

SCHÄFFER
POESCHEL

Ergänzende Unterlagen zum Buch bieten wir Ihnen unter www.schaeffer-poeschel.de/webcode zum Download an.

Für den Zugriff auf die Daten verwenden Sie bitte Ihre E-Mail-Adresse und Ihren persönlichen Webcode. Bitte achten Sie bei der Eingabe des Webcodes auf eine korrekte Groß- und Kleinschreibung.

Ihr persönlicher Webcode:

1

Charakteristika und praktische Relevanz strukturierter Finanzierungen

Lernziele

- ▶ Sie können den Finanzierungsbegriff definieren und die wichtigsten Finanzierungsformen systematisieren.
- ▶ Sie kennen die Finanzierungsquellen und -strukturen in der Bundesrepublik Deutschland und können deren aktuelle Relevanz beurteilen.
- ▶ Sie wissen, wie sich die Praxis der Unternehmensfinanzierung im letzten Jahrzehnt verändert hat und können die aktuellen Entwicklungstendenzen und deren Ursachen beurteilen.
- ▶ Sie können strukturierte Finanzierungen anhand ihrer grundsätzlichen Charakteristika einordnen.
- ▶ Sie wissen, was unter Cashflow-Orientierung zu verstehen ist.
- ▶ Sie können das Prinzip der Risikoteilung erläutern.
- ▶ Sie sind in der Lage, den Off-Balance-Sheet-Charakter einer Finanzierung zu erläutern und zu beurteilen.

Stellen Sie sich vor, Sie wären kaufmännischer Geschäftsführer eines mittelständischen Anlagenbauers in Mittelhessen und lesen an einem trüben Novembormorgen in der Börsenzeitung die Überschrift »BaFin-Chef warnt vor Überregulierung – Kreditklemme durch Basel III befürchtet«. Sie erinnern sich an die heftigen Diskussionen in Ihrem Geschäftsführungsteam im Jahr 2003. Zu dieser Zeit gab es ähnliche Befürchtungen, denn die deutschen Banken durchschritten eine tiefe Ertragskrise und begannen, ihr Kreditgeschäft an die damals unter dem Stichwort Basel II geplanten neuen bankenaufsichtsrechtlichen Regelungen anzupassen. Rating und risikoadjustierte Zinssätze hießen damals die Schlagworte, die manchen Mittelständler (und auch Banker) erschauern ließen. In Ihrem Unternehmen war man sich aber schnell einig geworden, dass dem Thema Finanzierung und Finanzierungsalternativen mehr Beachtung geschenkt werden muss. Die Ziele waren klar: Optimierung des Ratings, um bestmögliche Konditionen bei den Banken zu erreichen, und Erschließung von Finanzierungsalternativen, um von ihnen unabhängiger zu werden. Zwischenzeitlich hat sich viel getan in Ihrer Finanzabteilung: Die Eigenkapitalquote konnte durch einbehaltene Gewinne deutlich erhöht werden. Sie haben im Rahmen einer Verbriefungstransaktion, die von einer Schweizer Investmentbank vermittelt wurde, einen nennenswerten Betrag an mezzaninem Kapital erhalten und ein Großprojekt wurde mit verschiedenen Partnern, darunter ein international tätiger Private Equity-Fonds, im Rahmen einer Projektfinanzierung realisiert. Die Erfahrungen, die Sie in den letzten Jahren gemacht haben, waren durchaus gemischt

und Sie fragen sich jetzt, wie es angesichts der Nachwirkungen der Finanzkrise weitergeht.

