungsverfahren stellte für das Kreditgeschäft der Banken mit dem Mittelstand eine kleine Revolution dar. Firmenkredite, die bislang zumeist ungeachtet der individuellen Bonität der Kreditnehmer mehr oder minder zu Einheitskonditionen vergeben wurden, werden nunmehr zunehmend risikogerecht bepreist.<sup>159</sup> Folge ist, dass unterschiedliche individuelle Risiken auf Seiten der kreditnachfragenden Unternehmen sich zunehmend in unterschiedlichen Kreditkonditionen niederschlagen. Das führt dazu, dass im Kreditgeschäft eine Quersubventionierung von schlechten durch gute Risiken immer weniger stattfinden kann. Ferner achten die Kreditinstitute bei der Kreditvergabe verstärkt darauf, ihren Wertberichtigungsbedarf in engen Grenzen zu halten. Die Anforderungen insbesondere an die Bonität der Kreditnehmer und an die Transparenz der unternehmerischen Geschäftsprozesse sowie die bereitgestellten Sicherheiten sind daher merklich gestiegen.<sup>160</sup> Mittelständischen Unternehmen werden schon jetzt in weitaus höherem Umfang als früher Informationen über ihre wirtschaftliche Lage abverlangt. Der Schwerpunkt der verlangten Informationen verschiebt sich von eher vergangenheitsbezogenen, quantitativen Daten zu mehr zukunftsbezogenen, qualitativen Informationen. Kürzungen

---

<sup>156</sup> Vgl. Kokalj/Paffenholz (2001), S. 87.

<sup>157</sup> So ist der Anteil des Provisionsüberschusses in Deutschland bis 2004 auf 30 % zurückgegangen.

<sup>158</sup> Vgl. Weber (2002), S. 458.

<sup>159</sup> Vgl. Heidorn (2002), S. 12.

<sup>160</sup> Zimmermann/Schuhmacher (2005), S. 13.

bestehender Kreditlinien oder eine restriktivere Kreditvergabe sind teilweise die Folge, sofern die Unternehmen die neuen Anforderungen nicht oder nur unzureichend erfüllen.

Die für 2007 geplante Neuregelung der Eigenmittelunterlegung von Kreditrisiken, kurz Basel II, hat den Veränderungsprozess nicht verursacht, aber weiter beschleunigt. Ursache hierfür ist zum einen die künftige Abhängigkeit der Eigenmittelunterlegung von der Schuldnerbonität, zum anderen die Bindung der Kreditvergabe an ein Rating des potenziellen Kreditnehmers.<sup>161</sup> Unterschiedliche Eigenkapitalkosten und bessere Möglichkeiten zur Bonitätsbeurteilung werden die bereits festzustellende Spreizung der Kreditkonditionen weiter erhöhen. Die nunmehr vorgeschriebenen Ratings haben darüber hinaus eine wesentlich formalisiertere und strukturiertere Kreditwürdigkeitsprüfung zur Folge.

### ***Finanzierungserschwerisse für den Mittelstand***

Mittelständische Unternehmen nehmen die Veränderungen in der Kreditfinanzierung über Banken seit längerem wahr. So klagte bereits im Jahr 2001 rund ein Drittel des Mittelstands über zunehmende Schwierigkeiten bei der Kreditbeschaffung.<sup>162</sup> Betroffen waren vor allem kleinere Mittelständler mit einem Umsatz bis zu 2,5 Mio. EUR und Unternehmen aus besonders konjunkturanfälligen Branchen wie Bau und Einzelhandel. Folgestudien aus den Jahren 2003 und 2005 zeichnen ein ähnliches Bild.<sup>163</sup> Wenn die Anpassung an das veränderte Bankenverhalten auch in vielen mittelständischen Unternehmen bereits begonnen hat, so bereitet sie dem Mittelstand doch weiterhin Probleme. Entsprechend der oben skizzierten Entwicklung überrascht es nicht, dass sich in allen drei genannten Studien das Verlangen nach zusätzlichen Sicherheiten sowie erhöhte Anforderungen an die Unternehmenstransparenz, also Offenlegung und Dokumentation, als Hauptursachen für die wahrgenommenen Verschlechterungen bei der Kreditfinanzierung herausstellten.<sup>164</sup>

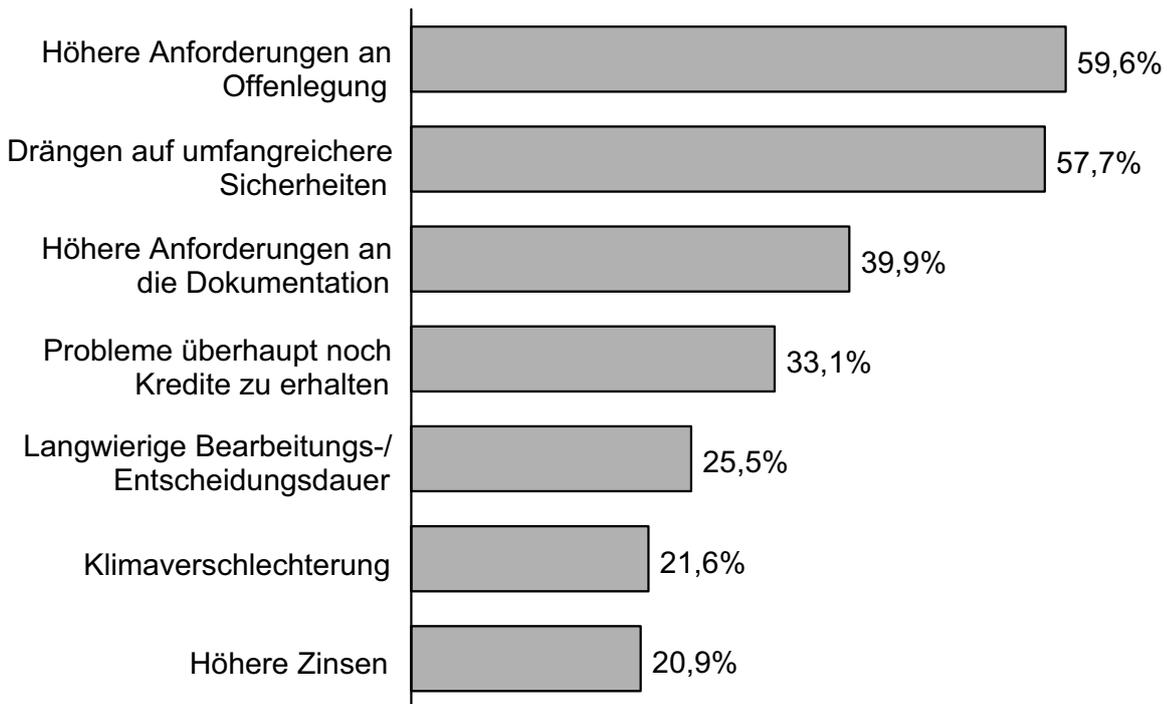
---

<sup>161</sup> Vgl. Paffenholz (2005b), S. 50.

<sup>162</sup> Plattner (2002), S. 3f.

<sup>163</sup> Zimmermann/Schuhmacher (2005), S. 14ff; KfW (2004), S. 10ff.

<sup>164</sup> Zimmermann/Schuhmacher (2005), S. 15ff.



Quelle: KfW 2005, S. 15.

#### **Grafik 4.3 Gründe für Verschlechterungen in der Kreditfinanzierung über Banken**

Bei näherer Betrachtung ergeben sich jedoch zwischen kleineren und größeren Unternehmen durchaus Unterschiede: Kleinere Unternehmen klagen häufiger über eine erschwerte Kreditbeschaffung. Gefragt, welches die Gründe für die Erschwernis der Kreditbeschaffung seien, antworten kleinere Unternehmen eher, dass sie in erhöhtem Maße Sicherheiten stellen müssen und dass sie Schwierigkeiten haben, überhaupt noch Kredit zu erhalten. Für größere Unternehmen spielen diese Gründe eine weniger wichtige Rolle. Festzuhalten bleibt, dass die Veränderung der Kreditvergabepraxis kleinere und größere Unternehmen in unterschiedlicher Weise trifft.<sup>165</sup>

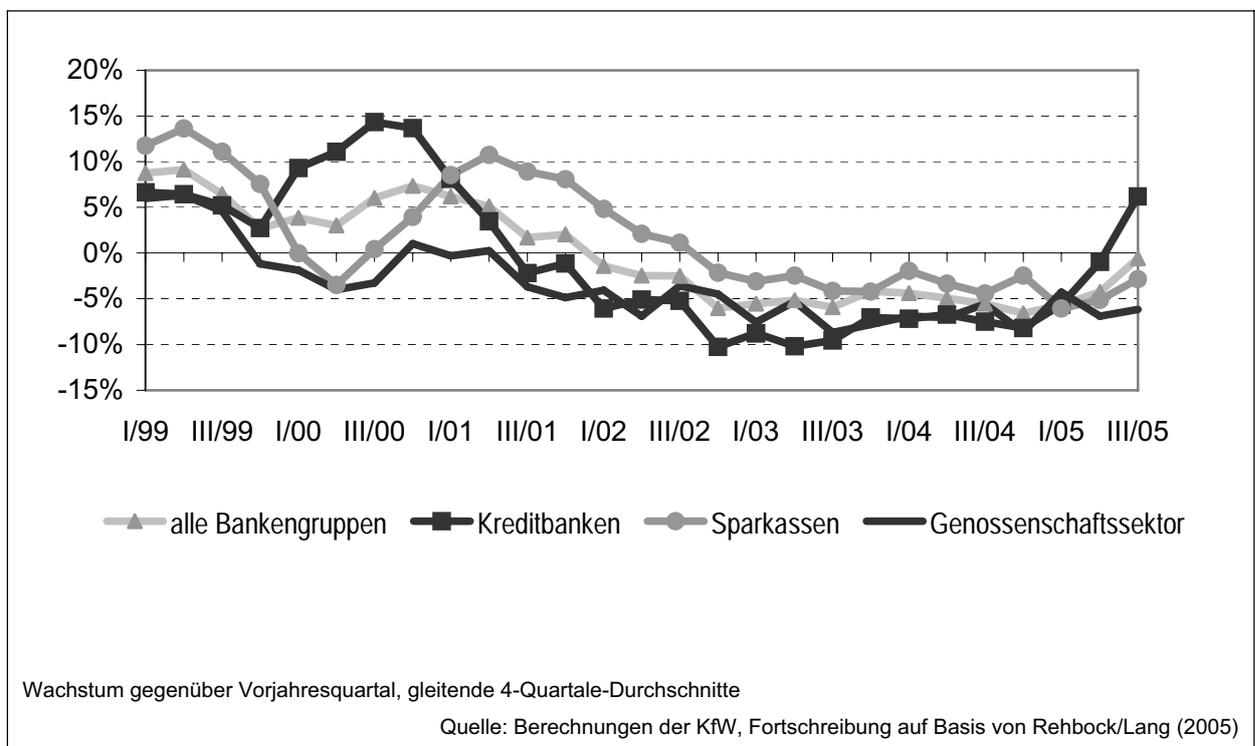
#### ***Generelle Kreditverknappung für den Mittelstand?***

Die Neuorientierung des Kreditvergabebehaviorhaltens hat für die kleinen und mittleren Unternehmen zu Erschwernissen beim Zugang zu Krediten geführt. Darüber hinaus wurde die Frage, ob zudem eine generelle Verknappung des Kreditangebots für Unternehmen (und insbesondere für kleine und mittlere) vorliegt, seit 2003 durchaus kontrovers diskutiert. Hintergrund waren Meldungen, nach denen bei Geschäftsbanken der Anteil der Unternehmenskredite am Kreditgeschäft mit Nichtbanken rückläufig war, der Anteil der Geschäftsbanken an der Kreditvergabe an Unternehmen und Selbständige zurückgegangen ist und die Kredite

<sup>165</sup> Vgl. KfW (2004), S. 23f., Zimmermann/Schuhmacher (2005), S. 15.

der Banken und Sparkassen an Unternehmen und Selbständige gesunken sind. Dies wurde in der Öffentlichkeit häufig als Abwendung der Geschäftsbanken vom Unternehmenskredit – insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen – verstanden.

Die Frage nach den Ursachen des Rückgangs der Unternehmenskredite ist nicht einfach zu beantworten, da die Bundesbank bis 2003 ausschließlich Bestandsgrößen (Obligen) veröffentlicht hat<sup>166</sup>, während die maßgebliche Größe zur Beurteilung der Kreditmarktentwicklung die erst seit 2003<sup>167</sup> bekannt gegebenen Bruttoneuzusagen<sup>168</sup> sind. Grafik 4.4 zeigt die Entwicklung einer von der KfW Bankengruppe berechneten Schätzgröße für das Kreditneugeschäft an Unternehmen und Selbständige in Deutschland.<sup>169</sup> Demnach sind seit dem ersten Quartal 2002 über alle Bankengruppen zusammengenommen ununterbrochen weniger neue Kreditmittel ausgereicht worden als im jeweiligen Vorjahresquartal.



**Grafik 4.4 Kredite der deutschen Banken an Unternehmen (geschätztes Neugeschäft)**

Ob die Einschränkung der Kreditvergabe jedoch angebots- oder nachfrageseitig bedingt war, lässt sich aus der alleinigen Betrachtung der Bruttoneuzusagen im Kreditgeschäft allerdings

<sup>166</sup> Die Veröffentlichung erfolgt in der Bankenstatistik.

<sup>167</sup> Die Veröffentlichung erfolgt in der EWU-Zinsstatistik.

<sup>168</sup> Die seit 2003 in den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank veröffentlichte Statistik differenziert jedoch weder nach Bankengruppen noch nach Unternehmensgrößen. Des Weiteren können die Kredite an den Unternehmenssektor nicht um die gewerblichen Wohnungsbaukredite bereinigt werden.

<sup>169</sup> Die Schätzgröße umfasst alle Fristen und Laufzeiten.

nicht ableiten. Exemplarisch für die kontroverse Diskussion über die Bestimmungsgründe der rückläufigen Kreditvergabe werden hier fünf Studien kurz vorgestellt.

In der Studie von Nehls und Schmidt (2004) wurden mit Hilfe von Quartalsdaten der Jahre 1992 bis 2002 die Bestimmungsgrößen von Kreditangebot und -nachfrage ermittelt und auf dieser Grundlage die entsprechenden Werte geschätzt. Es zeigt sich, dass die Banken insbesondere seit 2001 ihr Angebot stärker eingeschränkt haben, als die Nachfrage nach Krediten gesunken ist. Im zweiten Halbjahr 2002 verschärfte sich die Lage: Die berechnete Kreditnachfrage überstieg das Angebot deutlicher als in den 90er Jahren. Die eingeschränkte Kreditvergabe könnte dabei im Zusammenhang mit dem Verfall der Aktienkurse stehen, der zu einer Verschlechterung der Ertragslage der Banken führte. Vergleicht man Kreditvergabe und Aktienkurse (gemessen am breit gefassten deutschen Kursindex CDAX), zeigt sich, dass beide im Frühjahr 2000 ihren Höhepunkt erreichten und seitdem relativ parallel verlaufen: je höher/ niedriger die Kurse, desto höher/niedriger auch das Angebot an Krediten. Da der Aktienkursverfall zudem die Eigenkapitalausstattung der Banken beeinträchtigt hat, ist auch ein Zusammenhang mit der Neugestaltung der Eigenkapitalregeln für die Banken (Basel II) denkbar: Da sie in Zukunft mehr Eigenkapital benötigen, vergeben sie ihre Kredite eventuell zögerlicher. Mit Blick auf das Drei-Säulen-Bankenmodell zeigt sich ferner, dass sich die Großbanken bei der Kreditvergabe restriktiver als die Banken des öffentlich rechtlichen Sektors verhielten.

Polleit (2004) stellt drei mögliche Ursachen für den beobachteten Rückgang der Bankkredite an Unternehmen zur Diskussion. Zunächst kann er durch die Substitution von Bankkrediten durch Kapitalmarktinstrumente auf Seiten der Unternehmen verursacht worden sein. Eine zweite mögliche Ursache ist der schleppende Konjunkturverlauf mit dem ihn begleitenden starken Investitionsrückgang und dementsprechend gesunkener Kreditnachfrage. Und schließlich ist denkbar, dass die Kreditinstitute wegen gesunkener Margen oder zunehmender Risikoaversion nicht mehr bereit sind, die Nachfrage nach Krediten zu befriedigen. Die ökonometrischen Schätzungen führen den Autor zu dem Ergebnis, dass der Rückgang der Bankausleihungen größtenteils durch die gesunkene Kreditnachfrage der Unternehmen determiniert ist. Angebotsseitige Ursachen – etwa eine zunehmende Risikoscheu der Kreditinstitute – mögen zum Rückgang der Ausleihungen ebenfalls beigetragen haben, können ihn jedoch nicht vollständig erklären.

Das Problem, dass die Kreditneuzusagen nicht bekannt waren, als der Rückgang der Bankkredite zum öffentlich diskutierten Thema wurde, versuchen Detken und Ott-Laubach (2002) in den Griff zu bekommen. Mit Hilfe eines hypothetischen Tilgungsverhaltens der Unternehmen lässt sich der zeitliche Verlauf der Kreditneuzusagen als Veränderung des Obligobestands plus geschätzter Tilgungen berechnen. Auf dieser Grundlage können dann die Ein-

flussfaktoren der Kreditneuzusagen analysiert werden. Die Analyse ergibt, dass die konjunkturelle Entwicklung für die Veränderung der Kreditneuzusagen maßgeblich ist, während andere Einflussfaktoren von geringerer Bedeutung sind. Jedoch sprechen gewisse Indizien dafür, dass der Rückgang auch auf die Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe zurückzuführen ist.

Anders als diese drei makroökonomischen Analysen nähert sich Reize (2005) dem Problem mit Hilfe mikroökonomischer Methoden. Als Datengrundlage dient das KfW-Mittelstandspanel, ein für alle mittelständischen Unternehmen (bis 500 Mio. EUR Umsatz) repräsentativer Längsschnittdatensatz, der es erlaubt, die Kreditnachfrage auf Mikroebene zu identifizieren<sup>170</sup>. Kleinere und jüngere Unternehmen haben der Untersuchung zufolge eher Probleme, einen Investitionskredit zu erhalten, als große beziehungsweise etablierte Mittelständler. Ebenso ergeht es bonitätsschwachen Unternehmen. Diese Unternehmen investieren auch deutlich weniger als solche, die keine Probleme bei Kreditverhandlungen haben. Aus der Untersuchung ergibt sich kein Hinweis auf einen *Credit Crunch*. Notwendige Bedingung dafür ist, dass Unternehmen bei gleichbleibender Bonität weniger Kredit erhalten (Bernanke-Kriterium). Die Unternehmen, deren Kreditnachfrage nicht befriedigt worden ist, sind jedoch eher bonitätsschwach. Sie unterliegen zwar einer Kreditrationierung, jedoch ist diese ökonomisch begründet. Als Folge der Kreditrationierung können die mittelständischen Unternehmen Investitionspläne in Höhe von hochgerechnet 22 bis 25 Mrd. EUR nicht realisieren.

Auch die Deutsche Bundesbank hat sich des Themas angenommen und versucht, die Auswirkungen eines Rückgangs des BIP auf die Unternehmenskredite zu schätzen.<sup>171</sup> Allerdings gelingt ihr dabei auch keine befriedigende Trennung von Kreditangebot und -nachfrage, so dass, wie sie selbst betont, die Schätzergebnisse keinen strengen Test auf die Existenz einer Kreditklemme in Deutschland darstellen. Die Ergebnisse des VAR-Modells lassen sich wie folgt zusammenfassen: Ein externer Schock (im Modell ein einprozentiger Rückgang des BIP) löst einen lang anhaltenden Rückgang der Kredite an Unternehmen aus – allerdings kann nicht gesagt werden, ob die Kreditnachfrage oder das -angebot dafür verantwortlich sind. Des Weiteren schließt die Bundesbank aus dem Modell, dass die Reaktionen der Banken (Schwächung ihrer Eigenkapitalbasis, steigender Eigenkapitalbedarf, daraus resultierend möglicherweise schwächeres Kreditangebot) auf den ursprünglichen Impuls (BIP-Rückgang) nicht verstärkend wirken.