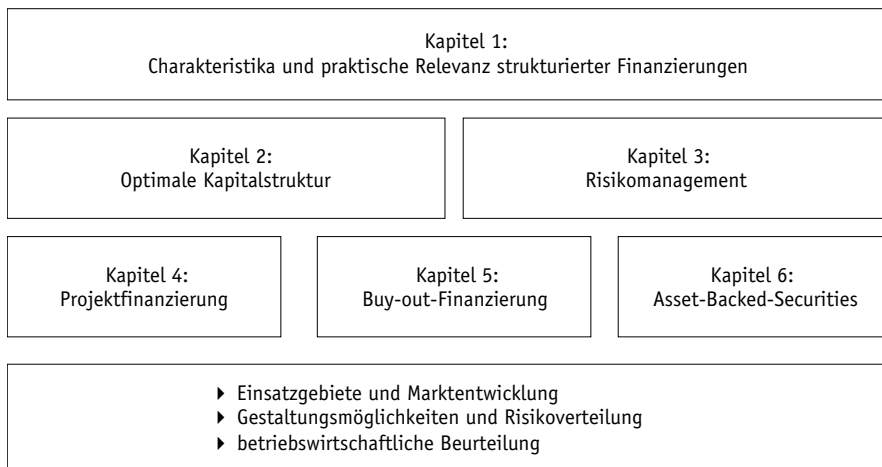
1.1 Aufbau des Lehrbuchs

Im Rahmen dieses einleitenden Kapitels wird die strategische Bedeutung von Finanzierungsentscheidungen in einem sich ändernden Umfeld herausgearbeitet. Gerade für mittelständische Unternehmen besteht die dringende Notwendigkeit sich mit Alternativen zum klassischen Bankkredit auseinanderzusetzen. Den theoretischen Ansätzen zur Erklärung der optimalen Kapitalstruktur ist deswegen Kapitel 2 gewidmet. Im Rahmen dieses Kapitels wird auch auf das Problem von Informationsasymmetrien und möglichen daraus resultierenden Anreizproblemen einzugehen sein. Als Lehre aus der Finanzkrise ist dabei herauszuarbeiten, dass den Anreizwirkungen bei strukturierten Finanzierungen besonderes Augenmerk zu widmen ist.

Ebenso zwingen Umfeldänderungen Banken als Intermediäre wie auch Investoren sich mit strukturierten Finanzierungen als Anlagealternativen mit hohen Renditechancen und Risikopotenzialen auseinanderzusetzen. Essentiell für den Erfolg strukturierter Finanzierungen ist das Risikomanagement. Deswegen werden die Grundlagen in Kapitel 3 erörtert.

Abb. 1-1

Konzeption des Lehrbuchs



Quelle: eigene Darstellung

Die folgenden Kapitel 4, 5 und 6 sind den drei wichtigsten Finanzierungstechniken gewidmet: Projekt- und Buy-out-Finanzierungen sowie Asset-Backed-Securities-Transaktionen. Dabei werden die Techniken zunächst vorgestellt und ihre Einsatzmöglichkeiten beschrieben. Anschließend folgt die Darstellung und Analyse der Gestaltungsmöglichkeiten und der Risikoverteilung. Den Abschluss bildet eine umfassende betriebswirtschaftliche Beurteilung der Chancen und Risiken aus Sicht der beteiligten Parteien. In Abbildung 1-1 wurde die Konzeption zusammenfassend grafisch dargestellt.

1.2 Grundlagen der Finanzierung

In der einschlägigen, umfangreichen betriebswirtschaftlichen Literatur finden sich zahlreiche Definitionen zum Begriff der *Finanzierung*, die sich in zwei Kategorien einteilen lassen: der am (bilanziellen) Kapital und Vermögen orientierte abstrakte Finanzierungs begriff und der an Zahlungsströmen orientierte monetäre Finanzierungs begriff. In diesem Lehrbuch soll der zweiten Auffassung gefolgt werden:

Finanzierung ist die zielgerichtete Strukturierung und Gestaltung von betrieblichen Zahlungsströmen, also Ein- und Auszahlungen. Dabei wird ein Gleichgewicht zwischen Rendite und Risiko bei jederzeitiger Sicherung der Liquidität des Unternehmens angestrebt.

Ausgehend von dieser Definition lassen sich die Finanzierungsformen nach verschiedenen Kriterien systematisieren. Für die folgenden Überlegungen ist die Unterscheidung nach:

- ▶ Rechtsstellung der Kapitalgeber,
- ▶ Mittelherkunft und
- ▶ Lebenszyklusphase des Unternehmens

von besonderer Relevanz. Im Rahmen von strukturierten Finanzierungen kommen in der Regel verschiedene Finanzierungsformen zum Einsatz. Die spezifischen Ausprägungen werden in den jeweiligen Kapiteln dieses Buches im Detail vorgestellt. Um dem Leser den Überblick zu erleichtern, erfolgt an dieser Stelle zunächst eine zusammenfassende Systematisierung nach den für die folgenden Ausführungen wichtigsten Unterscheidungsmerkmalen.