Die fünf vorgestellten Analysen liefern ein differenziertes Bild der Lage, kommen aber auch zu unterschiedlichen Ergebnissen. Während die Untersuchung von Nehls und Schmidt den Kreditrückgang eher auf angebotsseitige Störungen zurückführen, betonen Polleit sowie

---

<sup>170</sup> Allerdings erlaubt es der Datensatz nicht, das Kreditangebot eindeutig zu bestimmen.

<sup>171</sup> Deutsche Bundesbank (2005a).

Detken und Ott-Laubach eher die Kreditnachfrageseite, die wiederum von der schleppenden Konjunktur abhängig ist. Keine der Untersuchungen schließt einen Einfluss des Kreditangebots auf den Rückgang der Kreditneuvergabe aus, Nehls und Schmidt sehen sogar deutliche angebotsseitige Effekte. Auch Reize sieht den wichtigsten Grund auf der Angebotsseite, aber bei ihm sind vor allem bonitätsschwache Unternehmen betroffen, so dass von einer generellen Kreditklemme nicht gesprochen werden kann.<sup>172</sup>

Inzwischen gibt es jedoch zunehmend Anzeichen dafür, dass sich die Gewichtung angebots- und nachfrageseitiger Effekte zuletzt verschoben hat. Rehbock und Lang (2005) diagnostizieren, dass nunmehr die nachfrageseitigen Effekte auf das Kreditwachstum überwiegen.<sup>173</sup> Dafür spricht auch, dass der Unternehmenssektor 2004 per saldo keine Außenfinanzierungen nachgefragt hat.<sup>174</sup> Schließlich deutet die Gleichzeitigkeit des Wiederanziehens der Konjunktur und der Kreditneuzusagen auf einen engen Zusammenhang zwischen den beiden Größen hin.

Darüber hinaus scheint das Problem an Schärfe verloren zu haben. Wie Grafik 4.4 zeigt, sind im 3. Quartal 2005 die neu ausgereichten Unternehmenskredite des gesamten Bankensektors nicht weiter zurückgegangen. Maßgeblich bestimmt haben diese Entwicklung die Kreditbanken, deren Neugeschäft seit dem 2. Quartal wieder zugenommen hat.<sup>175</sup> Damit wird die anekdotische Evidenz einer kräftigen Zunahme der Ausleihungen, die im Laufe des letzten Jahres aus Bankenkreisen zu hören war, bestätigt. Zudem dokumentiert die Entwicklung die Abwendung vieler deutscher Kreditbanken von der Hoffnung, das Investmentbanking zur Hauptsäule ihres Geschäfts machen zu können, und die Rückbesinnung dieser Institute auf das Firmenkundengeschäft. Allerdings ist zu bedenken, dass die Kreditbanken einen besonders starken Nachholbedarf haben. Auch im Sparkassen- und Genossenschaftssektor deutet sich eine Erholung der Neukreditvergabe an; hier hat der Rückgang der Neuausleihungen, der zudem bei den Sparkassen besonders spät eingesetzt hat, nachgelassen. Auch andere Indikatoren erlauben einen positiven Ausblick: Der Bank Lending Survey der EZB<sup>176</sup> zeigt für 2005 an, dass sich die Kreditrichtlinien in Deutschland nicht mehr wesentlich verschärft haben. Auch der ifo Kreditklimaindex<sup>177</sup> deutet darauf hin, dass sich die Kreditvergabe zuletzt erholt hat, und liefert zudem, da er zwischen Unternehmensgrößen unterscheidet, die Information, dass von der Verbesserung des Kreditklimas zwar alle Unternehmensgrößen profi-

---

<sup>172</sup> Anders als die Bundesbank diagnostiziert er jedoch deutliche Rückwirkungen aus der finanzwirtschaftlichen auf die realwirtschaftliche Sphäre.

<sup>173</sup> Rehbock und Lang (2005), S. 5.

<sup>174</sup> Deutsche Bundesbank (2005b), S. 21f.

<sup>175</sup> Dazu auch Rehbock (2005).

<sup>176</sup> Deutsche Bundesbank (2005d).

<sup>177</sup> Kunkel (2005).

tieren, die kleinen und mittleren Unternehmen jedoch weniger als die großen. Gestützt wird dieser Befund von der KfW-Unternehmensbefragung 2005.<sup>178</sup>

Mit der Entwicklung des Jahres 2005 ist die Kontroverse darum, ob die Nachfrage- oder die Angebotsseite den Rückgang des Kreditgeschäfts verursacht hat, entschärft. Um zukünftig Entwicklungen dieser Art besser einschätzen zu können, bleibt das Desiderat an Statistik und Forschung, geeignete Diagnoseinstrumente zur Verfügung zu stellen.

### ***Konsequenzen für den Mittelstand***

Unstrittig ist, dass sich das Finanzierungsverhalten des Mittelstands in wesentlichen Punkten ändern muss, sollen Nachteile beim Zugang zu Krediten und in den Kreditkonditionen vermieden werden. Dies gilt vor allem für Unternehmen, die aufgrund ihres Kreditvolumens nach den Regelungen von Basel II in das so genannte Unternehmenssegment fallen und sich damit zumeist einem bankinternen Rating als Voraussetzung für die Kreditvergabe unterziehen müssen. Ein Mentalitätswandel ist dabei vor allem hinsichtlich der Informationsweitergabe an Dritte erforderlich. Die bislang im Mittelstand vorherrschende geringe Bereitschaft zur unternehmerischen Transparenz wird einer aktiven, offenen und zeitnahen Kommunikation und Bereitstellung von Unternehmensdaten weichen müssen.<sup>179</sup> Gefordert ist nunmehr ein pro-aktives Verhalten des Mittelstands. Die erforderliche Transparenz setzt dabei die entsprechenden Systeme, Instrumente und Organisationsstrukturen voraus, um die insbesondere von Banken und Sparkassen gewünschten Informationen bereitstellen zu können. Rechnungswesen und Controlling bilden jedoch oftmals eine Schwachstelle im Mittelstand. Speziell in diesem Bereich verlangen die Umbrüche in der Kreditfinanzierung daher vielen mittelständischen Unternehmen umfangreiche Aufbau- und Implementierungsanstrengungen ab. Diesen Herausforderungen stellt sich der Mittelstand zunehmend. Empirische Untersuchungen belegen z. B. eine verstärkte Auseinandersetzung mit den Anforderungen eines Ratings, Verbesserungen bei Rechnungswesen und Controlling sowie die zunehmende Implementierung systematischer Unternehmensplanungen.<sup>180</sup> Dennoch vernachlässigen immer noch zu viele Unternehmen eine Auseinandersetzung mit der Thematik: So kennen über die Hälfte der Unternehmen – insbesondere kleine – ihre konkrete Ratingnote nicht und haben sich bei ihrer Hausbank auch nicht danach erkundigt.<sup>181</sup>

Mehr noch als zuvor kommt der Eigenkapitalquote kapitalsuchender Unternehmen eine wichtige Rolle für die Unternehmensfinanzierung zu. Einerseits ist Eigenkapital selbst Finanzie-

---

<sup>178</sup> Vgl. Zimmermann/Schuhmacher (2005), S. 9.

<sup>179</sup> Vgl. Paffenholz (2005b), S. 51.

<sup>180</sup> Vgl. z. B. Impulse/DSGV(2005); BDI/Ernst & Young (2003), KfW (2004).

<sup>181</sup> Vgl. Zimmermann/Schuhmacher (2005), S. 67f.

rungsquelle, andererseits beeinflusst die Höhe der Eigenkapitalquote die Ausfallwahrscheinlichkeit und ist damit Bonitätsindikator, und schließlich signalisiert die Ausstattung mit Eigenkapital das *commitment* der Eigentümer. Die Ausstattung mit Eigenkapital beeinflusst nunmehr nicht nur die Kreditvergabe, sondern auch die Kreditkonditionen. Für viele mittelständische Unternehmen ergibt sich daher die Notwendigkeit, Maßnahmen zur Verbesserung ihrer Eigenkapitalausstattung bzw. der entsprechenden Bilanzrelationen zu ergreifen. Ansatzpunkte bilden zum einen Maßnahmen, welche über Kostensenkungen und Steigerungen der Ertragskraft zu einer Verbesserung der Gewinnsituation und damit der Möglichkeiten der Gewinnthesaurierung beitragen. Zum anderen bieten sich Maßnahmen an, welche direkt auf eine Verbesserung der Bilanzrelationen abzielen. Im bilanztechnischen Sinne betrifft dies auf der Finanzierungsseite den Abbau von Verbindlichkeiten und die Erhöhung der Eigenmittel, auf der Vermögensseite sind Factoring und Leasing zu nennen. Die Umsetzung solcher Maßnahmen wird dabei dadurch begünstigt, dass der Kenntnisstand mittelständischer Unternehmen über ihnen offenstehende Finanzierungsinstrumente dank einer verstärkten Auseinandersetzung mit Finanzierungsfragen sowie Verbesserungen in den Bereichen Rechnungswesen und Controlling ansteigen dürfte. Als Konsequenz ist mittel- bis langfristig eine intensivere Nutzung von Alternativen zum Bankkredit zu erwarten. Vor allem Möglichkeiten zur Beschaffung von Beteiligungskapital dürften im Zuge dieser Entwicklung an Relevanz gewinnen. Die Unternehmensfinanzierung im Mittelstand wird sich stärker differenzieren.<sup>182</sup> Dennoch: Bankkredite werden aller Voraussicht nach auch in Zukunft bei weitem die wichtigste externe Finanzierungsquelle für den Mittelstand insgesamt sein.

### **Zwischenfazit**

Der zunehmende Wettbewerb um Kunden aufgrund der Globalisierung der Märkte, der Abbau von Regulierungen, die enorme Zunahme der Datenverarbeitungskapazitäten und -geschwindigkeiten sowie Fortschritte im Risikomanagement lösten gegen Ende der neunziger Jahre bei allen Kreditinstituten nachhaltige Veränderungen in der Kreditvergabepraxis und Konditionengestaltung aus. Konsequenz waren und sind Finanzierungserschwernisse für den Mittelstand, der sich neuen Parametern in seiner Beziehung zu Banken gegenüber sieht: Kredite, zumal zu günstigen Konditionen, bedingen nunmehr eine ausreichende Unternehmenstransparenz und Bonität; Eigenkapitalquoten finden verstärkt Beachtung.

Umstritten ist jedoch, inwieweit der seinerzeit festzustellende Rückgang des ausgereichten Kreditvolumens eine restriktivere Kreditvergabe der Banken und Sparkassen widerspiegelt. Zwar liegt es nahe, den Rückgang der Kreditvergabe auf den Wandel an den Finanzmärkten zurückzuführen, und tatsächlich zeigen Umfragen bei Banken und Unternehmen übereinstimmend, dass die Kreditvergabepraxis der Banken restriktiver geworden ist. Auch in empir-

<sup>182</sup> Vgl. Paffenholz (2005a), S. 105f.

rischen Studien kann dieser Zusammenhang nicht völlig ausgeschlossen werden; jedoch stimmen die meisten ökonometrischen Untersuchungen darin überein, dass der Rückgang des Kreditvolumens hauptsächlich durch die schwache Kreditnachfrage – und diese wiederum durch die schleppende Konjunktorentwicklung – verursacht worden ist. Im Jahr 2005 hat sich der Negativtrend bei der Kreditvergabe nicht weiter fortgesetzt, und es spricht vieles dafür, dass der Anstieg der Kreditneuzusagen auf die konjunkturelle Erholung zurückzuführen ist.

#### **4.4 Eigenkapitalausstattung des Mittelstands**

Das Finanzierungsumfeld des Mittelstands ist - wie die vorherigen Ausführungen gezeigt haben - in Bewegung geraten und wird sich in den kommenden Jahren aller Voraussicht nach weiter verändern.<sup>183</sup> Insbesondere die Veränderungen im Zugang zu Krediten haben Anpassungsreaktionen in den Unternehmen zur Konsequenz. Der folgende Abschnitt hat zwei Anliegen. Erstens wird die Veränderung der finanziellen Situation der Unternehmen anhand der beiden Messgrößen Eigenkapitalquote und Ausfallwahrscheinlichkeit skizziert. Dabei interessiert, ob sich Verbesserungen ergeben haben, welche die Chancen auf den Erhalt von Krediten bzw. günstiger Kreditkonditionen erhöhen. Zweitens werden Finanzierungsoptionen, die die Eigenkapitalausstattung verbessern können, im Hinblick auf ihre zentralen Merkmale dargestellt. Gerade diesen Optionen wird von den Unternehmen für die Zukunft eine zunehmende Bedeutung zugesprochen.<sup>184</sup>

##### **4.4.1 Eigenkapitalquoten: Befunde und Aussagegehalt**

Anders als etwa in Frankreich, wo es eine nationale Unternehmensdatenbank gibt, die eine Bilanzdatenbank einschließt, existiert in Deutschland kein zentrales Unternehmensregister. Daten zur Finanzierungsstruktur der Unternehmen werden hierzulande von Institutionen bereitgestellt, für die diese Daten nur ein Nebenprodukt ihrer Tätigkeit sind. Dazu gehören unter anderen die Deutsche Bundesbank, die KfW Bankengruppe, der Verband der Vereine Creditreform sowie der DSGV. Die Vergleichbarkeit der verschiedenen Daten ist vor allem aufgrund unterschiedlicher Grundgesamtheiten und Ermittlungsmethoden eingeschränkt. Hinsichtlich des Aussagegehalts kommt dabei zweifelsohne den verschiedenen Auswertungen von Bilanzdaten die höchste Relevanz zu.

---

<sup>183</sup> Vgl. Brunner et al. (2004).

<sup>184</sup> Vgl. Engel et. al. (2004), S. 16f.

#### Box 4.1 Datenquellen zur Ermittlung der Eigenkapitalquote deutscher Unternehmen

Da keine Institution über die Daten aller Unternehmen in Deutschland verfügt, sondern jeweils nur einen Ausschnitt aus der Unternehmenslandschaft zu ihren Kunden zählt, spiegeln die Zahlen vor allem die Klientel der verschiedenen Institutionen wider. So gehören zu den Sparkassenkunden viele sehr kleine Gewerbetreibende und Freiberufler, die kaum Eigenkapital benötigen. Bei Einzelfirmen sind die Grenzen zwischen Unternehmens- und Privatvermögen fließend; ob der Eigentümer sein Vermögen im Unternehmen oder im Privatvermögen hält, ist unter Haftungsgesichtspunkten irrelevant, da er immer mit seinem Gesamtvermögen bürgt. Auch andere dem Eigenkapital in der Literatur zugeschriebene Funktionen (Signalfunktion, etc.) kann das Eigenkapital im Einzelunternehmen entweder nur unzureichend erfüllen, oder sie werden von der Aufteilung des Vermögens nicht berührt. Daher folgt die Aufteilung des Vermögens zwischen Unternehmen und privater Sphäre eher Überlegungen, die außerhalb der Unternehmenssphäre liegen, z. B. einem Steueroptimierungskalkül.

Daher nimmt es nicht wunder, dass die vom DSGV präsentierten Zahlen eher am unteren Ende der Skala liegen. Am anderen Ende der Skala liegen die Zahlen von KfW Bankengruppe und Deutscher Bundesbank. Im Sample der Deutschen Bundesbank sind besonders viele Großunternehmen vertreten, die den Durchschnitt der ausgewiesenen Kennziffern verbessern. Zur Kundschaft der KfW gehören überwiegend kleine und mittlere Unternehmen. Es handelt sich nahezu ausschließlich um investierende Unternehmen, die insgesamt besser dastehen dürften als solche Unternehmen, die nicht investieren.

Tabelle 4.1 gibt die Ergebnisse verschiedener Datenquellen für den Zeitraum von 1996 bis zum aktuellen Rand wider. Wo möglich wird der Median<sup>185</sup> der Eigenkapitalquote zugrunde gelegt, der bei der Eigenkapitalquote meist unter dem Durchschnitt liegt. Für die Angaben aus dem Jahresabschlussdatenpool der Deutschen Bundesbank, der KfW Bilanzdatenbank und der Dafne Datenbank werden dabei jeweils identische Abgrenzungen verwendet. Die Daten des DSGV stehen nicht in derselben Abgrenzung zur Verfügung. Die Vergleichbarkeit der verschiedenen Daten ist vor allem aufgrund unterschiedlicher Samples und Ermittlungsmethoden eingeschränkt.

Die vorliegenden Befunde machen deutlich, dass *die* Eigenkapitalquote des Mittelstands nicht angegeben werden kann, da die Studien zu recht unterschiedlichen Ergebnissen kommen. Trotz der Einschränkungen in ihrer Vergleichbarkeit und Aussagekraft für den gesamten Mittelstand zeigen sich aber dennoch einige Gemeinsamkeiten auf, so dass generalisierende Aussagen zur Eigenkapitalsituation im Mittelstand und zu ihren Entwicklungstendenzen möglich sind:

- Die Ausstattung mit Eigenkapital steigt tendenziell mit zunehmender Unternehmensgröße an,
- die Eigenkapitalquote ist in den letzten Jahren generell angestiegen,

<sup>185</sup> Dieses statistische Maß gibt den Wert desjenigen Unternehmens an, an dem das Sample in zwei gleich große Hälften geteilt wird, d.h. es gibt genauso viele Unternehmen mit gleichem oder höheren Werten wie solche mit gleichem oder niedrigeren Werten. Die Verwendung des Medians hat gegenüber dem Mittelwert den Vorzug, dass er robust gegenüber Extremwerten in den Kennziffern ist. Damit gibt der Median ein verlässlicheres Bild der Entwicklung der Finanzkennziffern.

- vor allem bei mittleren Unternehmen war eine Steigerung der Eigenkapitalquote feststellbar.

**Tabelle 4.1: Eigenkapitalquoten<sup>a</sup> im Zeitraum von 1996 bis 2004**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Deutsche Bundesbank<sup>b, c</sup></b>									
Kleine Unternehmen	4,1	3,0	8,4	8,1	4,3	4,2	5,8		
Mittlere Unternehmen	15,9	16,4	19,3	19,7	20,1	20,8	22,7		
Große Unternehmen	26,1	26,4	27,2	27,0	26,7	27,4	28,5		
Alle Unternehmen		16,2	17,5	18,4	18,6	19,5	21,0	21,9	
<b>KfW-Bilanzdatenbank<sup>c</sup></b>									
Kleine Unternehmen						14,1	13,9	15,4	
Mittlere Unternehmen						14,9	16,0	18,1	
Größere Unternehmen						25,5	25,4	26,3	
Alle Unternehmen						15,0	15,3	17,1	
<b>Dafne Bilanzdatenbank<sup>c</sup></b>									
Kleine Unternehmen			22,3	22,0	21,7	24,6	24,9		
Mittlere Unternehmen			23,8	24,7	26,1	27,9	29,2		
Große Unternehmen			32,1	31,7	31,8	32,8	32,3		
<b>DSGV<sup>d</sup></b>									
Kleinstunternehmen		0	0	0	0	0	0	0	2,5
Kleine und mittlere Unternehmen		7,2	7,3	7,5	7,4	8,5	9,3	11,2	13,6
Große Unternehmen		21,6	22,2	21,4	21,0	22,1	23,1	25,0	25,6

Quellen: Eigene Berechnungen basierend auf statistischen Sonderveröffentlichungen der Deutschen Bundesbank (2003, 2004, 2005), Sonderauswertung der KfW-Bilanzdatenbank (2005), Sonderauswertung der Dafne-Bilanzdatenbank (2005), DSGV (2006).

<sup>a</sup> Mit der Bilanzsumme gewichteter Durchschnitt (Deutsche Bundesbank), Median (KfW-Bilanzdatenbank, Dafne-Bilanzdatenbank, DSGV).