Nach dem Kriterium der Rechtsstellung der Kapitalgeber lassen sich *Eigenfinanzierung* und *Fremdfinanzierung* sowie *Mischformen* (auch als hybride Kapitalformen oder *Mezzanine-Finanzierungen* bezeichnet) unterscheiden. Die wesentlichen Unterschiede zwischen Eigen- und Fremdfinanzierung werden in Abbildung 1-2 gegenübergestellt.

Systematisierung der
Finanzierungsformen

Rechtsstellung

Abb. 1-2

Unterschiede zwischen Eigen- und Fremdfinanzierung nach der Rechtsstellung des Kapitalgebers

Kriterium	Eigenfinanzierung	Fremdfinanzierung
Rechtsgrundlage	gesellschaftsrechtlicher Vertrag	schuldrechtlicher Vertrag
Stellung des Kapitalgebers	Eigentümer	Gläubiger
Haftung	in Höhe der Einlage bzw. mit Privatvermögen	grundsätzlich keine Haftung
Verzinsung	kein fester Verzinsungsanspruch (Gewinn-/Verlust-/Vermögensbeteiligung)	(in der Regel) erfolgsunabhängiger Verzinsungsanspruch
Fristigkeit	(in der Regel) langfristig	frei vereinbar
Rückzahlung	nicht vorgesehen (Teilnahme am Liquidationserlös)	Rückzahlungsanspruch (im Insolvenzfall bevorrechtigt)
Mitspracherecht/ Leitung	ja (Ausmaß abhängig von der Rechtsform)	nein (faktisch möglich bei hohem Verschuldungsgrad)
Ertragsteuerliche Behandlung	Ausschüttung aus versteuerten Gewinnen	Zinsen als Betriebsausgaben (unter bestimmten Umständen begrenzt) abzugsfähig

Quelle: in Anlehnung an Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 358

Mittelherkunft

Bei Abgrenzung nach dem Kriterium der Mittelherkunft resultiert die Unterscheidung zwischen *Innen-* und *Außenfinanzierung*. Entscheidend ist hier die Frage, ob die verwendeten Finanzierungsmittel von der Unternehmung selbst erwirtschaftet oder ob ihr die zusätzlichen Mittel von außen zugeführt werden. Beide Ausprägungen können sich auf Eigen-, Fremdfinanzierung und Mischformen beziehen. Beispiele für die daraus resultierende Systematik finden sich in Abbildung 1-3 (kursiv gedruckt).

»Lebenszyklus«
des Unternehmens

Folgt man dem Lebenszykluskonzept als Systematisierungskriterium, ergeben sich je nach Lebensphase des Unternehmens und damit verbundener Cashflow- und Gewinnsituation unterschiedliche Risikoprofile und Finanzbedarfe, die durch unterschiedliche Finanzierungsformen abgedeckt werden können. Auf die Einzelheiten dieser Konzeption wird im Rahmen der Analyse von Buy-out-Finanzierungen in Kapitel 5.2 eingegangen. Als Überblick reicht an dieser Stelle die in Abbildung 1-4 enthaltene, idealtypische Systematik aus.

Im Rahmen einer Status-quo-Analyse sollen nun zunächst die empirische Relevanz der einzelnen Finanzierungsquellen für die deutsche Unternehmenslandschaft untersucht und anschließend erkennbare Entwicklungstendenzen aufgezeigt werden.

Abb. 1-3

Finanzierungsformen nach Rechtsstellung und Mittelherkunft

Kriterium	Innenfinanzierung	Außenfinanzierung
Eigenfinanzierung	Finanzierung aus einbehaltenen Gewinnen (offene und stille Selbstfinanzierung) <i>Gewinnthesaurierung</i>	Beteiligungsfinanzierung (ohne/mit Kapitalmarktzugang) <i>Aufnahme eines neuen Gesellschafters/ Ausgabe von Aktien</i>
Fremdfinanzierung	Finanzierung aus (langfristigen) Rückstellungen <i>Finanzierungseffekte von Pensions-rückstellungen</i>	Kreditfinanzierung und -substitute (ohne/mit Kapitalmarktzugang) <i>Bankkredite/Anleihen</i>
Mischformen	Finanzierung durch Kapitalfreisetzung <i>Finanzierungseffekte von Abschreibungsgegenwerten</i>	Mezzanine-Instrumente (ohne/mit Kapitalmarktzugang) <i>Genussrechte und Genussscheine</i>

Quelle: in Anlehnung an Däumler/Grabe, 2008, S. 36

Abb. 1-4

Finanzierungsformen nach Lebenszyklusphasen

Unternehmensphase	Finanzierungsphase	Finanzierungsformen
Gründungsphase		
Konzeptionsentwicklung	Seed-Phase	Eigenmittel, staatliches Beteiligungskapital
Unternehmensgründung	Start-up-Phase	Eigenmittel, öffentliche Mittel und staatliches Beteiligungskapital, informelles Beteiligungskapital
Expansionsphase		
Markteinführung	First-Stage-Finanzierungen	Zusätzlich: formelles Beteiligungskapital – Venture-Capital (VC) im engeren Sinn
Marktdurchdringung	Second- und Third-Stage-Finanzierungen	Eigenmittel und Private-Equity Kreditfinanzierungen durch Banken In späteren Phasen Mittelaufnahmen über den Kapitalmarkt
Reifephase		
Marktwachstum und Marktsättigung	Wachstumsphase Turn-around-Phase	Eigenmittelstärkung über den Kapitalmarkt (Börsengang und damit Ausstieg der VC- bzw. Private-Equity-Investoren), Beteiligungskapital durch strategischen Investor oder Mitarbeiter Fremdfinanzierung durch Banken und über den Kapitalmarkt Zunehmende finanzielle Flexibilität durch Innenfinanzierung

Quelle: in Anlehnung an Betsch/Groh/Lohmann, 2000, S. 311, sowie Engelmann/Juncker/Natusch/Tebroke, 2000, S. 45

1.3 Finanzierungsquellen und Finanzierungsstrukturen in Deutschland

Aufgrund der mittlerweile recht zahlreichen empirischen Studien zu Finanzierungsquellen und -strukturen in Deutschland lässt sich zunächst einmal grundsätzlich festhalten, dass es signifikante Finanzierungsunterschiede zwischen kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) einerseits und Großunternehmen andererseits gibt. Deswegen ist im ersten Schritt darauf einzugehen, was überhaupt mittelständische Unternehmen sind und welche Bedeutung sie für die deutsche Volkswirtschaft haben.

KMU lassen sich entsprechend der Definition der Europäischen Union als Unternehmen abgrenzen, die

- ▶ weniger als 250 Mitarbeiter beschäftigen und
- ▶ einen Jahresumsatz von weniger als 50 Mio. Euro oder eine Bilanzsumme von weniger als 43 Mio. Euro aufweisen und
- ▶ wirtschaftlich unabhängig sind, d. h. an denen kein Großunternehmen eine Beteiligung von mehr als 25 Prozent hält.

KMU als Rückgrat der deutschen Wirtschaft

Ein Blick auf einige ökonomische Eckdaten zeigt, dass KMU das Rückgrat der deutschen Wirtschaft darstellen:

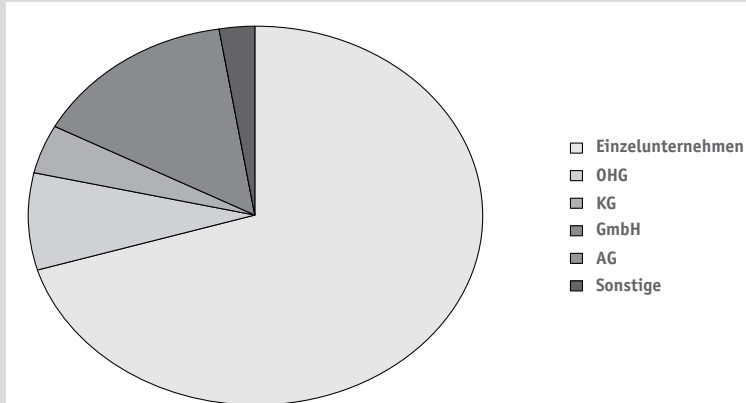
In Deutschland gibt es im Jahr 2008 laut der jüngsten Umsatzsteuerstatistik rund 3,2 Mio. Unternehmen. Dabei dominieren mit fast 3 Mio. die Kleinstunternehmen mit einem Umsatz bis 2 Mio. Euro, was einem Anteil von 94,1 Prozent entspricht. Kleine und mittlere Unternehmen (2 bis 50 Mio. Euro Umsatz) stellen 177.776 oder 5,6 Prozent aller Unternehmen. Auf Großunternehmen entfallen lediglich 10.750 oder 0,3 Prozent. Die Proportionen drehen sich um, betrachtet man die Anteile am insgesamt in Deutschland erwirtschafteten Umsatz: KMU erwirtschafteten in 2008 knapp 37 Prozent des Umsatzes, Großunternehmen hingegen 63 Prozent. Bei der Beschäftigung halten sich die beiden in etwa die Waage: 45 Prozent entfallen auf KMU und 55 Prozent auf Großunternehmen. Gemeinhin gelten KMU als flexibler, anpassungsfähiger und innovativer, sodass sie mit Fug und Recht als wichtige Triebfeder der deutschen Wirtschaft und des Wachstums angesehen werden können.