<sup>b</sup> Für 1996-1999 basieren die Angaben auf Jahresabschlüssen von Unternehmen in der durch das Rediskontgeschäft entstandenen Unternehmensbilanzdatenbank der Deutschen Bundesbank. Auf Grund deutlich höherer Anforderungen an die Notenbankfähigkeit hat insbesondere die Zahl der Jahresabschlüsse von eigenkapitalschwachen Firmen im Datenmaterial der Bundesbank überproportional für 1998 und 1999 abgenommen. Die Reihe „Alle Unternehmen“ (1997-2003) sowie die Angaben ab dem Jahr 2000 basieren auf dem Jahresabschlussdatenpool der Deutschen Bundesbank, der aktuell 105.000 Einzelabschlüsse nichtfinanzieller Unternehmen mit Sitz in Deutschland umfasst (vgl. Deutsche Bundesbank 2005c).

<sup>c</sup> Kleine Unternehmen: Jahresumsatz von weniger als 2,5 Mio. EUR, mittlere Unternehmen: Jahresumsatz zwischen 2,5 und weniger als 50 Mio. EUR, große Unternehmen Jahresumsatz von 50 Mio. EUR und mehr

<sup>d</sup> Kleinstunternehmen: bis zu 9 Beschäftigte und Jahresumsatz bis 1 Mio. EUR; kleine und mittlere Unternehmen: 10 bis 499 Beschäftigte und Jahresumsatz von 1 bis 50 Mio. EUR, große Unternehmen: 500 und mehr Beschäftigte und Jahresumsatz von 50 Mio. EUR und mehr.

Lesehilfe: Der ausgewiesene Medianwert der Eigenkapitalquote von 9,3 % für kleine Unternehmen im Jahr 2002 gemäß der Bilanzdatenbank der Deutschen Bundesbank bedeutet, dass 50 Prozent der kleinen Unternehmen genau 9,3 % Eigenkapitalquote oder weniger realisieren, die übrigen 50 Prozent haben eine Quote von 9,3 % oder mehr.

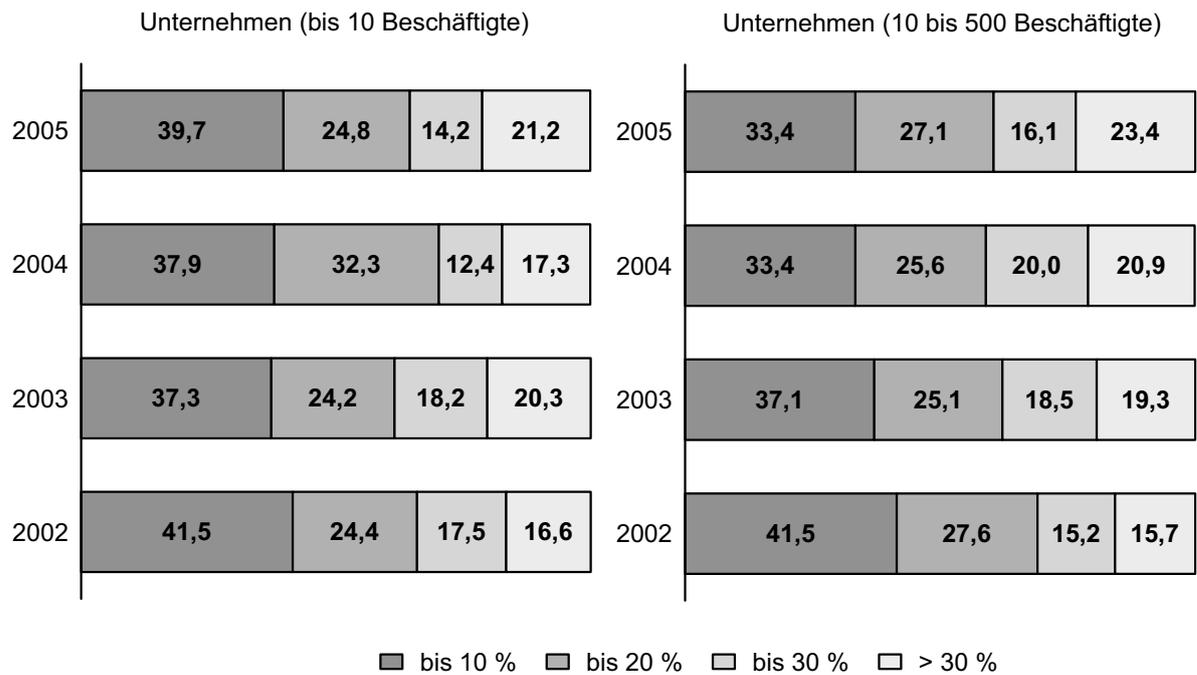
Tabelle 4.1 zeigt, dass alle Quellen darauf hindeuten, dass sich die Eigenkapitalausstattung der Unternehmen in Deutschland in den letzten Jahren verbessert hat. Dies gilt insbesondere für die mittleren Unternehmen, die nach allen Quellen eine beachtliche Stärkung ihrer Eigenkapitalbasis realisiert haben. So ist die Eigenkapitalquote des mittleren Unternehmenssegments<sup>186</sup> laut DSGV von 2001 bis 2003 um mehr als 30 % (bis 2004: 60 %), laut KfW um rund 20 % gestiegen. Ein großer Vorteil der in Tabelle 4.1 zitierten Quellen ist, dass sie auf tatsächlichen Bilanzen beruhen. Das bedingt zugleich ihren größten Nachteil: Es handelt sich um historische Daten, die zudem erst mit großer Verzögerung in ausreichender Zahl vorliegen.

Informationen zur aktuellen Entwicklung der Eigenkapitalquoten ermöglichen die Daten der Creditreform Unternehmensbefragungen, die eine Fortsetzung der zuvor beschriebenen Entwicklung anzeigen. Die in Umfragen erhobenen Eigenkapitalquoten der Creditreform unterscheiden sich zwar von den Auswertungen der Bilanzdatenbanken in ihrer Aussagefähigkeit, sie bieten jedoch den Vorteil, eine Art Frühindikator zu sein und bis zur Gegenwart heranzureichen.

Trotz der anderen Abgrenzung zeigt sich, dass die oben dargestellte Entwicklung sich auch am aktuellen Rand fortsetzt, nämlich ein Anstieg der Eigenkapitalquote, der vor allem bei mittelgroßen Unternehmen festzustellen ist.

---

<sup>186</sup> Hier ist allerdings die andersartige Abgrenzung der Größenklassen zu beachten (siehe Fußnote 4 zu Tabelle 4.1).



Quelle: Creditreform

Quelle: Vereine Creditreform, verschiedene Befragungen

**Grafik 4.5 Eigenkapitalquoten nach Klassen im Zeitraum von 2002 bis 2005 (jeweils Ergebnisse der Herbst-Umfrage, Anteile in %)**

Die Analysen lassen insgesamt den Schluss zu, dass die deutsche Unternehmenslandschaft in Gänze, also nicht nur große sondern auch kleine und mittlere Unternehmen eine Stärkung der Eigenkapitalbasis erreichen konnten. Bemerkenswert ist vor allem die deutliche Zunahme bei mittleren Unternehmen. Eine denkbare Begründung für die Unterschiede nach Größenklassen fußt auf der Basel II Vereinbarung. Kleine Unternehmen fragen in der Regel Darlehensvolumina nach, die mehrheitlich dem Retailsegment zuzurechnen sind. Nach Basel II wird für Darlehen in diesem Segment eine einheitliche Eigenkapitalunterlegung seitens der Kreditgeber von 6 % der ausgegebenen Kredite gefordert. Anders im Unternehmenssegment (corporate segment), in dem die Höhe der Eigenkapitalunterlegung von der Bonität des Kreditnachfragers direkt abhängt. Die (zu erwartende) Spreizung in den Kreditkonditionen dürfte im Retailsegment daher vergleichsweise geringer als im Unternehmenssegment ausfallen. Anreize oder Notwendigkeiten zur Erhöhung der Eigenkapitalquote sind folglich für mittlere Unternehmen größer, denn diese wirken sich direkt auf eine Verbesserung der Bonität und damit die Kreditkonditionen aus. In gewisser Hinsicht bestand für Unternehmen mittlerer Größe auch ein Nachholbedarf gegenüber größeren Unternehmen, die aufgrund stärkerer Kapitalmarktorientierung von jeher ein stärkeres Augenmerk auf eine gute finanzielle Performance legen mussten. Unabhängig von Basel II ist hervorzuheben, dass mittlere Unternehmen im Regelfall über bessere Möglichkeiten einer Steigerung der Eigenkapitalquote

verfügen, sei es aufgrund der höheren Profitabilität<sup>187</sup> oder dem besseren Zugang zu Beteiligungs- und Mezzaninkapital.<sup>188</sup> Dies wird durch die Ergebnisse der jüngsten KfW Unternehmensbefragung untermauert<sup>189</sup>: Zwar ist der Anteil der kleinen Unternehmen, die ihre Eigenkapitalquote erhöhen wollen, mit knapp 70 % höher als der der mittelgroßen Unternehmen mit etwa 61 %, aber die kleinen Unternehmen geben am häufigsten an, keine Möglichkeit zur Erhöhung ihres Eigenkapitals zu sehen, während mittlere Unternehmen bessere Möglichkeiten sehen, ihr Eigenkapital zu erhöhen.

Weiterführende Analysen auf Basis der Dafne-Bilanzdatenbank zeigen, dass der Anstieg der Eigenkapitalquote sowohl aus der Zunahme der Eigenmittel als auch der Abnahme der Bankverbindlichkeiten resultiert (vgl. Tabelle 4.2). Beides deckt sich mit Ergebnissen der KfW<sup>190</sup> und wird von Analysen der Deutschen Bundesbank untermauert. Aus der Finanzierungsrechnung der Bundesbank geht hervor, dass die deutschen Unternehmen 2004 per saldo Verbindlichkeiten in Höhe von 60 Mrd. Euro getilgt haben.<sup>191</sup> Der Unternehmenssektor insgesamt hat damit erstmals seit 1991 per saldo keine Außenfinanzierungsmittel mehr nachgefragt (und ist damit zum Nettosparer geworden). Möglich wurde dies, weil die Unternehmen einerseits Finanzaktiva abgebaut haben, und andererseits, weil die eigenen Mittel der Unternehmen stark angestiegen sind. Diese Entwicklung wiederum, so die Deutsche Bundesbank, ist Folge der positiven Ertragsentwicklung im Jahr 2004. Die Innenfinanzierungsquote erreichte somit 120 % der gesamten Mittelverwendung. Spiegelbildlich zur Abnahme der Bankverbindlichkeiten sinkt auch die Investitionsquote (Investitionen bezogen auf materielles Vermögen). Bei großen Unternehmen betrug die Investitionsquote im Jahr 2003 nicht einmal die Hälfte des Wertes im Jahr 1999. Bei mittleren Unternehmen zeigt sich insbesondere nach 2001 eine deutliche Reduktion der Investitionsquote.

---

<sup>187</sup> Hinweise darauf geben u. a. Auswertungen aus der Dafne Bilanzdatenbank.

<sup>188</sup> Siehe Kapitel 4.3.

<sup>189</sup> Vgl. Schumacher/Zimmermann (2005), S. 58.

<sup>190</sup> Vgl. Plattner (2006).

<sup>191</sup> Deutsche Bundesbank (2005b), S. 21f.

**Tabelle 4.2: Prozentuale Veränderung der Eigenmittel und der Bankverbindlichkeiten gegenüber dem Vorjahr (Median)**

	1999	2000	2001	2002	2003
Veränderung der Eigenmittel (in %)					
Kleine Unternehmen	4,0	3,2	2,4	3,5	1,7
Mittlere Unternehmen	3,4	2,3	2,2	1,7	1,2
Große Unternehmen	3,1	2,4	1,6	1,8	0,6
Veränderung der Bankverbindlichkeiten (in %)					
Kleine Unternehmen	-1,1	-2,1	-4,3	-6,5	-6,6
Mittlere Unternehmen	-0,4	-1,6	-3,5	-4,3	-5,6
Große Unternehmen	0,7	0,0	-1,1	-4,9	-6,5
Höhe der Investitionsquote (in %)					
Kleine Unternehmen	0,1	1,1	0,8	0,3	0,5
Mittlere Unternehmen	3,0	3,5	2,9	1,3	1,9
Große Unternehmen	5,4	2,8	2,4	3,6	2,3

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Dafne-Bilanzdatenbank.

### ***Ursachen der Verbesserung der Eigenkapitalausstattung***

So unterschiedlich die Daten auch sein mögen, sie stehen durchaus im Einklang mit den Konsequenzen, die als Folge des zuvor skizzierten Finanzmarkt wandels zu erwarten waren. Mehrere Effekte können für den Anstieg der Eigenkapitalquote verantwortlich gewesen sein: In erster Linie ist auf die Investitionszurückhaltung der Unternehmen zu verweisen. Dafür kann sowohl die schleppende Konjunkturerwicklung als auch eine restriktivere Kreditvergabe der Kreditinstitute verantwortlich sein (Box 4.2). Denkbar ist auch, dass ein Teil der Investitionszurückhaltung das Anpassungsverhalten der Unternehmen widerspiegelt, bewusster mit Investitionsentscheidungen umzugehen oder auch der Gewinnthesaurierung einhergehend mit Erhöhung der Liquidität ein temporär stärkeres Gewicht zu geben, um so die finanzielle Situation des Unternehmens zu verbessern. Auch die Abnahme des Zinsspreads zwischen Eigenkapital- und Fremdfinanzierungen kann eine Rolle gespielt haben. Schließlich ist ein möglicher Grund, dass sich das Spektrum von alternativen Finanzierungsformen und -quellen für den Mittelstand in den letzten Jahren erweitert hat. Für die Relevanz von Anpassungsreaktionen der Unternehmen (stärkere Prüfung von Investitionsentscheidungen, Erhöhung der liquiden Mittel, Eigenkapitalzufuhr von außen) infolge des Finanzmarkt wandels spricht vor allem, dass für Unternehmen mittlerer Größe die stärksten Veränderungen in der Eigenkapitalquote und Ausfallwahrscheinlichkeit zu beobachten sind.

**Box 4.2 Der Zusammenhang von Investitionsverhalten und Eigenkapitalquote der Unternehmen**

Neben den Anstrengungen der kleinen und mittleren Unternehmen, ihre Eigenmittelquote zu erhöhen, können auch die schleppende Konjunkturentwicklung und die restriktive Kreditvergabep Praxis der Banken die gleichen positiven Wirkungen auf die bilanzielle Eigenkapitalquote haben. Die Wirkungskette geht über die Unternehmensinvestitionen und sieht idealtypisch wie folgt aus:

Führt die Konjunkturentwicklung bei den Unternehmen zu sinkenden Ertragserwartungen, so werden sie vermutlich weniger investieren. Genau dasselbe geschieht, wenn die Unternehmen zwar investieren würden, die Kreditinstitute die benötigten Kredite jedoch nicht in ausreichendem Umfang gewähren.

Werden Investitionen unterlassen, kommt es auf der Aktivseite der Bilanz über die Abschreibungen zu einem Rückgang des Anlagevermögens. Werden die durch Abschreibungen frei werdenden Mittel zur Tilgung von Verbindlichkeiten verwendet, dann kommt es zu einer Bilanzverkürzung (Rückgang der Bilanzsumme). Bei konstantem Eigenkapital bedeutet das eine Erhöhung der Eigenkapitalquote.

***Erhöhung der Eigenkapitalquote: bessere finanzielle Performance der Unternehmen?***

Die Erhöhung der Eigenkapitalquote gibt einen ersten Hinweis darauf, dass sich die Chancen auf den Erhalt von Krediten bzw. auf eine Kreditzusage zu besseren Konditionen erhöht haben, denn die Eigenkapitalquote stellt eine wichtige Orientierungshilfe für Banken in ihrer Kreditvergabeentscheidung dar. Neben der Eigenkapitalquote gibt es weitere Kriterien, die zur Erklärung des Auftretens eines Kreditausfalls von Bedeutung sind und somit eine Beurteilung der finanziellen Performance der Unternehmen erlaubt. Hinzu kommt, dass die Aussagekraft der Eigenkapitalquote oftmals nicht eindeutig ist. So bedarf die Eigenkapitalquote selbst bei Kapitalgesellschaften meist einer Korrektur, um das tatsächlich haftende Eigenkapital zu bestimmen. Bei Einzelfirmen (und auch Personengesellschaften) unterliegt der bilanzielle Ausweis des Eigenkapitals vor allem wegen der unscharfen Grenze zwischen der betrieblichen und privaten Vermögenssphäre des Eigentümers einem weiten Gestaltungsspielraum.

Im Folgenden ist von Interesse, ob sich der partielle Eindruck der Verbesserung der finanziellen Situation der Unternehmen anhand des Indikators Eigenkapitalquote auch anhand des aggregierten Maßes der Ein-Jahres-Ausfallwahrscheinlichkeit bzw. des Bonitätsindex von Creditreform belegen lässt. Die Ausfallwahrscheinlichkeit bzw. der Bonitätsindex ist ein aggregiertes Maß, welches sich aus der Zusammenfassung und Gewichtung verschiedener Kriterien ergibt.<sup>192</sup>

Zur Berechnung der Ein-Jahres-Ausfallwahrscheinlichkeit verwenden wir Moody's RiskCalc<sup>TM</sup> und das Modell von Engelmann/Hayden/Tasche (EHT) (2003). Beide Modelle sind durch einen hohen Stellenwert der Eigenkapitalquote als Determinante zum Auftreten

<sup>192</sup> Neben bankinternen Modellen existiert mittlerweile auch eine Vielzahl von Modellen externer Anbieter (z. B. Creditreform, Moodys etc.), welche den Zusammenhang zwischen dem Auftreten eines Kreditausfalls und Charakteristika der Unternehmen abbilden (vgl. u. a. Romeike und Wehrspohn 2004 für eine kritische Würdigung einzelner Modelle).

einer Insolvenz gekennzeichnet. Im Gegensatz dazu kommt der Eigenkapitalquote im Creditreform-Bonitätsindex eine nur sehr geringe Bedeutung zu. Die vergleichende Analyse wird unter anderem Aufschluss darüber geben, wie sensitiv die einzelnen Modelle auf die Gewichtung der Eigenkapitalquote reagieren.

Datengrundlage für die Ein-Jahres-Ausfallwahrscheinlichkeit nach Moody's RiskCalc™ und dem EHT-Modell bildet die Dafne-Bilanzdatenbank. Berücksichtigt werden all jene Unternehmen, für die das aggregierte Maß der Kreditwürdigkeit im Gesamtzeitraum von 1999 bis 2003 ermittelt werden konnte. Dieses Vorgehen hat den Vorteil, dass Veränderungen in den Indikatoren nicht durch Fluktuationen im Sample der Unternehmen bedingt werden.<sup>193, 194</sup>

Tabelle 4.3 stellt den Median des aggregierten Maßes der Kreditwürdigkeit für die einzelnen Jahre differenziert für kleine, mittlere und große Unternehmen dar. Dass größere Unternehmen tendenziell eher eine geringere Ausfallwahrscheinlichkeit aufweisen als kleine Unternehmen, entspricht den Erwartungen und unterstreicht die Plausibilität der Resultate. Der Medianwert der Ein-Jahres-Ausfallwahrscheinlichkeit nimmt für die mittleren und großen Unternehmen stetig ab. Der Wert für die kleineren Unternehmen unterliegt dagegen deutlichen Schwankungen, so dass eine eindeutige Tendenz nicht zu erkennen ist.

---

<sup>193</sup> Nähere Analysen zeigen auf, dass es sich bei Unternehmen mit vollständigen Bilanzdaten tendenziell um solche mit höherer Kreditwürdigkeit handelt. Die ausgewiesene Kreditwürdigkeit ist aufgrund dessen nicht repräsentativ für die gesamte Unternehmenspopulation. Unabhängig von der tatsächlichen Höhe kann jedoch vermutet werden, dass die Veränderung über die Zeit nicht zu optimistisch gezeichnet wird. Anlass zu dieser Vermutung gibt die Beobachtung, dass die Veränderung der Eigenkapitalquote recht ähnlich zu den Angaben anderer Datenquellen verläuft.

<sup>194</sup> Der Zeitraum von fünf Jahren ist der Kompromiss zwischen dem Wunsch nach Betrachtung eines möglichst langen Zeitraums und dem Ziel, eine hinreichend hohe Anzahl von Unternehmen zu berücksichtigen. Wird ein kürzerer Zeitraum gewählt, erhöht sich die Zahl der berücksichtigten Unternehmen. Die Ergebnisse für den kurzen Zeitraum bleiben inhaltlich unverändert, wenn das größere Sample an Unternehmen zugrunde gelegt wird. Aus diesem Grund verzichten wir auf das größere Sample, um so einen längeren Zeitraum betrachten zu können. Für die Analyse konnten 1.352 Unternehmen berücksichtigt werden, davon 170 kleine, 701 mittlere und 480 große Unternehmen.

**Tabelle 4.3: Ein-Jahres-Ausfallwahrscheinlichkeit der Unternehmen (Median)**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Wert nach Moody's RiskCalc™ für Dafne-Unternehmen <sup>a</sup>						
Kleine Unternehmen	0,71	0,91	0,72	0,64	0,73	
Mittlere Unternehmen	0,52	0,52	0,44	0,44	0,42	
Große Unternehmen	0,32	0,3	0,26	0,3	0,28	
Wert nach dem EHT-Modell für Dafne-Unternehmen <sup>b</sup>						
Kleine Unternehmen	1,97	2,17	2,10	1,28	1,28	
Mittlere Unternehmen	1,08	0,84	0,69	0,49	0,51	
Große Unternehmen	0,48	0,56	0,38	0,48	0,35	

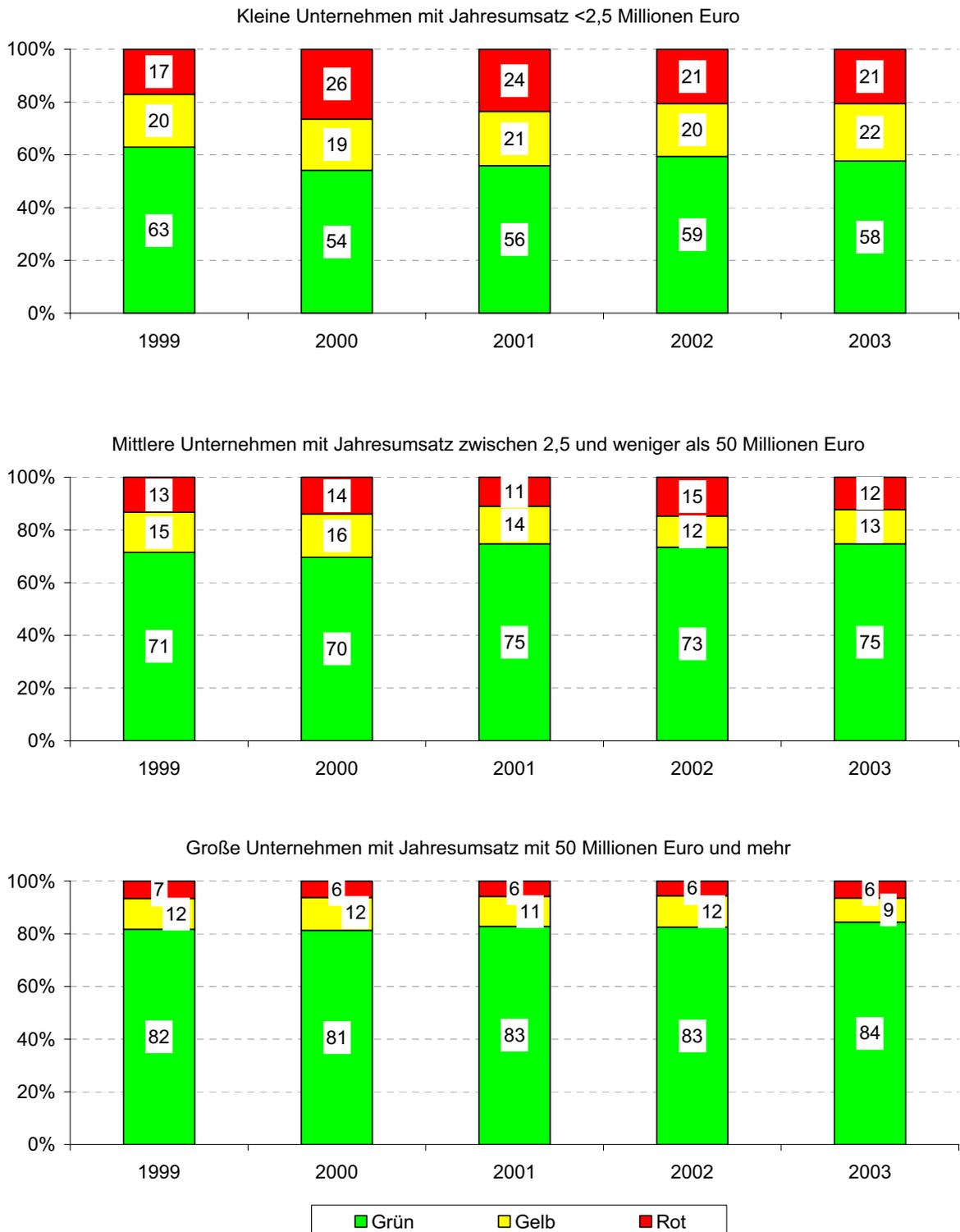
Quellen: Berechnungen des RWI.

<sup>a</sup> Zur Berechnung der Ratingkennziffer vgl. Falkenstein et al. (2001).

<sup>b</sup> Zur Berechnung der Ratingkennziffer vgl. Engelmann et al. (2003).

In einer weiterführenden Analyse interessiert der Anteil der Unternehmen, die in der Regel keine Probleme haben, zusätzliche Kredite zu erhalten. Grundlage für die folgende Darstellung (Tabelle 4.3) bildet die Ein-Jahres-Ausfallwahrscheinlichkeit der Dafne-Unternehmen basierend auf Moody's RiskCalc™. Aus Gründen der Übersichtlichkeit wird zwischen den drei Bereichen grün, gelb und rot unterschieden. Unternehmen im grünen Bereich weisen eine Ein-Jahres Ausfallwahrscheinlichkeit von unter 1 % auf. Für diese Unternehmen ist die Akquise zusätzlicher Kredite vergleichsweise unproblematisch. Unternehmen im gelben Bereich haben einen Wert zwischen 1 und unter 2,6 % und Unternehmen im roten Bereich eine Ein-Jahres Ausfallwahrscheinlichkeit von 2,6 % und höher. Unternehmen im gelben Bereich sind schon mit deutlichen Risikoaufschlägen konfrontiert; Unternehmen im roten Bereich erhalten in der Regel keine zusätzlichen Kredite mehr.

Die Ergebnisse in Grafik 4.6 zeigen an, dass der Anteil von Unternehmen im grünen Bereich moderat zunimmt. Bei mittleren Unternehmen steigt er von knapp 71 % im Jahr 1999 auf 75 % im Jahr 2003 an. Die Anteilszunahme fällt für Großunternehmen etwas moderater aus. Den Ergebnissen in beiden Tabellen zufolge, sollte sich der Zugang zu externer Finanzierung für Unternehmen außerhalb des Retailportfolios also eher verbessert haben. Der partielle Eindruck auf Basis der eingangs erwähnten Veränderung der Eigenkapitalquote bestätigt sich somit auch anhand des aggregierten Maßes der Ein-Jahres Ausfallwahrscheinlichkeit.



**Grafik 4.6 Ein-Jahres-Ausfallwahrscheinlichkeit der Unternehmen, Ampeldarstellung, nach Größenklassen**

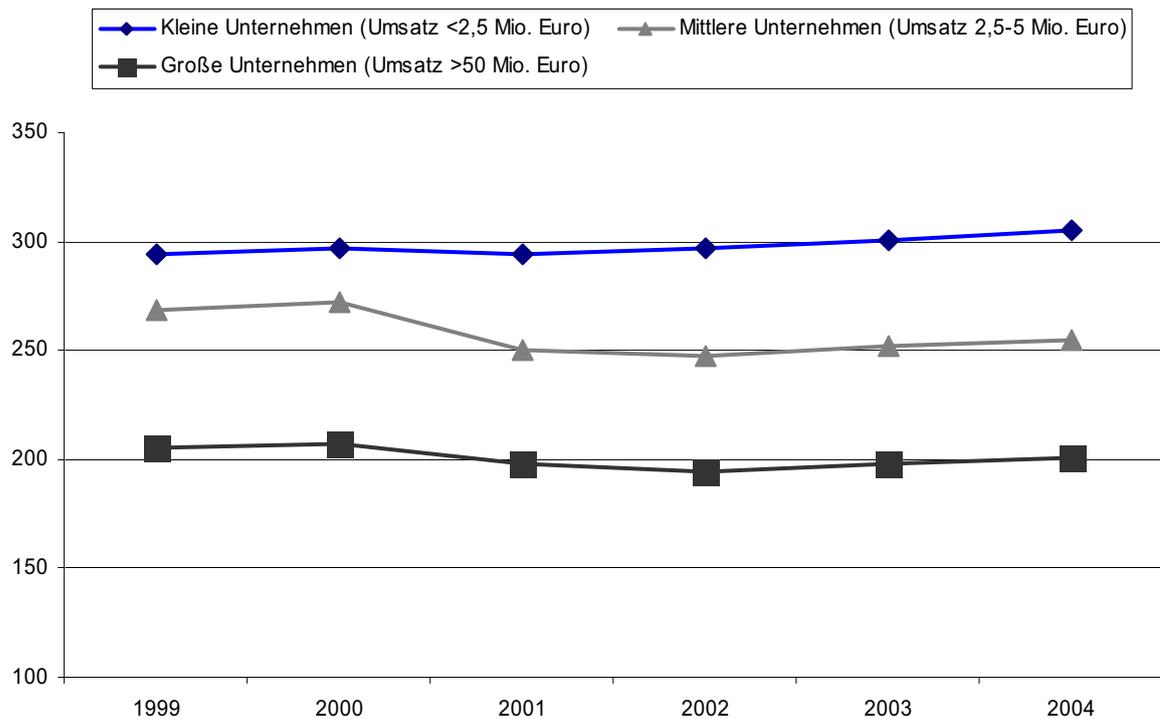
In Ergänzung zu den beiden Modellen mit hoher Gewichtung der Eigenkapitalquote wenden wir uns nun dem Creditreform-Bonitätsindex zu, der vom Ansatz her andere Kriterien berücksichtigt. Der Creditreform Bonitätsindex bewertet fünfzehn bonitätsrelevante Merkmale und verdichtet sie zu einem Index. Dabei werden sowohl Finanz- und Liquiditätsrisiken als auch strukturelle Risiken betrachtet. Die bewerteten Merkmale reichen von der Klassifikation

des Wirtschaftszweigs, über das Unternehmensalter bis hin zu „weicheren“ Faktoren wie dem Zahlungsverhalten und der Auftragslage. Die Eigenkapitalquote geht dabei mit einem Gewicht von vier Prozent in das Gesamtrating ein. Der Creditreform-Bonitätsindex kann Werte zwischen 100 und 600 Risikopunkten annehmen. Dabei gilt: Je höher der Bonitätsindex ist, desto größer ist das Risiko (vgl. Tabelle 4.4).

**Tabelle 4.4: Klassifizierung der Ratingklassen**

Ratingklasse	Kreditwürdigkeit	Bonitätsindex
1	Ausgezeichnete Bonität	100-149
2	Sehr gute Bonität	150-200
3+	Gute Bonität	201-250
3	Mittlere Bonität	251-300
3-	Angespannte Bonität	301-350
4	Sehr schwache Bonität	351-499
5	Massive Zahlungsverzüge	500
6	Harte Negativmerkmale	600

Die Kreditwürdigkeit der kleinen Unternehmen mit einem Umsatz von bis zu 2,5 Mio. EUR hat sich in den vergangenen Jahren verschlechtert. Während sich der durchschnittliche Creditreform Bonitätsindex für kleine Unternehmen bis zum Jahr 2002 im mittleren Bereich bewegte, steht er seit dem Jahr 2004 mit einem Wert von 305,52 im Bereich der angespannten Bonität. Das Rating für die mittelgroßen Unternehmen hatte sich zunächst bis zum Jahr 2002 auf einen durchschnittlichen Bonitätsindex von 247,6 deutlich verbessert. Seitdem ist der Bonitätsindex aber wieder leicht angestiegen, d. h. die Kreditwürdigkeit der Unternehmen mit einem Umsatz zwischen 2,5 und 5 Mio. EUR hat sich wieder verschlechtert und steht im Jahr 2004 bei 254,4. Ähnlich zeigt sich die Entwicklung der Kreditwürdigkeit der großen Unternehmen. Bis zum Jahr 2002 verbesserte sich das Rating auf 194,24, was als eine sehr gute Bonität interpretiert werden kann, seither hat die Kreditwürdigkeit allerdings wieder leicht abgenommen und notierte zum Jahresende 2004 bei 200,62. Eine mögliche Ursache dafür ist, dass der Creditreform-Bonitätsindex, im Gegensatz zu den übrigen Indikatoren, eine starke konjunkturelle Komponente enthalten könnte. Die Ergebnisse weisen darauf hin, dass die Ergebnisse durchaus variieren, je nachdem welches Gewicht der Eigenkapitalquote eingeräumt wird. Welches Modell die Realität besser abbildet, kann an dieser Stelle nicht beantwortet werden. Dies bleibt zukünftigen Analysen vorbehalten.



Anmerkung: Je höher der Wert, desto niedriger die Bonität

**Grafik 4.7 Creditreform Bonitätsindex, 1999-2004, nach Größenklassen**

### **Zwischenfazit**

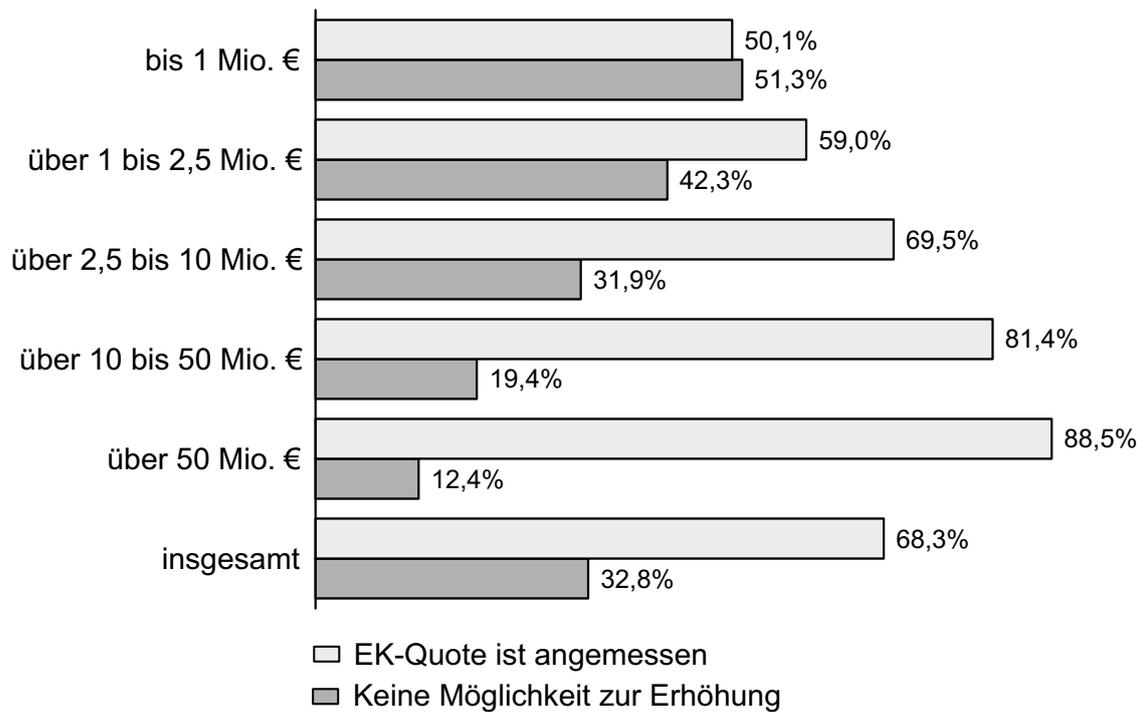
Als zentrale Erkenntnis der Ausführungen ergibt sich, dass die mittelständischen Unternehmen im Schnitt ihre Eigenkapitalquote erhöht und ihre Kreditwürdigkeit verbessert haben. Dies gilt insbesondere für Unternehmen mittlerer Größe, wie die verwendeten Datenquellen belegen. Anders als kleine Unternehmen verfügen diese tendenziell über mehr Innenfinanzierungskraft als kleinere Unternehmen. Die Ergebnisse geben damit Hinweise darauf, dass sich viele Unternehmen bereits auf die neuen Finanzierungsbedingungen eingestellt und verstärkt Maßnahmen zur Verbesserung der finanziellen Situation ergriffen haben. Erst kürzlich bekannt gewordene Daten zeigen, dass inzwischen möglicherweise auch kleinere Unternehmen nachgezogen und erste Maßnahmen zur Optimierung ihrer Finanzierungsstruktur ergriffen haben. Ob die vollzogenen Maßnahmen bereits genügen, kann an dieser Stelle jedoch nicht beantwortet werden. Mit Blick auf die verbesserte Finanzierungsstruktur und den Zugang zu Fremdkapital ist die Erhöhung der Eigenkapitalquote und Kreditwürdigkeit erfreulich. So dürften diejenigen Unternehmen, die ihre Finanzierungsstruktur verbessern konnten, - im Schnitt betrachtet - bessere Chancen auf den Erhalt von Krediten haben als noch vor einigen Jahren - und das zu günstigeren Konditionen.

#### 4.4.2 Zielsetzungen der Unternehmen

Die vorhergehenden Ausführungen haben gezeigt, dass sich die Eigenkapitalsituation im Mittelstand in allen Größenklassen ausgehend von einem niedrigen Niveau in den vergangenen Jahren leicht verbessert hat, und dass die Verbesserung bei den mittleren Unternehmen am deutlichsten ist. Trotz dieser positiven Tendenz gilt aber nach wie vor, dass viele mittelständische Unternehmen nur über eine unzureichende Eigenkapitalausstattung verfügen. Um Nachteile in der Kreditfinanzierung zu vermeiden, wird daher vielfach die Bildung oder Aufnahme neuen Eigenkapitals erforderlich sein. Diese Erkenntnis setzt sich auch im Mittelstand zunehmend durch. So planen nach den Befunden der jüngsten KfW-Unternehmensbefragung etwa 45 % der Befragten Maßnahmen zur Erhöhung der Eigenkapitalquote.<sup>195</sup> Von den Unternehmen, welche keine Stärkung ihres Eigenkapitals planen, erachten rund zwei Drittel ihre Eigenkapitalbasis als angemessen. Ein Drittel begründet diese Haltung indessen mit nicht vorhandenen Möglichkeiten zur Erhöhung des Eigenkapitals. Ein Bedarf wird von diesen Unternehmen demnach durchaus gesehen, aufgrund unternehmensinterner Gegebenheiten oder Voraussetzungen potenzieller Kapitalgeber kann er jedoch nicht befriedigt werden.

---

<sup>195</sup> Zimmermann/Schumacher (2005), S. 55ff. Ebenso die anderen Angaben dieses Kapitels.