Wichtig für das Finanzierungsverhalten ist die Verteilung der Unternehmen nach Rechtsformen, da sich danach in der Regel die Publizitätsanforderungen und die Publizitätspolitik richten (vgl. Abbildung 1-5).

Bei weiterer Differenzierung nach der Umsatzgröße ist festzustellen, dass bei den Kleinstunternehmen die Rechtsform der Einzelunternehmung und – aus Haftungsgründen – die der GmbH dominieren. Je größer die Unternehmen werden, umso größer wird der Anteil der Aktiengesellschaften und der GmbHs. Da börsennotierte Aktiengesellschaften in Deutschland den umfangreichsten Offenlegungsverpflichtungen unterliegen, sind diese prädestiniert für Kapitalmarktfinanzierungen.

Abb. 1-5

Umsatzsteuerpflichtige Unternehmen nach Rechtsform im Jahr 2008



Quelle: eigene Darstellung, Statistisches Bundesamt, Fachserie 14, Reihe 8, 2010

Einen ersten Einblick in die Finanzierungsstrukturen deutscher Unternehmen offenbart sich bei der Analyse der Passivseite der Bilanzen deutscher Unternehmen. Dabei kommt der Eigenkapitalquote, definiert als Quotient aus Eigenkapital zu Bilanzsumme, besondere Bedeutung zu. Wie wir im weiteren Verlauf des Buches herausarbeiten werden, dient das Eigenkapital einem Unternehmen als zentraler Verlustpuffer und ist deswegen in einem sich permanent ändernden, durch Unsicherheit geprägten Marktumfeld überlebenswichtig.

Wie aus Abbildung 1-6 ersichtlich ist, hat der Mittelstand in Deutschland seit Jahrzehnten eine im Vergleich zu deutschen Groß- und internationalen Unternehmen relativ dünne Eigenkapitaldecke.

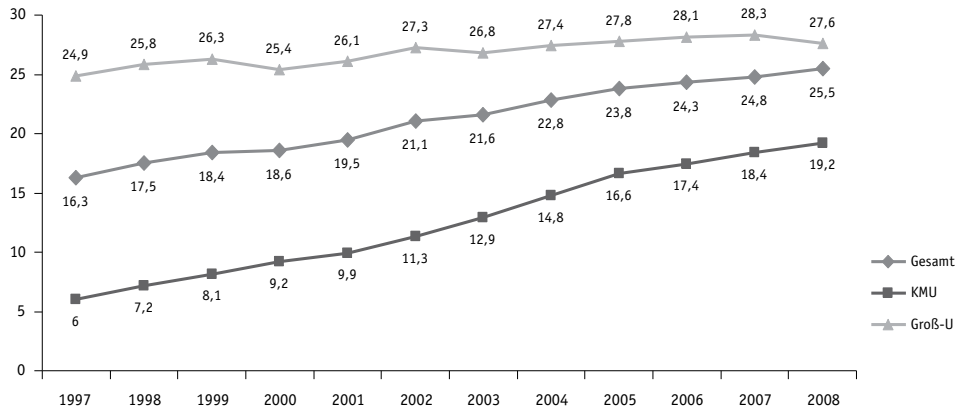
Im Jahr 2008 beläuft sich die durchschnittliche Eigenkapitalquote aller Unternehmen nach Schätzungen der Deutschen Bundesbank auf 25,5 Prozent. KMU weisen einen Wert von 19,2 Prozent auf, Großunternehmen einen von 27,6 Prozent. Ein Blick auf Abbildung 1-6 zeigt jedoch, dass sich die durchschnittlichen Eigenkapitalquoten im Mittelstand im letzten Jahrzehnt deutlich verbessert haben. Dies ist zum einen auf veränderte bankenaufsichtsrechtliche Regelungen, die unter dem Stichwort Basel II bekannt wurden, zurückzuführen. Die Einführung von bankinternen Ratingsystemen als Voraussetzung für die Kreditvergabe und die Bedeutung quantitativer Informationen, hier besonders der Eigenkapitalquote, hat im Mittelstand ein Umdenken in Gang gesetzt und die Unternehmer bewogen, die Eigenkapitalbildung zu forcieren. Ein verändertes steuerliches Umfeld sowie die gute konjunkturelle Entwicklung in der zweiten Hälfte des letzten Jahrzehnts haben andererseits die Eigenkapitalbildung durch Gewinneinbehaltung begünstigt.