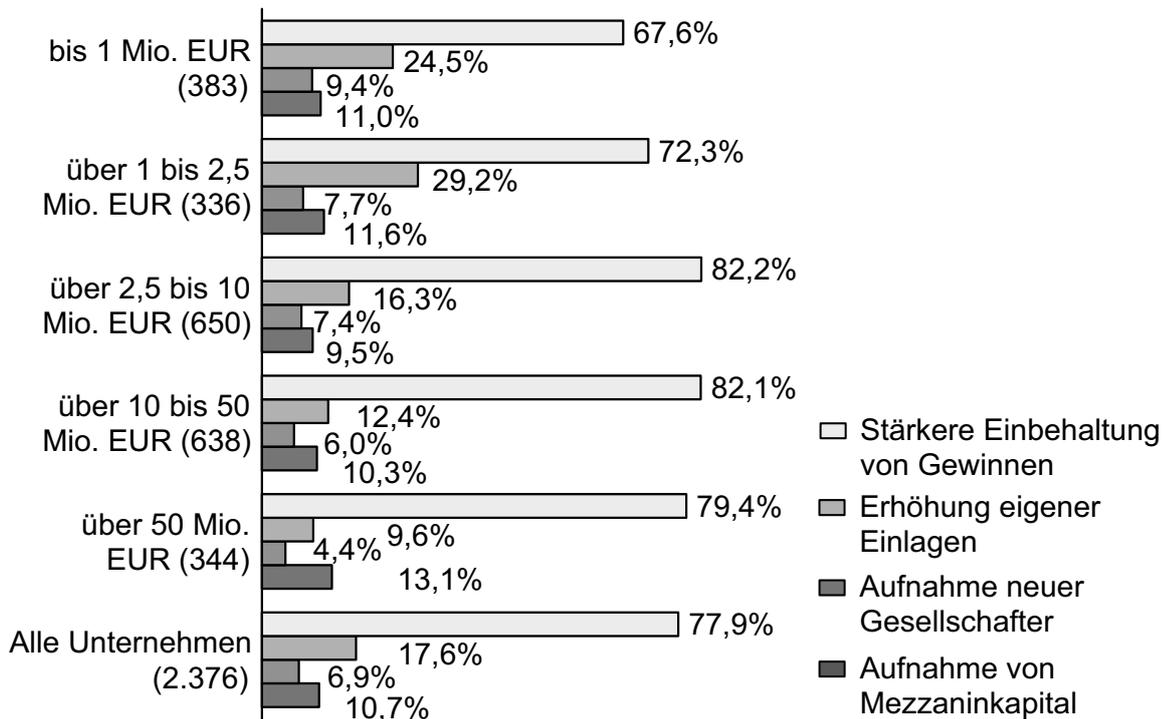
Quelle: KfW 2005, S. 59.

#### Grafik 4.8 Gründe für fehlende Pläne zur Erhöhung der Eigenkapitalquote (nach Umsatzgrößenklassen)

Überlegungen zur Erhöhung der Eigenkapitalquote unterbleiben vor allem bei kleineren Unternehmen mit bis zu 1 Mio. EUR Umsatz. In dieser Größenklasse sind es immerhin fast zwei Drittel der Befragten, die nicht über entsprechende Pläne verfügen, während die entsprechenden Anteile in den sonstigen Klassen in etwa dem Gesamtwert entsprechen. Größenbedingte Unterschiede zeigen sich ferner in Bezug auf die Begründung fehlender Überlegungen zur Eigenkapitalstärkung. So sehen in der Größenklasse mit bis zu 1 Mio. EUR Umsatz etwa die Hälfte der Unternehmen, die keine Erhöhung der Eigenmittel planen, hierzu auch keine Möglichkeit. Mit zunehmenden Umsätzen verringert sich dieser Anteil aber deutlich und erreicht bei größeren Unternehmen mit mehr als 50 Mio. EUR Umsatz nur noch rund 12 %. Dem entspricht, dass umgekehrt der Anteil von Unternehmen, welche ihre Eigenkapitalausstattung als angemessen beurteilen, mit steigender Umsatzhöhe tendenziell ansteigt.

Verallgemeinert man diese Befunde, so lässt sich Folgendes festhalten: Je kleiner ein Unternehmen, desto eher besteht der grundsätzliche Wunsch nach einer Stärkung der Eigenkapitalquote. Allerdings lässt sich dieser nach Einschätzung der Unternehmen selbst umso schlechter verwirklichen, je kleiner das betreffende Unternehmen ist. Vor allem kleinere Unternehmen sehen bislang kaum Spielraum die Eigenkapitalausstattung zu erhöhen. Sie haben zwar die Notwendigkeit struktureller Anpassungen erkannt, ihre aktuelle wirtschaftliche Situation gibt ihnen jedoch nur eingeschränkte Möglichkeiten, auf dem Wege der Innenfinan-

zierung Anpassungen ihrer Kapitalstruktur anzugehen, und externe Optionen zur Eigenkapitalbeschaffung bestehen kaum.<sup>196</sup>



Quelle: KfW 2005, S. 61.

*Mehrfachnennung möglich*

#### Grafik 4.9 Herkunft der Mittel für eine angestrebte Eigenkapitalerhöhung nach Umsatzgrößenklassen (Anteile in %)

Fast 80 % der Unternehmen, die ihren Eigenkapitalanteil aufstocken wollen, planen die notwendigen Mittel aus einbehaltenen Gewinnen zu generieren. Diese Finanzierungsmöglichkeit steht jedoch selbstredend nur dann zur Verfügung, wenn die Unternehmen auch tatsächlich in der Lage sind, in ausreichendem Maße Gewinne zu erwirtschaften. Der Ausbau des Eigenkapitals hängt damit vielfach von einer konjunkturellen Belebung sowie einer starken Nachfrage ab. Insbesondere die lang anhaltende sehr schwache Binnenkonjunktur wirkte mithin nicht gerade förderlich auf die Möglichkeiten des Mittelstands zur Gewinnthesaurierung. Maßnahmen zur Kostensenkung und zur Erhöhung der Ertragskraft können zwar ebenso Raum für die Gewinnthesaurierung schaffen, allerdings dürfte ihnen im Regelfall eher ein begrenzter Effekt zukommen. Die Bedeutung anderer Quellen fällt gegenüber der Gewinnthesaurierung deutlich zurück: 17,6 % planen eine Erhöhung der eigenen Einlagen. Immerhin 10,7 % fassen eine Aufnahme von Mezzaninkapital und 6,9 % eine Aufnahme von Beteiligungskapital ins Auge. Unternehmen, die eine Aufnahme von Mezzanin- oder Beteiligungskapital anstreben, dürften häufig bereits mit Finanzierungsengpässen konfrontiert sein.

<sup>196</sup> Folgt man allerdings jüngsten Veröffentlichungen (DSGV 2006), haben zuletzt auch die kleinsten Unternehmen eine erste Verbesserung ihrer Finanzierungsstruktur zuwege gebracht – wenn auch von sehr niedrigem Niveau aus (siehe Tabelle 4.1)

Wenn Kredite für diese Unternehmen nur noch eingeschränkt verfügbar sind, führt die Aufnahme von Eigenkapital auch dazu, dass sich die Kreditwürdigkeit verbessert und somit auch die Chance zum Erhalt weiterer Kredite erhöht wird.

#### 4.4.3 Optionen zur Eigenkapitalbeschaffung von Außen

Mittelständische Unternehmen können den Anforderungen des Finanzmarkt wandels im Hinblick auf eine Stärkung der Eigenkapitalausstattung vor allem auf drei Wegen nachkommen. Zum einen über die Aufnahme klassischen Eigenkapitals – börslich und außerbörslich –, zum anderen mittels Mezzaninkapital. Mezzaninkapital kann das Eigenkapital direkt erhöhen, sofern es als solches bilanziert werden darf, oder es kann aufgrund seiner spezifischen Ausstattungsmerkmale – Nachrangigkeit der bereitgestellten Mittel, lange Laufzeiten – im Rahmen einer strukturierten Bilanzanalyse oder eines Ratings unter bestimmten Voraussetzungen als "wirtschaftliches Eigenkapital" interpretiert werden.<sup>197</sup> Das entsprechende Anbieterfeld ist recht breit gefächert und umfasst sowohl den Kapitalmarkt<sup>198</sup> als auch Intermediäre wie Banken und Beteiligungsgesellschaften. Während Banken lediglich im Mezzaninkapital-Markt selbst aktiv sind, bieten sich Beteiligungsgesellschaften (darunter auch die Beteiligungs-Tochtergesellschaften von Banken) als Ansprechpartner sowohl für klassisches Eigenkapital als auch für Mezzaninkapital an. Das Finanzierungsangebot von Beteiligungsgesellschaften ist dabei stets mit Unterstützungsleistungen für das Management verbunden, die je nach strategischer Ausrichtung einem eher aktiven oder passiven Ansatz folgen können. Aufgrund dieser Besonderheit wird ihr Finanzierungsangebot unabhängig von der Art der bereitgestellten Mittel (Finanzierungsform) als Private Equity<sup>199</sup> oder Venture Capital bezeichnet (siehe Box 4.3).

---

<sup>197</sup> Vgl. Plankensteiner/Rehbock (2005), S. 791f. und Paffenholz (2004b), S. 74f.

<sup>198</sup> Im Folgenden wird nur der organisierte Kapitalmarkt betrachtet. Kapitalbeschaffungen außerhalb der Börse am "freien Kapitalmarkt", z. B. mittels Privatplatzierungen, werden nicht berücksichtigt.

<sup>199</sup> Die Ursprünge dieses Begriffes liegen in den USA, wo er das definitorische Gegenstück zu "Public Equity", dem börsengehandelten Beteiligungskapital, darstellt. Der Begriffsbestandteil "Private" bringt zum Ausdruck, dass die betreffenden Eigenkapitalanteile nicht am organisierten Kapitalmarkt gehandelt werden und nicht einer breiten Öffentlichkeit ("Public") zugänglich sind. In Deutschland wird der Begriff weiter ausgelegt (siehe Box 4.3). Auch in den USA wird die hier vorgenommene Unterscheidung mehr und mehr vertreten.

### Box 4.3 Mezzaninkapital und Private Equity

**Mezzaninkapital** stellt einen Sammelbegriff für Finanzierungsinstrumente dar, denen aus ökonomischer Sicht eine Zwitterstellung zwischen klassischem Eigen- und Fremdkapital zukommt. Mezzaninkapital greift auf bekannte Finanzierungsinstrumente, in Deutschland vor allem auf Nachrangdarlehen, Genussrechtskapital und stille Beteiligungen, zurück, deren vertragliche Ausgestaltung mit eigenkapitalähnlichen Attributen unterschiedlich vorgenommen werden kann. Je nach Ausgestaltung spricht man von eigenkapitalnahem („Equity Mezzanine“) oder fremdkapitalnahem („Debt Mezzanine“) Mezzanine.

**Private Equity (Venture Capital)** bezeichnet im Unterschied zu Mezzaninkapital keine Finanzierungsform, sondern eine Finanzierungsmethode. Diese sieht die Bereitstellung von Eigen- und/oder Mezzaninkapital in Verbindung mit Unterstützungsleistungen für das Management vor. Charakteristisch ist dabei ein begrenzter Investitionshorizont der Kapitalgeber. Sofern die Finanzierung bereits in der Frühphase der Unternehmensentwicklung einsetzt, die Renditeerwartung der Kapitalgeber überwiegend auf Steigerungen im Unternehmenswert basieren und zudem ein aktiver Unterstützungsansatz ("hands-on-management") verfolgt wird, spricht man auch von Venture Capital.

In der Vergangenheit bestand die Notwendigkeit zur Aufnahme von Eigen- oder Mezzaninkapital für etablierte Unternehmen zumeist nur in Fällen einer wirtschaftlichen Schieflage oder eines außerordentlich hohen Kapitalbedarfs, z. B. wegen der Erschließung von Auslandsmärkten, Unternehmensakquisitionen oder generell einem hohen Unternehmenswachstum.<sup>200</sup> Die restriktivere Kreditvergabepraxis der Banken und der Finanzmarkt看andel haben jedoch eine deutliche Ausweitung des potenziellen Adressatenkreises zur Folge. Gleichzeitig wirken sich die erhöhten Transparenzanforderungen durch den fortschreitenden Finanzmarkt看andel insgesamt begünstigend auf die Fähigkeit mittelständischer Unternehmen aus, diese Finanzierungsquellen für sich zu erschließen. Es kann daher erwartet werden, dass mittelständische Unternehmen Möglichkeiten zur Aufnahme von Beteiligungs- und Mezzaninkapital zukünftig weitaus stärker in Betracht ziehen werden als bisher.

Ein zentrales Kriterium für die Wahl zwischen den verschiedenen Optionen zur Stärkung der Eigenkapitalbasis ist angesichts der üblichen Interessenlage im Mittelstand, in welcher Weise sich das Finanzierungsinstrument auf die unternehmerische Entscheidungsfreiheit auswirkt. Viele Mittelständler wünschen, dass diese möglichst wenig angetastet werden soll.<sup>201</sup> Die den mittelständischen Unternehmen zur Verfügung stehenden Mezzaninprodukte unterscheiden sich vor allem in den Punkten Eingriff in die Gesellschafterstrukturen, Einwirkungsrechte, Entgeltstrukturen und Finanzkommunikation von Beteiligungskapital. Diese werden im Folgenden kurz erläutert.

- *Eingriff in die Gesellschafterstrukturen:* Im Unterschied zu Beteiligungskapital zieht die Bereitstellung von Mezzaninkapital keine Erweiterung des Gesellschafterkreises der finanzierten Unternehmen nach sich, da es sich bei Mezzaninkapital in der Regel um eine

<sup>200</sup> Vgl. Paffenholz (2004a), S. 37ff.

<sup>201</sup> Plattner (2003), S. 50ff.

unbesicherte Finanzierung handelt. Es bietet somit im Unterschied zur Aufnahme von Beteiligungskapital den Vorteil, dass eine Verwässerung der Anteile der Altgesellschafter - zumindest während der Finanzierungslaufzeit - vermieden wird.

- *Einwirkungsrechte der Kapitalgeber:* Konsequenz der fehlenden Gesellschafterstellung der Kapitalgeber ist u. a., dass mit einer Mezzaninkapitalzufuhr deutlich geringere Einwirkungs- und Kontrollrechte seitens der Kapitalgeber verbunden sind als im Fall der Beteiligungskapitalfinanzierung. So ist eine Beteiligungskapitalzufuhr in der Regel mit einer stärkeren Einflussnahme auf das Management des finanzierten Unternehmens verbunden, die im Extremfall auch zu einer Veränderung in der Zusammensetzung des Managements und zu Eingriffen in das operative Geschäft führen kann.<sup>202</sup>
- *Entgeltstrukturen:* Die Bereitstellung von Mezzaninkapital sieht häufig die Zahlung eines gewinnabhängigen Zinses bei gleichzeitigem Verzicht auf eine Beteiligung an Wertsteigerungen des Unternehmens vor.<sup>203</sup> Anders bei Beteiligungskapital: Positive Einnahmen für die Kapitalgeber entstehen nur dann, wenn der erzielte Verkaufspreis bei Veräußerung der Beteiligung den ursprünglichen Kaufpreis übersteigt. Die Möglichkeit einer unbegrenzten Teilhabe an Wertsteigerungen der finanzierten Unternehmen ermöglicht bei Beteiligungskapitalfinanzierungen mithin eine größere Risikotoleranz als bei Mezzaninfinanzierungen. Fehlschläge bei einzelnen Beteiligungen können durch besonders positiv verlaufene Beteiligungen ausgeglichen werden. Risikoreiche Unternehmen mit hohem Wertsteigerungspotenzial eignen sich daher eher für Beteiligungskapitalfinanzierungen, risikoärmere Unternehmen mit begrenztem Wertsteigerungspotenzial eher für Mezzaninkapital.<sup>204,205</sup> Zu risikoreichen Unternehmen zählen insbesondere junge, innovative Unternehmen, deren Geschäftsidee noch nicht hinreichend am Markt erprobt worden ist und Unternehmen, die sich in einer tiefgreifenden Restrukturierungsphase befinden.
- *Finanzkommunikation:* Anders als private oder institutionelle Anleger an der Börse sind Beteiligungskapitalgesellschaften, die außerbörsliches Eigenkapital bereitstellen, im Allgemeinen von einem weitaus umfangreicheren und tiefergehenden Informationsbedürfnis

---

<sup>202</sup> Beispielsweise fanden Kaplan und Strömberg (2001, S. 429) heraus, dass in 14 Prozent aller Beteiligungsfälle noch vor dem Beteiligungsbeginn und in 50 Prozent der Fälle nach dem Beteiligungsbeginn von den Beteiligungsgesellschaften die Anstellung bzw. die Entsendung erfahrener Manager in das finanzierte Unternehmen erwirkt wurde.

<sup>203</sup> Die Vielfalt der Mezzanininstrumente und das breite Spektrum von Ausgestaltungsmöglichkeiten hat zur Folge, dass es auch Mezzaninprodukte mit Beteiligungsoption (so genannte equity kickers) oder anderweitiger Partizipation an der Wertsteigerung des Unternehmens (virtuelle equity kickers) gibt. Dazu ausführlich Paffenholz (2004b), S. 76ff.

<sup>204</sup> Dem entspricht, dass z. B. Buyout-Finanzierungen überwiegend über Mezzaninkapital finanziert werden.

<sup>205</sup> Vgl. Paffenholz (2004b), S. 95ff.

gekennzeichnet.<sup>206</sup> Gleiches trifft auch im Vergleich zu Banken und Beteiligungsgesellschaften, die Mezzaninkapital bereitstellen, zu. Hintergrund ist zum einen ein aktiv betriebenes Risikomanagement bei den eingegangenen Beteiligungen, zum anderen das Angebot an Unterstützungsleistungen. Beide Zielsetzungen bedingen die Kenntnis einer Fülle von unternehmensinternen Informationen sowie die partielle Einbindung in unternehmerische Entscheidungsprozesse. Die direkte Zusammenarbeit mit nur einem oder wenigen Kapitalgebern setzt somit in inhaltlicher Hinsicht deutlich höhere Anforderungen an kapitalsuchende mittelständische Unternehmen als die Ansprache einer Vielzahl zumeist unbekannter Investoren im Falle eines Börsengangs. Anders verhält es sich in formaler Hinsicht. So hat die Finanzkommunikation mit Beteiligungsgesellschaften aufgrund des direkten Kontakts in weiten Bereichen einen eher informellen Charakter.<sup>207</sup> Benötigte Informationen werden oftmals bereits durch Mitwirkung in beratenden Gremien des finanzierten Unternehmens erlangt, Sachfragen in persönlichen Gesprächen geklärt. Die Informationsübermittlung ist damit im Unterschied zum Kapitalmarkt oder auch zur Kreditfinanzierung über Banken weniger an starre Regeln gebunden. Dies darf allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Erfüllung der Informationspflichten auch hier entsprechende Systeme, Instrumente und Organisationsstrukturen voraussetzt. Verpflichtungen zum Auf- oder Ausbau von Informationssystemen werden daher vielfach bereits in Beteiligungsverträgen festgeschrieben.

Die skizzierten wesentlichen Unterschiede zwischen den verschiedenen Optionen der externen Eigenkapitalzufuhr legen nahe, das Angebot an Eigen- und Mezzaninkapital im Folgenden getrennt zu betrachten.<sup>208</sup> Dabei stehen folgende Fragen im Mittelpunkt: Wie gestaltet sich das Angebot entsprechender Finanzierungslösungen für den Mittelstand, wie haben sich die Märkte entwickelt? Welche Finanzierungsvoraussetzungen bestehen und welche Implikationen ergeben sich daraus für ihre etwaige Inanspruchnahme durch mittelständische Unternehmen? Wie ist die derzeitige und zukünftige Nachfragesituation zu bewerten? Wo liegen die spezifischen Probleme? Diese Fragen werden im Folgenden für die drei genannten Optionen genauer untersucht.

### ***Eigenkapitalbeschaffung über die Börse***

Eine attraktive Möglichkeit zur Finanzierung über den Kapitalmarkt entstand für kleine und mittlere Unternehmen hierzulande erst mit der Etablierung des Neuen Marktes als speziellem

---

<sup>206</sup> Vgl. Paffenholz (2002), S. 194ff.

<sup>207</sup> Vgl. Paffenholz (2002), S. 200f.

<sup>208</sup> Die üblicherweise anzutreffenden Analysen des Private Equity-Angebots von Beteiligungsgesellschaften berücksichtigen diese Unterschiede nicht.

Qualitätssegment für junge, wachstumsstarke Unternehmen im März 1997.<sup>209</sup> Im April 1999 folgte mit dem SMAX (Small Cap Exchange) ein Qualitätssegment, das sich speziell an etablierte mittelständische Unternehmen aus traditionellen Branchen richtete. Die Etablierung dieser beiden Segmente löste einen Pull-Effekt aus, da für viele mittelständische Unternehmen aufgrund der erzielbaren Emissionserlöse erstmals ein Going Public interessant geworden war. Die Eigenkapitalfinanzierung über die Börse entfaltete deswegen eine für deutsche Verhältnisse hohe Dynamik. Rund 400 kleine und mittlere Unternehmen gingen erstmals an die Börse. Flankierend wurde das Interesse potenzieller Investoren an diesen Unternehmensgruppen durch neuartige und anspruchsvolle Transparenz- und Liquiditätskriterien beider Segmente gesteigert.

#### **Box 4.4: Transparenzlevels der Deutschen Börse AG**

**Entry Standard:** Anforderungen beschränken sich auf die Erstellung eines testierten Jahresabschlusses samt Lagebericht. Ferner ist die Anfertigung von Halbjahresberichten und Bekanntgabe kursrelevanter Unternehmensnachrichten verpflichtend. Die Veröffentlichungen haben (mindestens) auf der Unternehmenswebseite zu erfolgen.

**General Standard:** Es gelten die gesetzlichen Anforderungen des Amtlichen oder Geregelten Marktes. Diese beinhalten u. a. die Veröffentlichung von Jahresabschlüssen und Halbjahresberichten sowie von Ad-hoc-Mitteilungen. Es sind internationale Rechnungslegungsvorschriften (IFRS/IAS oder US-GAAP) anzuwenden.

**Prime Standard:** Die Aufnahme in den Prime Standard setzt zusätzlich eine Veröffentlichung von Quartalsberichten und Unternehmenskalendern sowie die Durchführung jährlicher Analystenkonferenzen voraus. Ad-hoc-Mitteilungen und laufende Berichterstattung sind generell auch in englischer Sprache zu publizieren.

Im Zuge der weltweiten Börsenbaisse brach das Emissionsgeschäft am Neuen Markt im Jahr 2001 deutlich ein. In der Folgezeit zeichnete sich ferner ab, dass nach einer allgemeinen Erholung der Aktienmärkte die zukünftigen Emissionschancen speziell am Neuen Markt infolge diverser Skandale sehr begrenzt sein würden.<sup>210</sup> Als Reaktion auf diese Entwicklung hat die Deutsche Börse AG im Oktober 2002 eine grundlegende Neusegmentierung der öffentlich organisierten Aktienmärkte in Frankfurt beschlossen. Nach seiner Neuordnung unterscheidet der Frankfurter Aktienmarkt im EU-regulierten Markt zwei Segmente unterschiedlicher Transparenzlevels, den „General Standard“ und den „Prime Standard“. Beide Segmente bilden zwar rechtlich betrachtet selbstständige Teilbereiche im Amtlichen und Geregelten Markt, ihre jeweilige inhaltliche Ausgestaltung ist jedoch, unabhängig von der rechtlichen Zuordnung, weitgehend identisch. Die neugebildeten Marktsegmente unterscheiden sich durch die Transparenzanforderungen voneinander. 2005 kam mit dem sog. "Entry Standard" ein weiterer Transparenzlevel für im Freiverkehr notierte Werte hinzu, der insbesondere dem

<sup>209</sup> Vgl. Mackewicz & Partner (2000), S. 58; Heitzer/Sohn (1999), S. 405.

<sup>210</sup> Vgl. Keese u. a. (2001).

Mittelstand einen erleichterten Zugang zur Börse schaffen sollte<sup>211</sup>. Der Einfluss der Segmentneustrukturierung sollte jedoch nicht überschätzt werden, da es mit der Gründungsdynamik, der Investitionstätigkeit von Private-Equity-Gesellschaften, dem Kapitalmarktzinsniveau, der allgemeinen Konjunktorentwicklung und der Stimmung an der Börse eine Vielzahl weiterer Faktoren gibt, die Anzahl und Ausmaß von Neuemissionen beeinflussen.<sup>212</sup>

Voraussetzung für einen Börsengang bildet die Erfüllung der jeweiligen Zulassungsvoraussetzungen. Diese sind im Amtlichen und Geregelteten Handel nahezu identisch. Unterschiede bestehen lediglich hinsichtlich der Vorschriften zum Mindestalter des Emittenten, der Möglichkeit von Teilzulassungen sowie der geforderten Aktienstreuung. Marktseitig werden allerdings deutlich höhere Anforderungen an eine Emission gestellt, so dass unter etablierten Mittelständlern i. d. R. nur Unternehmen mit einem Mindestumsatz von 20 Mio. EUR und einem Mindestemissionsvolumen von rund 25 Mio. EUR als börsenfähig gelten. Im Freiverkehr sind teilweise niedrigere Werte anzusetzen, jedoch liegt das Investoreninteresse hier deutlich niedriger. Neben der Erfüllung gesetzlicher oder marktseitig gesetzter Zulassungsanforderungen ist den jeweiligen Transparenzvorschriften nachzukommen. Das Gelingen einer Emission wird bei etablierten Unternehmen - verglichen mit jungen technologieorientierten Unternehmen - stark von der bisherigen und zukünftigen Entwicklung des Cashflows determiniert. Wachstumsperspektiven müssen zwar erkennbar sein, die Ansprüche der Investoren liegen aber aufgrund eines tendenziell geringeren Risikos hier wesentlich niedriger.

Eine positive Börsenentwicklung in den nächsten Jahren vorausgesetzt, ist davon auszugehen, dass sich das Interesse mittelständischer Unternehmen an einem Börsengang wieder erhöhen dürfte. Erste Anzeichen für eine Wiederbelebung des Emissionsgeschäftes gaben mehrere Börsengänge mittelständischer Unternehmen im Jahr 2005. Für den überwiegenden Teil des Mittelstands kommt der Gang an die Börse jedoch weiterhin nicht in Frage, und zwar unabhängig von einem etwaigen Erfüllen der jeweiligen Voraussetzungen. So planten selbst zur Hochzeit des Neuen Marktes nur 5,4 % der Mittelständler mittel- bis langfristig eine Inanspruchnahme des Kapitalmarktes.<sup>213</sup> Vor allem hohe Transparenzforderungen wirken sich hemmend auf das „Going Public“ von Mittelständlern aus, da sie mit einer hohen, regelmäßigen Kostenbelastung und einer Offenlegung von Unternehmensdaten für Konkurrenten einhergehen. Die Wahl eines niedrigeren Transparenzlevels kann diese Bedenken zwar

---

<sup>211</sup> Ähnliche speziell an mittelständische Unternehmen gerichtete Börsensegmente haben auch einige Regionalbörsen eingerichtet.

<sup>212</sup> Laut einer Studie des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) rangiert die Segmentierung unter den Hemmnissen für eine regere IPO-Aktivität in Deutschland nur auf dem vierten Platz. Die schlechte Stimmung am IPO-Markt, fehlende Unternehmen und fehlende Investoren wurden in der Befragung des BVK unter den Private-Equity-Gesellschaften als wichtigere Gründe erachtet. Vgl. BVK (2005), S. 5.

<sup>213</sup> Impulse/Dresdner Bank (2000), S. 92.

teilweise entkräften, dies wird jedoch im Regelfall mit einem geringeren Investoreninteresse und damit verschlechterten Möglichkeiten einer erneuten Inanspruchnahme des Kapitalmarktes nach Erstemission erkaufte. Viele bereits börsennotierte Mittelständler beklagen ohnehin eine recht hohe Kursvolatilität ihrer Aktien, die Refinanzierungen erheblich erschwert. Teilweise hat dies zum Rückzug von der Börse, zu einem sog. "Going Private" geführt.

Als Zwischenfazit lässt sich festhalten, dass die Börse als Eigenkapitalquelle – nicht zuletzt durch die neuen Mittelstandssegmente – wieder an Attraktivität gewonnen hat, wenn auch das Interesse im Mittelstand insgesamt weiterhin sehr verhalten ist. Aufgrund der Marktgegebenheiten steht sie aber nur einem kleinen Teil des deutschen Mittelstandes als Option zur Eigenkapitalbeschaffung zur Verfügung.

### ***Eigenkapitalbeschaffung über Beteiligungsgesellschaften***

Der deutsche Private Equity-Markt erlebte Ende der neunziger Jahre einen rasanten Bedeutungszuwachs: Von 1993 bis 2002 versechsfachte sich das Gesamtportefeuille der in Deutschland tätigen Beteiligungsgesellschaften. Im Zusammenhang mit der weltweiten Börsenbaisse und einem restriktiveren Investorenverhalten kam es in den Folgejahren aber zu deutlichen Rückschlägen. Erstmals trat auch in Deutschland der sehr zyklische Charakter der Private Equity-Märkte offen zu Tage. Ausgeprägte Zyklen als Besonderheit dieses Marktsegments wurden in Deutschland zuvor aufgrund des noch sehr geringen Entwicklungsstands des Marktes - anders als in den USA - von der hohen Wachstumsdynamik überlagert.<sup>214</sup> Trotz dieser Rückschläge konnte der deutsche Private Equity-Markt aber seine Stellung im europäischen Vergleich gemessen am Marktvolumen deutlich verbessern und zählt nun zu den drei größten nationalen Märkten in Europa. Der Abstand zum britischen Markt, auf den traditionell der größte Teil des gesamteuropäischen Marktvolumens entfällt, ist allerdings weiterhin groß. Zudem ist der deutsche Markt, gemessen an der Wirtschaftskraft Deutschlands, weiterhin als eher unterwickelt zu bezeichnen. So entsprach das deutsche Marktvolumen im Jahr 2003 lediglich 0,12 % des hiesigen Bruttoinlandsprodukts. Der Vergleichswert für Großbritannien beläuft sich hingegen auf deutlich über 1 %.<sup>215</sup> Auch der französische oder der in absoluten Zahlen gemessen kleine niederländische Markt sind unter diesem Aspekt weit besser entwickelt.

Das Angebot an Eigenkapital durch Beteiligungsgesellschaften konnte sich als Teilsegment des Private Equity-Marktes der oben skizzierten allgemeinen Entwicklung nicht entziehen. Auch hier kam es nach einer deutlichen Angebotsausweitung zu starken Einbrüchen. Letztere sind indessen verglichen mit der Gesamtmarktentwicklung deutlich stärker. Ursache ist ein

---

<sup>214</sup> Vgl. Paffenholz (2004a), S. 47ff.

<sup>215</sup> Zu den Beteiligungsmarktstrukturen in Großbritannien und Deutschland vgl. KfW (2003).

massiver Strukturwandel des deutschen Private Equity-Marktes. Verlierer dieses Strukturwandels sind vor allem Frühphasenfinanzierungen, deren Anteil am Investitionsvolumen im vergangenen Jahr bei weniger als 10 % lag, während in den Boomjahren 1999 und 2000 noch zwischen 30 und 40 % der Investitionen in diesen Bereich flossen. Speziell der Bereich, in dem typischerweise Eigenkapital bereitgestellt wird, hat demnach an Bedeutung verloren. Der Großteil der Marktaktivität entfaltet sich nunmehr im Buy-out-Segment. Im Regelfall werden Buy-outs mit einem hohen Fremd- beziehungsweise Mezzaninkapitalanteil finanziert, um einen hohen Leverage-Effekt zu erzielen.<sup>216</sup> Auf Buy-outs entfiel im Jahr 2004 rund 70 % des gesamten Investitionsvolumens. Obgleich genaue Daten nicht vorliegen, ergibt sich demnach aus der Bedeutungsverschiebung der einzelnen Finanzierungsanlässe auch eine Schwächung des Eigenkapitalsegments zugunsten des Mezzaninkapitalsegments des Private Equity-Marktes.

Unterschiedliche Investorenstrukturen und strategische Ausrichtungen haben ferner zur Folge, dass sich die Finanzierungspräferenzen von Beteiligungsgesellschaften deutlich unterscheiden. Anbieter von Eigenkapital sind dabei vor allem sog. unabhängige Gesellschaften und Corporate Venture Capital-Gesellschaften. Die anderen Gesellschaftstypen vergeben hingegen seltener klassisches Eigenkapital und konzentrieren sich vielfach auf die Vergabe von Mezzaninkapital. Die im Eigenkapitalsegment aktiven Beteiligungsgesellschaften sind zudem regelmäßig erst ab Finanzierungsvolumina von wenigstens 5 Mio. EUR an einem Engagement interessiert, da das Eingehen einer Beteiligung aufgrund der notwendigen und relativ aufwändigen Due Diligence und Unternehmensbewertungen mit hohen Fixkosten einhergeht. Für mittelständische Unternehmen mit stabilen Cashflows aber geringem Wachstumspotenzial ist das Angebot an Beteiligungskapital im Bereich von Finanzierungsvolumina unter 5 Mio. EUR infolgedessen sehr dünn. Günstiger gestaltet sich die Marktsituation für junge, sehr wachstumsstarke Unternehmen mit guten Chancen zur späteren Beteiligungsveräußerung über die Börse oder zum Weiterverkauf an ein Unternehmen (*Trade Sale*) respektive an andere Finanzinvestoren (*Secondary sale*). Angesichts höherer Renditeaussichten gelten hier niedrigere Mindestinvestitionsvolumina, die i. d. R. bei 1 Mio. EUR liegen.<sup>217</sup>

Umgekehrt ist aber auch das Interesse im Mittelstand recht gering. Insbesondere im Familienbesitz befindliche Mittelständler stehen mit Blick auf ihre unternehmerische Unabhängigkeit – wie eingangs angedeutet – einer Beteiligungsfinanzierung selbst bei Vorliegen der Anforderungen angesichts der damit verbundenen Veränderung der Gesellschafterstrukturen oft zurückhaltend gegenüber. Zwar kennen fast 90 % der mittelständischen Unternehmen

---

<sup>216</sup> Zudem ist der Fremdkapitalanteil an den Gesamtfinanzierungen seit Ende der neunziger Jahre deutlich gestiegen.

<sup>217</sup> Vgl. Kokalj/Paffenholz/Moog (2003), S. 31ff.

diese Finanzierungsmöglichkeit, eine Nutzung ziehen aber nur wenige in Betracht.<sup>218</sup> Auch für die Zukunft ist hier nur mit leichten Steigerungen in der Nachfrage zu rechnen. Trotz hohem Bekanntheitsgrad dieser Finanzierung sind deren genauen Inhalte mittelständischen Unternehmen aber nur selten bekannt. Dies betrifft zum einen die Anforderungen an die Unternehmenstransparenz, zum anderen Renditeforderungen sowie die verlangten Einwirkungs- und Kontrollrechte. Kommt es zur Aufnahme von Finanzierungsverhandlungen, werden letztere zumeist erst nach umfangreicher Überzeugungsarbeit der Kapitalgeber akzeptiert. Die Bewertung der Unternehmensanteile und die Ausgestaltung des Beteiligungsvertrages werfen oft große Probleme in den Beteiligungsverhandlungen auf<sup>219</sup>. Ähnliches gilt für die von Beteiligungsgesellschaften geforderten Vertragsklauseln zur Absicherung ihrer Exitperspektiven<sup>220</sup>.

Zusammenfassend lässt sich für die Eigenkapitalquelle Beteiligungskapital festhalten, dass sich der Markt für Private Equity in Deutschland nach einem starken Einbruch im Nachfeld der New Economy Blase wieder erholt. Dies zeigt nicht zuletzt die nachhaltig positive Entwicklung des German Private Equity Barometers, des von BVK und KfW gemeinsam erstellten Stimmungsindikators für den deutschen Beteiligungskapitalmarkt.<sup>221</sup> Für größere Mittelständler im Falle entsprechender Wachstumsperspektiven existiert ein differenziertes Angebot an Beteiligungskapital privater Beteiligungsgesellschaften. Für kleinere, etablierte Mittelständler mit begrenzten Wachstumsperspektiven, die eine Eigenkapitalfinanzierung wünschen, besteht jedoch kaum ein Angebot an Eigenkapital; sie sind meist auf das Angebot von Förderinstitutionen angewiesen. Eine Inanspruchnahme von Beteiligungskapital setzt allerdings eine Finanzkommunikation und das Akzeptieren externer Mitspracherechte voraus, die bisher im Mittelstand nicht gängig waren und deshalb oft auf Unverständnis bei den entsprechenden Unternehmen stoßen.

### ***Mezzaninkapital von Banken und Beteiligungsgesellschaften***

Stille Beteiligungen, Nachrangdarlehen oder Genusssscheine sind in Deutschland seit langem bekannt. Gegen Ende der neunziger Jahre etablierte sich für diese Instrumente - ausgehend aus dem anglo-amerikanischen Sprachraum - der Oberbegriff Mezzaninkapital. Diese "neue" Finanzierungsform wurde in Deutschland schon seit längerem von den verschiedenen Beteiligungsgesellschaften angeboten. Zwischen den verschiedenen Gruppen von Beteiligungsgesellschaften waren aber erhebliche Unterschiede im Stellenwert des Geschäftsfelds Mez-

---

<sup>218</sup> Impulse/DSGV (2005), S. 72.

<sup>219</sup> Vgl. Kokalj/Paffenholz/Moog (2003), S. 40f.

<sup>220</sup> Ausführlich zu den Interessenkonflikten bei Private Equity sowie Vertragsklauseln und deren empirische Relevanz siehe: Paffenholz (2004a), S. 94ff und S.178ff.

<sup>221</sup> Zum German Private Equity Barometer siehe Ehrhart (2005).

zaninkapital festzustellen.<sup>222</sup> Hauptbetätigungsfeld stellten Mezzaninfinanzierungen in der Vergangenheit lediglich für die Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften (MBG) dar, die nahezu ausschließlich stille Beteiligungen oder Nachrangdarlehen vergaben. Renditeorientierte Gesellschaften, also die Beteiligungstöchter von Banken, Sparkassen oder Industrieunternehmen sowie unabhängige Gesellschaften, verwenden Mezzaninkapital hingegen vornehmlich als ergänzende Komponente bei der Bereitstellung klassischen Eigenkapitals.

Erst seit kurzem hat das Geschäftsfeld Mezzaninkapital sowohl bei Beteiligungsgesellschaften als auch bei Banken erheblich an Beachtung gewonnen. So forcierten die meisten Banken einen erstmaligen Aufbau bzw. den Ausbau dieses Geschäftsfelds.<sup>223</sup> Sofern eine eigene Beteiligungstochter bestand, wurde das Geschäftsfeld aber zumeist von dieser wahrgenommen. Hauptakteure auf dem Mezzaninkapital-Markt blieben insofern die Beteiligungsgesellschaften. Angebotsausdehnungen erfolgten entsprechend der veränderten Geschäftsstrategie der Banken vor allem seitens der Beteiligungstöchter des Sparkassen- und sonstigen Finanzsektors. Aber auch eine Reihe größerer unabhängiger Gesellschaften engagierten sich erstmalig verstärkt in diesem Geschäftsfeld. Direkte Aktivitäten der Banken setzten im größeren Ausmaß erst im Jahr 2004 ein. Auslöser war eine überaus erfolgreiche Marktinovation der HypoVereinsbank, das auf standardisierten Genussscheinen basierende sogenannte "PREPS"-Programm. Durch die Verbriefung der ausgereichten Genussscheine mittels eines CDO-Konstruktes wurde eine indirekte Refinanzierung mittelständischer Unternehmen über den Kapitalmarkt ermöglicht, die Zinssätze im einstelligen Bereich möglich machte. Mittlerweile verfügt eine ganze Reihe namhafter Banken über Genussscheinprogramme, die überwiegend ebenfalls eine anschließende Verbriefung vorsehen.