Finanzierungsstrukturen
KMU

Erholte Eigenkapital-
quoten

Abb. 1-6

Entwicklung der Eigenkapitalquoten in Deutschland



(in Prozent der Bilanzsumme, nach Umsatzgrößenklassen)

Quelle: eigene Darstellung, Deutsche Bundesbank: Hochgerechnete Angaben aus Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen von 1994 bis 2007 sowie Hochgerechnete Angaben für kleine und mittelgroße sowie Großunternehmen von 1997–2007 sowie dieselbe: Ertragslage und Finanzungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2008, in: Monatsberichte, Heft 1, 2010, S. 28

Weitet man die Analyse auf die komplette Passivstruktur der Bilanz in Abbildung 1-7 aus, zeigt sich die Dominanz der *externen Finanzierung* und die große Bedeutung des *Bankkredits* im Mittelstand. Zusammen mit der mäßigen Eigenkapitalausstattung vieler Mittelständler lassen sich somit nach wie vor eine große Abhängigkeit vom Bankensektor und eine nur eingeschränkte finanzielle Autonomie konstatieren. Dies gilt vor allem für die Kleinst- und Kleinunternehmen.

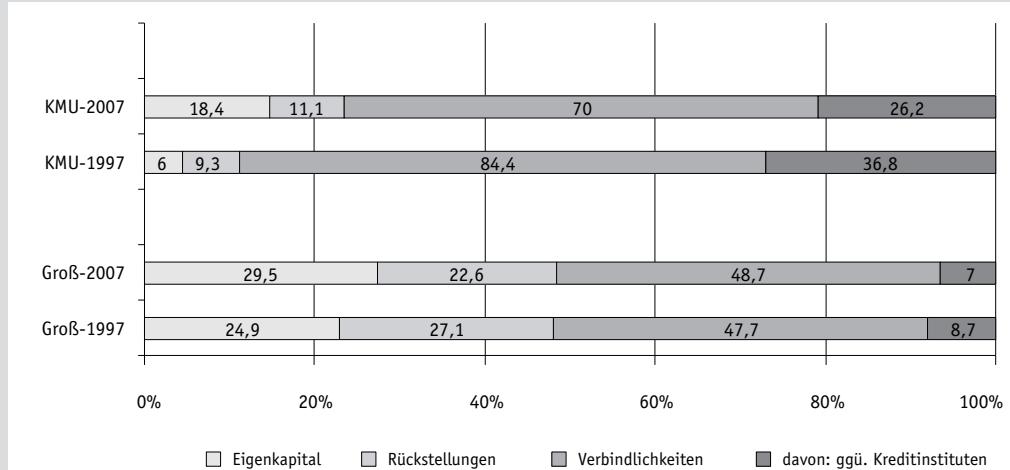
Im Zehnjahresvergleich hat allerdings der prozentuale Anteil der Bankfinanzierung deutlich abgenommen. Wie aus den jährlichen Unternehmensbefragungen der Kreditanstalt für Wiederaufbau hervorgeht, sind Leasing als Alternative zum langfristigen Kredit und Factoring als Alternative zur Betriebsmittelfinanzierung als die Gewinner in diesem Entwicklungsprozess zu identifizieren. Abbildung 1-8 zeigt die Bedeutung der Finanzierungsinstrumente aus Unternehmenssicht.

Auch wenn die Bedeutung des Bankkredits für KMU nach wie vor hoch ist, sollte dies nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Kapitalmarkt im letzten Jahrzehnt auch den deutschen Mittelstand erreicht hat. Ende der 1990er Jahre schwappte die Verbriefungswelle auf Europa über. Ausdruck dieser *Verbriefungstendenz* ist zum einen die explosionsartige Zunahme des Volumens von durch Kreditportfolien unterlegten Anleihen, auf die in diesem Buch im Rahmen des Kapitels über *Asset-Backed-Securities* einzugehen ist. Im Zuge dieser Entwicklung haben sich größere mittelständische Unternehmen Zugang zu günstigem Mezzanine-Kapital als Eigenkapitalersatz (sogenanntes *Programm-Mezzanine*) verschafft. Allein im Zeitraum zwischen 2004 und 2007 wurden über 4,5 Mrd. Euro an mezza-

Tendenz zur Verbriefung

Abb. 1-7

Entwicklung der Passivseite der Bilanzen deutscher Unternehmen

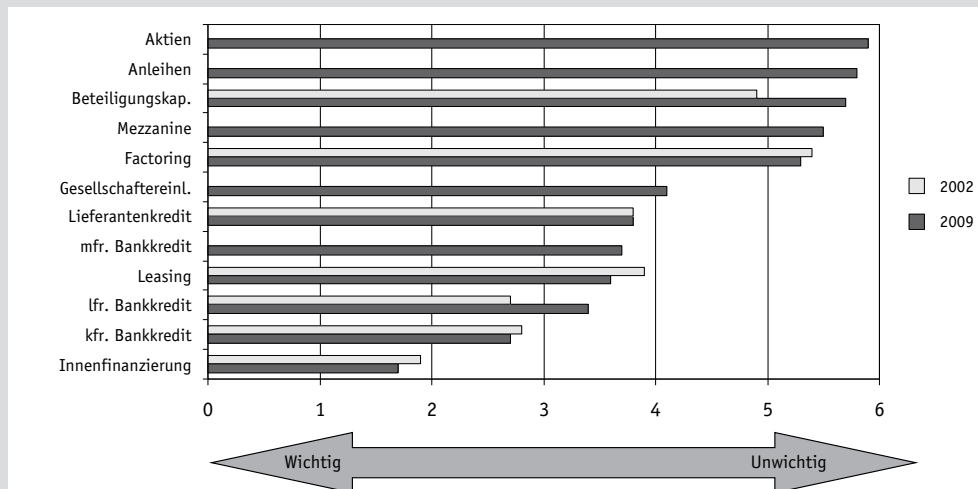


(in Prozent der Bilanzsumme, nach Umsatzgrößenklassen)

Quelle: eigene Darstellung, Deutsche Bundesbank: Hochgerechnete Angaben aus Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen von 1994 bis 2007 sowie Hochgerechnete Angaben für kleine und mittelgroße sowie Großunternehmen von 1997–2007

Abb. 1-8

Bedeutung alternativer Finanzierungsinstrumente im Mittelstand



Quelle: eigene Darstellung, Kreditanstalt für Wiederaufbau, Unternehmensbefragung 2002 sowie 2009

Börsengänge

ninem Kapital aufgenommen. Die Refinanzierung dieser Mittel wird einige mittelständische Unternehmen aufgrund des Zusammenbruchs der Verbriefungsmärkte im Zuge der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise in den nächsten Jahren vor große Herausforderungen stellen.

Zum anderen hat sich in den 1990er Jahren der Weg der externen Beschaffung von Eigenmitteln im Rahmen von Börsengängen – insbesondere am Neuen Markt – geöffnet, der vor allem von jungen Unternehmen aus den Wachstumsbranchen der »New Economy« eingeschlagen wurde. Von 1997 bis 2000 stieg die Anzahl der am Neuen Markt notierten Unternehmen von 12 auf 133, allein in den Jahren 1999 und 2000 gab es jeweils mehr als 150 Börsengänge. Das Zerplatzen der Dotcom-Blase und damit auch der Spekulationsblase am Neuen Markt im Dezember 2000 hat allerdings dazu geführt, dass diese wichtigen Finanzierungsquellen für junge und innovative Unternehmen bis Mitte des letzten Jahrzehnts nahezu versiegt waren.