Der Finanzierungsquelle Mezzaninkapital wird in der öffentlichen Diskussion angesichts des faktischen Ausschlusses eines Großteils des Mittelstandes von der klassischen Beteiligungsfinanzierung gemeinhin eine besondere Relevanz für eine Verbesserung der Finanzierungsstruktur mittelständischer Unternehmen zugesprochen. Übersehen wird jedoch vielfach, dass Mezzaninkapital keinesfalls einen "Rettungsanker" für Unternehmen in Finanzierungsschwierigkeiten darstellt. Engagements der verschiedenen Kapitalgeber sind generell auf etablierte Unternehmen mit guter Performance beschränkt.<sup>224</sup> Entscheidend für die Kapitalbereitstellung ist dabei vor allem ein stabiler und ausreichender zukünftiger Cashflow. Ursache ist, dass die Finanzierung unbesichert vergeben wird und eine Beteiligung an Wertsteigerungen des Unternehmens - falls überhaupt vorgesehen<sup>225</sup> - meist begrenzt ausfällt, eintretende Verluste somit kaum durch andere Finanzierungen zu kompensieren sind. Hohe Unternehmens-

<sup>222</sup> Vgl. Paffenholz (2004b), S. 86ff.

<sup>223</sup> Vgl. Rehbock/Plankensteiner (2005).

<sup>224</sup> Plankensteiner/Rehbock (2005), S. 793, vgl. auch Paffenholz (2004b), S. 95ff.

<sup>225</sup> Allerdings existieren so genannte *Equity kickers*. Vgl. Fußnote 203.

transparenz sowie umfangreiche Erfahrung der Unternehmensleitung sind weitere zentrale Voraussetzungen. Mezzaninkapital bietet sich als Alternative zu Bankkrediten daher nur für Unternehmen an, bei denen etwaige Beschränkungen im Kreditfinanzierungsspielraum aus einem aus Bankensicht nicht mehr vertretbaren Verschuldungsgrad oder einem Mangel an freien Sicherheiten herrühren.<sup>226</sup> Mezzaninkapital ist ferner deutlich teurer als klassische Bankkredite und lohnt sich insofern nur, wenn der Kreditfinanzierungsspielraum für (geplante) Investitionen nicht ausreichend ist. Trotz möglicher Kostenvorteile in den Kreditkonditionen ist es vielfach nicht möglich, mit einer Mezzaninfinanzierung die Gesamtfinanzierungskosten zu senken. Die Vergabe von Mezzaninkapital ist ferner - unabhängig von den oben genannten Voraussetzungen - häufig an bestimmte Mindestfinanzierungsvolumina gebunden, die sich im Wesentlichen aus den Kosten für die Prüfung des Finanzierungsgesuchs und in bestimmten Fällen für die Strukturierung der Finanzierung begründen. Beide Hauptkostenblöcke differieren erheblich je nach Ausgestaltung des Mezzaninkapital-Angebots.

Das derzeitige Mezzaninkapital-Angebot in Deutschland lässt sich in vier Produktgruppen einteilen: Individuelle Mezzaninkapital-Lösungen, genussscheinbasierte Mezzaninprogramme, Standard-Mezzanine und Mezzaninkapital durch Förderprogramme. Die einzelnen Produktgruppen unterscheiden sich dabei deutlich hinsichtlich ihres jeweiligen Anbieterkreises sowie in Bezug auf ihre Mindestfinanzierungsvolumina und damit ihre Zielgruppen:

■ *Individuelle Mezzaninkapital-Lösungen:*

Anbieter sind Beteiligungsgesellschaften, wobei ein entsprechendes Angebot vor allem von den Beteiligungstöchtern der Banken ohne Sparkassen und größeren unabhängigen Gesellschaften ausgeht. Ferner bestehen direkte Aktivitäten einiger Groß- und Regionalbanken<sup>227</sup> sowie einiger Mezzaninfonds, die insbesondere den gehobenen Mittelstand individuell bedienen.<sup>228</sup> Die Finanzierungsuntergrenze liegt aufgrund hoher Due Diligence-Kosten (50.000 EUR - 100.000 EUR) zwischen 2,5 und 5 Mio. EUR. Es besteht allerdings eine generelle Präferenz der Anbieter für höhervolumige Finanzierungen. Zielgruppe sind Unternehmen mit einem Jahresumsatz von mindestens 15-20 Mio. EUR. Individuelle und damit aufwendige Mezzaninkapital-Lösungen kommen bei Expansionsfinanzierungen und vor allem im Rahmen von Buy-out-Transaktionen zur Anwendung.

■ *Genussscheinbasierte Mezzaninprogramme:*

Anbieter sind bislang fast ausschließlich Groß- und Regionalbanken. Basis der verschiedenen Programme ist die Ausgabe standardisierter Genussscheine. Bonitätsprüfungen basieren zumeist auf Moody's KMV RiskCalc, einem allein auf Bilanzkennzahlen basie-

<sup>226</sup> Vgl. Hübler (2003), S. 100f; Golz/Hoffelner (2002), S. 10.

<sup>227</sup> Z. B. HypoVereinsbank, Dresdner Bank.

<sup>228</sup> Vgl. Brezski (2005).

rende Ratingverfahren, können aber auch durch weitere qualitative Verfahren ergänzt werden. Die geringen Kosten ermöglichen Finanzierungsuntergrenzen von 1 bis 3 Mio. EUR je nach Programm. Die Höchstgrenzen liegen zumeist bei rund 15 Mio. EUR. Zielgruppe sind bei den meisten Programmen Unternehmen mit einem Jahresumsatz von teilweise über 10, üblicherweise auch mindestens 50 Mio. EUR. Zu den einzelnen Programmen siehe Tabelle 4.5.

■ *Standard-Mezzanine:*

Standardisierte Finanzierungslösungen auf Basis von Nachrangdarlehen oder typischen stillen Beteiligungen bilden die Basis von Standard Mezzanine, das von unterschiedlichen Gruppen angeboten wird. Zu den Anbietern zählen erstens die Beteiligungstöchter der Sparkassen sowie einige Regionalbanken bzw. deren Töchter<sup>229</sup>. Das Angebot richtet sich dabei fast ausschließlich an Kunden, für die dank bestehender Geschäftsbeziehungen bereits umfangreiche Kenntnisse über die Bonität vorliegen. Geringe Kosten der Beteiligungsprüfung und das Fehlen von oder geringere Strukturierungskosten ermöglichen niedrige Mindestfinanzierungsvolumina von 0,5 bis 1 Mio. EUR. Mittelständische Beteiligungsgesellschaften bilden die zweite Anbietergruppe in diesem Bereich. Ihre Mindestfinanzierungsvolumina belaufen sich auf lediglich 200.000 EUR. Die Ausfallrisiken werden durch Rückbürgschaften des Bundes und der Länder abgedeckt. Daneben sind einige Förderbanken der Bundesländer<sup>230</sup> in diesem Bereich aktiv. Generell bestehen Obergrenzen für die eingegangenen Engagements, die zumeist unterhalb von 5 Mio. EUR liegen. Für mittelständische Beteiligungsgesellschaften besteht eine faktische Höchstgrenze von 1 Mio. EUR.

■ *Mezzaninkapital durch Förderprogramme*

Spezielle Förderprogramme zur Bereitstellung von Mezzaninkapital für den Mittelstand bestehen sowohl auf Bundes- wie auf Landesebene. Beispiel ist das "Unternehmerkapital" der KfW Mittelstandsbank. Das Programm unterscheidet drei Bausteine, die sich an Gründer, junge Unternehmen und etablierte Unternehmen richten. Für letztgenannte beträgt die Förderungshöchstsumme 4 Mio. EUR, die sich obligatorisch aus einer Nachrangtranche der KfW und einer gleich hohen Fremdkapitaltranche der Hausbank zusammensetzt. Formale Mindestfinanzierungsvolumina seitens der KfW bestehen nicht.

Insgesamt betrachtet hat sich die Angebotsstruktur des deutschen Mezzaninkapital-Marktes in den letzten beiden Jahren wesentlich verbessert. Ein geringes Angebot besteht aber weiterhin für mittelgroße Unternehmen mit weniger als 15 Mio. EUR Umsatz und einem angestrebten Finanzierungsvolumen zwischen 1 und 2,5 Mio. EUR, da insbesondere hier die genusscheinbasierten Mezzanineprogramme (noch) nicht zur Verfügung stehen. Die KfW ver-

<sup>229</sup> Beispiele sind z. B. die HypoVereinsbank sowie die Beteiligungstochter der WGZ und DZ-Bank.

<sup>230</sup> Z. B. die NRW Bank

sucht im Rahmen der Initiative "Eigenkapital für den breiten Mittelstand" diese Lücke durch eine Anhebung der Förderhöchstgrenze von Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften zu schließen. Bislang wurden Pilotprojekte in Bayern und Hessen an den Start gebracht.<sup>231</sup> Insbesondere kleine Unternehmen mit einem Umsatz von weniger als 0,5 bis 1 Mio. EUR werden daher auch in Zukunft auf entsprechende Förderprogramme angewiesen sein. Das marktseitige Mezzaninkapital-Angebot beschränkt sich zudem für geplante Finanzierungsvolumina von weniger als 2,5 Mio. EUR ausschließlich auf Standard-Mezzanine. Sehr kleine Finanzierungsvolumina von weniger als 200.000 EUR lassen sich schließlich ausschließlich mittels Förderprogrammen realisieren. Wesentliche Veränderungen in diesen beiden Marktcharakteristika sind angesichts begrenzter Möglichkeiten und Effekte weiterer Standardisierungsanstrengungen in Bezug auf die Prüfung und die Ausgestaltung der Finanzierung nicht zu erwarten.

Die Nachfrage seitens mittelständischer Unternehmen bewegt sich derzeit noch auf einem eher niedrigen Niveau, wenn auch deutliche Steigerungen in den vergangenen Jahren feststellbar waren. Insgesamt betrachtet fallen die bisherigen Nachfragesteigerungen nach Mezzaninkapital aber moderat aus. Wesentliche Ursachen sind, dass Banken erst seit kurzem das Produkt Mezzaninkapital aktiv vermarkten und der Bekanntheitsgrad von Mezzaninkapital im Mittelstand weiterhin gering ist. So ist Mezzaninkapital nach Ergebnissen von MIND 05 immer noch rund zwei Dritteln des Mittelstands unbekannt.<sup>232</sup> Die mangelnde Verankerung im Bewusstsein des Mittelstands als Finanzierungsalternative dürfte auch teilweise mitverantwortlich dafür sein, dass Mezzaninkapital in aktuellen Befragungen zur zukünftigen Unternehmensfinanzierung bislang nur eine relativ geringe Bedeutung zugemessen wird.<sup>233</sup> Allerdings zeigen die Befragungen auch, dass ein nicht zu vernachlässigender Teil der Unternehmen durchaus Mezzaninkapital zur Verbesserung der Finanzierungsstruktur in Betracht zieht.<sup>234</sup> Zudem lassen die aktivere Vermarktung dieses Geschäftsfeldes durch Banken und der damit einhergehende steigende Bekanntheitsgrad von Mezzaninkapital bei den Marktteilnehmern für die Zukunft einen deutlichen Nachfrageschub erwarten.<sup>235</sup> Unterstützung findet diese Annahme durch den Erfolg der in den beiden letzten Jahren aufgelegten Genusschein-Programme. Eine wichtige Bedeutung könnte Mezzaninkapital vor allem im Zusammenhang mit Nachfolgeregelungen zukommen.

---

<sup>231</sup> Ähnliche Initiativen gibt es auch von regionalen Förderinstitutionen.

<sup>232</sup> Impulse/DSGV (2005), S. 72.

<sup>233</sup> Siehe z. B. Zimmermann/Schumacher (2005), S. 51.

<sup>234</sup> Vgl. Zimmermann/Schumacher (2005), S. 61: So wollen etwa 5 % der befragten Unternehmen ihre Finanzierungsstruktur mittels Mezzaninkapital verbessern.

<sup>235</sup> Vgl. Paffenholz (2004b), S. 85ff.

**Tabelle 4.5 Genussscheinprogramme (Auswahl) (Stand: Dezember 2005)**

Kreditinstitut	Programmname	Zielgruppe		Kapitalkosten
		Umsatz	Kapitalbedarf	
Bayern LB	Bayern Mezzanine Fonds	Ab 10 Mio. EUR	0,75 - 5 Mio. EUR	7,5 -13 %
Commerzbank	CB MezzCap (3 Varianten)	Ab 50 Mio. EUR	3,5 - 7 Mio. EUR	k.A.
Deutsche Bank/IKB	EquiNotes (2 Varianten)	Ab 50 Mio. EUR	3-15 Mio. EUR	7,25 -10,75 %
DZ Bank	ge/mit	k.A.	10-40 Mio. EUR	7,5 - 9 %
HypoVereinsbank	PREPS	Ab 50 Mio. EUR	3-18 Mio. EUR	7,5 - 9,5 %
LB Baden-Württemberg/ Haspa	SmartMezzanine (2 Varianten)	k.A.	2-15 Mio. EUR	6 - 9,5 %
Nord LB	Mittelstands-Mezzanine	5 Mio EUR	1- 7 Mio. EUR	Ab 8,5 %
West LB	S-Mezzanine	Ab 10 Mio. EUR	Ab 1 Mio. EUR	7 - 9 %

Quelle: Eigene Recherchen, Denz (2005), S. 60f.

Probleme bereiten dem Mittelstand auch hier vor allem die Renditevorstellungen der Kapitalgeber, die sich je nach Produktgruppe und Ausstattung mit eigenkapitalähnlichen Attributen bis auf 18 % belaufen können. Ursächlich ist, dass als Benchmark für die Kosten trotz höherer Risiken zumeist Bankkredite statt klassischem Eigenkapital herangezogen werden. Ungewohnte Renditekomponenten, die auf eine Beteiligung der Kapitalgeber an Wertsteigerungen des Unternehmens abzielen, werden nur ungern hingenommen.<sup>236</sup> Geforderte Informations- und Mitwirkungsrechte liegen zwar deutlich niedriger als bei klassischen Eigenkapitalfinanzierungen, eine Akzeptanz erfordert jedoch vielfach umfangreiche Überzeugungsarbeit der potenziellen Kapitalgeber.

### ***Ist Mezzaninkapital die bessere Alternative für den breiten Mittelstand?***

Die prägenden Merkmale der drei Varianten externer Eigenkapitalzufuhr zeigen auf, dass nicht jede Form für jedes Unternehmen oder jeden Finanzierungsanlass gleichermaßen geeignet und verfügbar ist. Sehr junge und kleine Unternehmen, die den Markttest erst bestehen müssen, werden es z. B. schwer haben, Mezzaninkapital oder Eigenkapital über die Börse einzuwerben. Für sie ist das außerbörsliche Eigenkapital die wohl einzige Möglichkeit, Finanzierungslücken zu schließen, die sich aufgrund ihrer begrenzten Eigenmittel und mangelnden Fremdkapitals ergeben. Gleiches trifft auch für Unternehmen zu, die sich vor oder bereits mitten in einer tief greifenden Sanierungs- und Restrukturierungsphase befinden.

<sup>236</sup> Vgl. Paffenholz (2005a), S. 108f.

Mezzaninkapital stellt vor allem für etablierte Mittelständler mit einem stabilen Cashflow eine ernsthafte Option bei der Investitionsfinanzierung dar, sofern eine kreditbasierte Finanzierung nicht verfügbar ist und die Innenfinanzierungskraft nicht ausreicht. Speziell vor dem Hintergrund der weiter oben erläuterten Interessenlage im Mittelstand - Erhöhung der Eigenkapitalquote ohne Gewährung von Mitspracherechten - scheint Mezzaninkapital einige Vorteile aufzuweisen. Vom Mittelstand werden in erster Linie Kapitalgeber mit niedrigen Ansprüchen an Rendite und Einwirkungsmöglichkeiten gesucht.<sup>237</sup> Diesem Idealbild kommt Mezzaninkapital deutlich näher als Beteiligungskapital. Dennoch gelten auch hier höhere Anforderungen als bei der klassischen Kreditfinanzierung.

Generell ist zu beklagen, dass ein Verständnis dafür, dass höhere Risiken der Kapitalgeber naturgemäß höhere Rendite- und Informationsanforderungen bedingen, nur teilweise vorliegt und somit vielfach erst noch geschaffen werden muss.<sup>238</sup> So bestehen selbst unter "progressiven" Mittelständlern, die für die verschiedenen Optionen der Stärkung der Eigenkapitalbasis grundsätzlich Interesse bekunden, zumeist erhebliche Vorbehalte gegenüber den seitens der Kapitalgeber geforderten Mitsprache- und Verfügungsrechten und den verlangten Entgeltstrukturen. Die Inanspruchnahme von Mezzaninkapital kann Mittelständlern, die sich bisher ausschließlich über Bankkredite und eigene Mittel finanziert haben, als erster Schritt auf dem Weg zu einer neuen Finanzierungskultur dienen, in denen die Mitsprache- und Verfügungsrechte der Kapitalgeber stärker ausgeprägt sind als im bislang von Bankfinanzierungen dominierten Finanzierungssystem in Deutschland.

#### 4.5 Fazit

Generell ist der Zugang zum Bankkredit in Deutschland nicht mehr so selbstverständlich und einfach wie in der Vergangenheit. Auf den Kreditmärkten hat sich eine neue Risikokultur etabliert, in der Kreditzugang und -konditionen von der Bonität des Kreditnehmers bestimmt werden. Mittelständische Unternehmen berichten seit einigen Jahren, dass es für sie schwieriger geworden sei, Zugang zu Krediten zu erhalten. Die zuletzt beobachtete Konsolidierung beim Kreditzugang ist vor allem auf die Lageverbesserung der größeren Mittelständler zurückzuführen.

Die Beobachtung von Finanzierungsschwierigkeiten und rückläufiger Kreditneuvergabe führen zu der kontrovers diskutierten Frage nach der Ursache: Waren die Schwierigkeiten darin begründet, dass die schwächelnde Konjunktur die Kreditnachfrage bremste, oder waren die schwachen Kreditneuzusagen Ausdruck der zurückhaltenden Kreditvergabe der Kreditinstitute, die Investitionen des Mittelstands bremste und so zur Konjunkturschwäche beitrug? Auch

---

<sup>237</sup> Vgl. Kokalj/Paffenholz/Moog (2003), S. 40ff.

<sup>238</sup> Vgl. Paffenholz (2004b), S.99ff.

wenn nicht ausgeschlossen werden kann, dass der bis Ende 2004 beobachtete Rückgang der Kreditneuvergabe durch angebotsseitige Restriktionen mitverursacht worden ist, kommt die Mehrzahl der Untersuchungen doch zu dem Ergebnis, dass die niedrige Kreditneuvergabe kein Ausdruck eines allgemeinen *Credit Crunches* gewesen ist, sondern überwiegend nachfrageseitig verursacht war und Folge der sehr schwachen Investitionsnachfrage und schleppenden Konjunktorentwicklung war.

Der Wandel der Finanzmärkte zwingt die mittelständischen Unternehmen zu einer Änderung ihrer Finanzierungsgewohnheiten. Einerseits ist mehr Offenheit gegenüber innovativen Finanzierungslösungen erforderlich, um Finanzierungsengpässe zu vermeiden und so die Weiterentwicklung des Unternehmens und seines Wertes zu gewährleisten. Andererseits sind die Unternehmen gehalten, ihre Kreditwürdigkeit zu verbessern. Eine zentrale Bedeutung kommt hier der Eigenkapitalbasis der Unternehmen zu, da dieser – sowohl in bankinternen als auch in bankexternen Ratingsystemen – meist ein hohes Gewicht in der Bestimmung der Kreditwürdigkeit beigemessen wird.

Unseren Analysen zufolge zeigt die Entwicklung der letzten Jahre, dass die mittelständischen Unternehmen Deutschlands die Signale des Finanzmarkts verstanden haben. Seit einigen Jahren steigen sowohl ihre Eigenkapitalquote wie auch ihre Kreditwürdigkeit an – besonders stark diejenige der mittelgroßen Unternehmen. Zumindest ein Teil des Eigenkapitalquotenanstiegs dürfte eine Folge der nachfragebedingten Investitionszurückhaltung der kleinen und mittleren Unternehmen sein. Sie haben einbehaltene Gewinne und Abschreibungen genutzt, um Schulden zu tilgen, nicht um Investitionen zu finanzieren.

Im Mittelstand bislang zu wenig genutzte Instrumente der Unternehmensplanung, des Controlling und der aktiven Unternehmenskommunikation werden kleine und mittlere Unternehmen stärker als bisher einsetzen müssen, um ihre Kreditwürdigkeit aufrecht zu erhalten und zu verbessern. Die zunächst noch ungewohnten Anforderungen der Kreditinstitute werden sie dabei unterstützen und im Mittelstand langsam, aber sicher einen Mentalitätswandel bewirken, der zu mehr Transparenz und Offenheit gegenüber innovativen Finanzierungslösungen führen wird.

Dies machen auch die eigenkapitalnahen Finanzierungsinstrumente erforderlich, die bislang allein Großunternehmen vorbehalten waren, in zunehmendem Maße aber auch Mittelständlern zur Verfügung stehen. Der Wandel der Finanzmärkte bleibt nicht auf den Fremdkapitalbereich beschränkt, sondern betrifft das gesamte Spektrum der Außenfinanzierungen. Insbesondere jüngst implementierte Finanzinnovationen im Mezzaninkapital-Bereich eröffnen einem Teil des etablierten (größeren) Mittelstands ein breites Spektrum von Finanzierungsalternativen, das ihm die Diversifizierung seiner Finanzierung ermöglicht. Die Anforderungen

an Mindestumsatz und Mindestfinanzierungsvolumen sind in den letzten Jahren immer weiter abgesenkt worden.

Auch wenn viele der neuen Produkte geeignet sind, die Finanzierungsbedürfnisse selbst kleinerer Unternehmen zu befriedigen, stehen die neuen Möglichkeiten nicht allen Mittelständlern gleichermaßen offen. Das Finanzierungsverhalten wird sich daher zukünftig nicht nur zwischen Groß- und mittelständischen Unternehmen unterscheiden; es wird auch innerhalb des Mittelstands zu einer zunehmenden Differenzierung hinsichtlich der genutzten Finanzierungsinstrumente kommen. Da der Markt für neue Finanzprodukte im Bereich der Mittelstandsfinanzierung sich zurzeit beschleunigt entwickelt, ist der Endpunkt der Bewegung noch nicht abzusehen.

Viele mittelständische Unternehmen stehen einer Aufnahme von Eigenkapital oder eigenkapitalnahen Finanzierungsinstrumenten infolge ihres Unabhängigkeitsstrebens noch immer eher ablehnend gegenüber. Und wenn sie diese Maßnahme doch in Betracht ziehen, dann wünschen sie, dass ihre Eigentums- und Verfügungsrechte am Unternehmen möglichst wenig angetastet werden. Die von den Banken geforderte stärkere Transparenz der vergangenen, gegenwärtigen und zukünftigen Geschäftstätigkeit der Unternehmen wird den erforderlichen Mentalitätswandel gleichwohl beschleunigen. In dessen Folge, aber auch vor dem Hintergrund objektiver Gegebenheiten im Einzelfall (z. B. Unternehmensnachfolge, Kreditversteuerung) ist ein Bedeutungszugewinn von eigenkapitalnahen Finanzierungsoptionen mehr als wahrscheinlich. Gleichwohl verlangt die Aufnahme von Eigen- oder Mezzaninkapital von mittelständischen Unternehmen noch ein weitaus größeres Maß an Änderungen in der Finanzkommunikation mit Investoren als die Umbrüche in der Kreditfinanzierung über Banken.

Der Mittelstand sah sich in den vergangenen Jahren einem erheblichem Druck zur Veränderungen seiner traditionellen Finanzierungsgewohnheiten ausgesetzt. Diesem Anpassungsbedarf, der primär seitens der Banken bzw. durch Veränderungen im Bereich der Kreditfinanzierung ausgelöst wurde, stellt sich der Mittelstand zunehmend. Die hiermit einhergehenden Änderungen beeinflussen aber auch das Anspruchsprofil mittelständischer Unternehmen in Finanzierungsfragen. Steigt die Bereitschaft im Mittelstand, neue Finanzierungsalternativen anzuwenden, sind auch die Banken gefordert, das Spektrum der dem Mittelstand zugänglichen Finanzierungsinstrumente wie auch den Kreis der für eine Finanzierung in Frage kommenden Unternehmen weiter auszuweiten.

Je mehr der Mittelstand ganzheitliche Finanzplanung vornimmt, desto stärker steigt auch sein Bedarf an ganzheitlicher Beratung, da ihm geeignete Ressourcen und ausreichendes Know-how meist noch fehlen dürften. Schließlich ist zu erwarten, dass der Mittelstand Transparenz nicht als Einbahnstraße auffasst, sondern auch Verbesserungen des Kommunikationsverhaltens der Banken, insbesondere hinsichtlich der Kreditvergabe und der Boni-

tätseinstufung, verlangt. Unternehmenskunden erwarten zunehmend die Erläuterung von Kreditentscheidungen, aussagekräftige Kommunikation von Bonitätseinstufungen und auch Beratungsleistungen in Finanzierungsfragen. Der bankseitig ausgelöste Änderungsprozess im Finanzierungsverhalten des Mittelstands stellt nunmehr auch die Banken vor neue Herausforderungen.

All das bedeutet nicht, dass die traditionelle Finanzierungskultur in Deutschland, die nach wie vor hauptsächlich auf einbehaltenen Gewinnen und Bankkrediten fußt, vollständig umgebaut werden wird. Aber sie wird um einige Elemente des marktbasiereten Finanzierungs-systems angelsächsischer Prägung angereichert werden.

**Literatur zu Kapitel 4**

- Ashauer, G. (2002), Die Rentabilität der Kreditwirtschaft im internationalem Vergleich, in: Sparkasse, Heft 6, S. 248-259.
- BDI/Ernst & Young (2003), Der industrielle Mittelstand - ein Erfolgsmodell, Berlin.
- Brunner, A., J. Decressin, D. Hardy und B. Kudela (2004), Germany's Three-Pillar Banking System – Cross-Country Perspectives in Europe, Occasional Paper 233, International Monetary Fund, Washington DC.
- Brezski, E. (2005), Der Markt für Mezzanine-Kapital in Deutschland ([http://www.competence-site.de/banken.nsf/14404D62CEF110BDC12570B9003DB0ED/\\$File/der%20deutsche%20markt%20für%20mezzanine\\_nord\\_lb.pdf](http://www.competence-site.de/banken.nsf/14404D62CEF110BDC12570B9003DB0ED/$File/der%20deutsche%20markt%20für%20mezzanine_nord_lb.pdf)).
- BVK (2005), IPO-Markt 2005 – Einschätzung der aktuellen Börsensituation aus Sicht der deutschen Beteiligungsgesellschaften, S. 5, Berlin.
- Denz, M. (2005), Der "Neue Markt" für Genussscheine - in guten wie in schlechten Zeiten?, in: Finance, Heft Juli/August, S. 58-62.
- Detken, A. und P. Ott-Laubach (2002), Die Entwicklung der Kreditneuzusagen, in: Wirtschaftsdienst, Heft 10, S. 618-625.
- Deutsche Bundesbank (2001), Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2000, in: Monatsbericht September, S. 15-50, Frankfurt/Main.
- Deutsche Bundesbank (2003), Verhältniszahlen aus Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen von 1998 bis 2000, Statistische Sonderveröffentlichung 6, Februar, Frankfurt/Main.
- Deutsche Bundesbank (2004), Verhältniszahlen aus Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen von 2000 bis 2002, Statistische Sonderveröffentlichung 6, November, Frankfurt/Main.
- Deutsche Bundesbank (2005a), Kreditentwicklung, Bankkapital, Wirtschaftsaktivität, in: Monatsbericht März, S. 15-25.
- Deutsche Bundesbank (2005b), Vermögensbildung und Finanzierung im Jahr 2004, in: Monatsbericht Juni, S. 15-35.

- Deutsche Bundesbank (2005c), Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen – eine Untersuchung auf neuer Datenbasis, in: Monatsbericht Oktober, S. 33-71.
- Deutsche Bundesbank (2005d), Bank Lending Survey des Eurosystems. Ergebnisse für Deutschland, im Internet unter [http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/publikationen/vo\\_bank\\_lending\\_survey\\_102005.pdf](http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/publikationen/vo_bank_lending_survey_102005.pdf), Stand Dezember 2005.
- Deutsche Bundesbank (2005e), Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2004, in: Monatsbericht September, S. 15-43.
- DSGV (2005), Diagnose Mittelstand, Berlin.
- Ehrhart, N. (2005), Einflussfaktoren für das Geschäftsklima im deutschen Beteiligungskapitalmarkt, in: WirtschaftsObserver online, Nr. 2, August ([http://www.kfw.de/DE\\_Home/Service/OnlineBibl48/Volkswirts64/WirtschaftsObserver\\_online\\_08\\_05.pdf](http://www.kfw.de/DE_Home/Service/OnlineBibl48/Volkswirts64/WirtschaftsObserver_online_08_05.pdf)).
- Engel, D., M. Meitner, G. Metzger, T. Tykvova und P. Westerheide (2004), Beteiligungskapital im Mittelstand. Perspektiven in NRW, NRW-Bank, Düsseldorf.
- Engelmann, B., E. Hayden and D. Tasche (2003), Testing rating accuracy, [www.risk.net](http://www.risk.net), January, risk special report.
- Falkenstein E., A. Boral and L. Carty (2000), RiscCalc private model: Moody's default model for private firms, Moody's Investor Service.
- Golz, R. und M. Hoffelner (2002), Mezzanine für den Mittelstand, in: Kredit & Rating Praxis, Heft 6, S. 9-14.
- Haunschild, L. (2004), Leasing in mittelständischen Unternehmen: Ergebnisse einer schriftlichen Befragung, in: Leasing Wissenschaft & Praxis, Forschungsinstitut für Leasing an der Universität zu Köln, Heft 3.
- Heidorn, T. (2002), Keine grundsätzliche Veränderung durch Basel II, in: ifo-Schnelldienst, Heft 3, S.12-14.
- Heitzer, B. und C. Sohn (1999), Zur Bedeutung des Neuen Marktes für die Venture Capital-Finanzierung in Deutschland, in: Finanz Betrieb, Heft 11, S. 397-405.
- Hübler, H. (2003), Die stille Beteiligung - Zukunftsgerichtetes Finanzierungsinstrument für den Mittelstand, in VentureCapital Magazin, Sonderausgabe Mittelstandsfinanzierung, S. 100-1001.

- Impulse/DSGV (Hrsg.) 2005, MIND 04 – Mittelstand in Deutschland, Tabellenband, Köln/Berlin.
- Kaplan, S. N. und P. Strömberg (2001): Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring, in: The American Economic Review 91, S. 426-430.
- Keese;C., W. Münchau, I. Bauer und T. Bartz (2001), Strafe für hausgemachte Euphorie, Serie: Aufstieg und Fall des Neuen Marktes (Teil 1), Financial Times Deutschland, 12.03.2001.
- KfW Bankengruppe (2004), Unternehmensfinanzierung: Noch kein Grund zur Entwarnung, KfW Unternehmensbefragung 2003/2004, Frankfurt/Main.
- Kokalj, L. und G. Paffenholz (2001), Zukunftsperspektiven der Mittelstandsfinanzierung, in: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.), Jahrbuch zur Mittelstandsforschung 1/2001, Schriften zur Mittelstandsforschung Nr. 90 NF, S. 79 - 118, Wiesbaden.
- Kokalj, L., G. Paffenholz und P. Moog (2003), Neue Tendenzen in der Mittelstandsfinanzierung (2003), Schriften zur Mittelstandsforschung Nr. 99 NF, Wiesbaden.
- Kunkel, A. (2005), Kreditmarkt: besseres Angebot für das verarbeitende Gewerbe, in: ifo Schnelldienst 58 (17), S. 32-33.
- Mackewitz & Partner (2000), Mythos Visionen Chancen - Venture Capital in den USA, Deutschland und Europa, München.
- Nehls, H. und T. Schmidt (2004), Credit Crunch in Germany? Kredit und Kapital 37 (4): 479-499.
- OECD (2004), Bank Profitability - Financial Statements of Banks, Paris.
- Paffenholz, G. (2002), Finanzkommunikation mit Beteiligungsgesellschaften – Herausforderung und Chance für KMU, in: Mittelstandsfinanzierung im Umbruch: Intensivierter Wettbewerb, Basel II, Rating und die Auswirkungen auf kleine und mittlere Unternehmen, (Hrsg.) J. Lange: Loccumer Protokoll 68/01, S. 191 - 202, Loccum.
- Paffenholz, G. (2004a), Exitmanagement - Desinvestitionen von Beteiligungsgesellschaften, Reihe: Planung, Organisation und Unternehmensführung, Band 97, Lohmar.
- Paffenholz, G. (2004b), Mezzaninkapital - Finanzierungsoption für den Mittelstand?, in: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.), Jahrbuch zur Mittelstandsforschung 2/2003, Schriften zur Mittelstandsforschung Nr. 104 NF, S. 67 - 117, Wiesbaden.

- Paffenholz, G. (2005a), Finanzierungsverhalten des Mittelstandes: Status quo und Perspektiven, in: Mittelstandsfinanzierung, Basel II und die Wirkung öffentlicher sowie privater Kapitalhilfen, D. Engel (Hrsg.), Veröffentlichungen des Round Table Mittelstand, Band 5, S. 87-114.
- Paffenholz, G. (2005b), Beziehung Mittelstand - Banken: Implikationen eines gewandelten Finanzierungsumfeldes, in: BiT, Banking and Information Technology, Band 6, Heft 3, Themenschwerpunkt: Das mittelständische Firmenkundengeschäft der Banken, S. 45-56.
- Plankensteiner, D. und T. Rehbock (2005), Die Bedeutung von Mezzanine-Finanzierungen in Deutschland, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Bd. 58 (2005), 15, S. 790-794.
- Plattner, D. (2002), Unternehmensfinanzierung im Umbruch - Die Finanzierungsperspektiven deutscher Unternehmen im Zeichen von Finanzmarkt看andel und Basel II, KfW Unternehmensbefragung 2001, Frankfurt/Main.
- Plattner, D. (2003), Unternehmensfinanzierung in schwierigem Fahrwasser. Wachsende Finanzierungsprobleme im Mittelstand. Auswertung der Unternehmensbefragung 2002, Frankfurt/Main.
- Plattner, D. (2006), Kleine und mittlere Unternehmen: Verbesserte Finanzierungsstruktur. Entwicklungen der Jahresabschlüsse kleiner und mittlerer Unternehmen 2001-2003, in: KfW-Beiträge zur Mittelstands- und Strukturpolitik Nr. 35, Januar 2006.
- Plattner, D., D. Skambracks und M. Tchouvakhina (2005), Mittelstandsfinanzierung im Umbruch, in: Mittelstandsfinanzierung, Basel II und die Wirkung öffentlicher sowie privater Kapitalhilfen, D. Engel (Hrsg.), Veröffentlichungen des Round Table Mittelstand, Band 5, S. 13-38.
- Polleit, T. (2004), The Slowdown in German Bank Lending – Revisited (Barclays Capital Research, 25. 02. 2004).
- Prantl, S., D. Engel, M. Almus und J. Egelin (2005), Finanzierung junger Unternehmen: Eine empirische Untersuchung zu langfristigen Krediten, öffentlichen Förderkrediten und zur Intermediärfunktion von Banken, mimeo.
- Rehbock, T. (2005), Kreditgeschäft in Deutschland: Ist die Wende am Kreditmarkt geschafft?, in: WirtschaftsObserver online, Nr. 4, Oktober ([http://www.kfw.de/DE\\_Home/Service/OnlineBibl48/Volkswirts64/WOB\\_online\\_Nr4\\_2005.pdf](http://www.kfw.de/DE_Home/Service/OnlineBibl48/Volkswirts64/WOB_online_Nr4_2005.pdf)).

- Rehbock, T. und F. Lang (2005), Die Kreditvergabe der deutschen Kreditinstitute: Aktuelle Zahlen zum Kreditneugeschäft, in: MakroScope, Nr. 16, April 2005 ([http://www.kfw.de/DE\\_Home/Service/OnlineBibl48/Volkswirts64/MakroScope\\_16\\_d.pdf](http://www.kfw.de/DE_Home/Service/OnlineBibl48/Volkswirts64/MakroScope_16_d.pdf)).
- Rehbock, T. und D. Plankensteiner (2005), Der deutsche Mittelstand entdeckt das Mezzanine-Kapital, in: Börsenzeitung vom 28. 05.
- Reis, D. (1999), Finanzmanagement in internationalen mittelständischen Unternehmen, Wiesbaden.
- Reize, F. (2004), KfW-Mittelstandspanel 2004 - Repräsentative Analyse zu Investitionen und Beschäftigungseffekten kleiner und mittlerer Unternehmen, Frankfurt am Main.
- Reize, F. (2005), KfW-Mittelstandspanel 2005 - Ist der Mittelstand fit für die Zukunft?, Frankfurt am Main.
- Romeike, F. und W. Wehrspohn (2004), Rating-Software im Test, RATINGaktuell, Juni, S. 10-19.
- Weber, M. (2002), Bankenmarkt Deutschland I. Der Strukturwandel, in: Die Bank, Heft 6, S. 398-403.
- Zimmermann, V. und J. Schuhmacher (2005), Unternehmensfinanzierung: Immer noch schwierig, aber erste Anzeichen der Besserung, KfW Unternehmensbefragung 2005, Frankfurt/Main.



KfW Bankengruppe  
Palmengartenstraße 5-9  
60325 Frankfurt am Main  
Telefon 069 7431-0  
Telefax 069 7431-2944  
www.kfw.de  
Infocenter 0180 1 335577 (bundesweit zum Ortstarif)  
Telefax 069 7431-64355  
infocenter@kfw.de

## **IMPRESSUM**

Verantwortlich für den Inhalt:

Michael Bretz M. A., Leiter Abteilung Wirtschafts- und Konjunkturforschung,  
Verband der Vereine Creditreform e. V., Neuss;  
Dr. Norbert Irsch, Direktor Volkswirtschaft, Chefvolkswirt, KfW Bankengruppe,  
Frankfurt am Main;  
Dr. Gunter Kayser, Wissenschaftlicher Geschäftsführer,  
Institut für Mittelstandsforschung Bonn;  
Dr. Bernhard Lageman, Leiter Kompetenzbereich Existenzgründung und  
Unternehmensentwicklung, Handwerk und neue Technologien, RWI Essen;  
Dr. Georg Licht, Leiter Forschungsbereich Industrieökonomik und Internationale  
Unternehmensführung, ZEW - Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH,  
Mannheim.

Autoren:

Dr. Klaus Borger, KfW Bankengruppe, Frankfurt am Main;  
Dr. Anke Brenken, KfW Bankengruppe, Frankfurt am Main;  
Dr. Reinhard Clemens, IfM Bonn;  
Dipl.-Volksw. Wolfgang Dürig, RWI Essen;  
Dr. Dirk Engel, RWI Essen;  
Dipl.-Math. Brigitte Günterberg, IfM Bonn;  
Dr. Ljuba Haunschild, IfM Bonn;  
Dr. Bernhard Lageman, RWI Essen;  
Dipl.-Volksw. Georg Metzger, ZEW, Mannheim;  
Dr. Michaela Niefert, ZEW, Mannheim;  
Rechtsanwältin Anne Sahm, Creditreform, Neuss;  
Dr. Christiane Schäper, KfW Bankengruppe, Frankfurt am Main;  
Dr. Volker Zimmermann, KfW Bankengruppe, Frankfurt am Main.