Venture-Capital und
Private Equity

Allerdings wurde Deutschland durch die Öffnung dieses attraktiven Ausstiegskanals auch für internationale Wagniskapitalfirmen, die in ersten Unternehmensphasen Venture-Capital und in späteren Phasen Private Equity zur Verfügung stellen, interessant. Parallel zu den Entwicklungen am Neuen Markt hat sich der Markt für *Venture-Capital* explosionsartig entwickelt: Bewegte sich das gesamte investierte Fondsvolumen Anfang bis Mitte der 1990er Jahre noch im Bereich von 1,5 bis 3 Mrd. Euro, so stieg es seit 1996 exponentiell an und überschritt im Jahre 2000 erstmals die Marke von 10 Mrd. Euro. Dem Einbruch im Anschluss an das Zerplatzen der Spekulationsblase Ende 2000 folgte ab 2005 ein erneuter Aufschwung und zwar nun für *Private Equity*: Zwischen 2006 und 2008 wurden allein von in Deutschland ansässigen Private Equity-Fonds mehr als 14 Mrd. Euro investiert, und zwar vor allem im Rahmen von – häufig mittelständischen – Unternehmensübernahmen. Durch die Finanzkrise nahm dieser Aufschwung ein jähes Ende.

Finanzierungsstrukturen
Großunternehmen

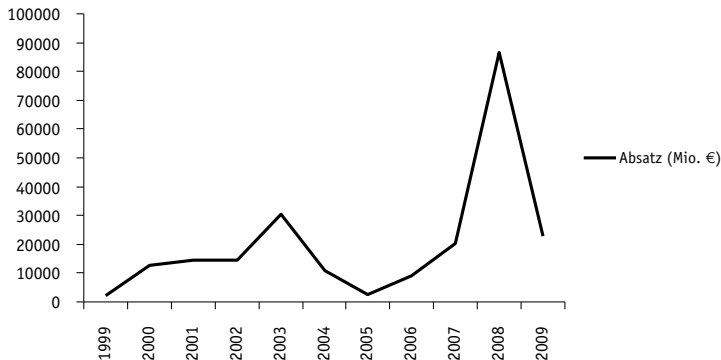
Im Gegensatz zu den KMU sind die deutschen Großunternehmen durch einen hohen Grad an finanzwirtschaftlicher Autonomie gekennzeichnet. Sie finanzieren sich nämlich sehr viel stärker aus internen Quellen – aus dem eigenen *Cashflow* und Eigenkapital stärkender *Rücklagenbildung*. Die Innenfinanzierungskraft von Großunternehmen in Deutschland resultiert insbesondere aus der Möglichkeit, *Pensionsrückstellungen* zu bilden (vgl. Abbildung 1-7). Damit sind die Großunternehmen in Deutschland nicht nur relativ autonom gegenüber Banken, sondern auch gegenüber dem Kapitalmarkt.

Allerdings haben Kapitalmarktfinanzierungen und hier besonders die Unternehmensanleihen einen großen Bedeutungszuwachs erfahren. Abbildung 1-9 verdeutlicht diese Entwicklung. Ursächlich sind unter anderem das im letzten Jahrzehnt historisch niedrige Zinsniveau und das weitgehende Verschwinden von Zinsdifferenzen zwischen staatlichen Emittenten in Europa mit der Einführung des Euro zu Beginn dieses Jahrtausends. Dies hat viele institutionelle Investoren dazu gezwungen, andere attraktive Anlagealternativen zu suchen. Die starke Ausweitung des Absatzes von Unternehmensanleihen im Jahr 2008 ist auf die Finanzkrise und den Rückgang des Kreditvergabevolumens durch die Banken zurückzuführen. Nachdem die Banken als Finanzintermediäre praktisch ausgefallen waren, haben

die Großunternehmen ihre Finanzierungsbedürfnisse über den Kapitalmarkt decken können.

Abb. 1-9

Bruttoabsatz von Unternehmensanleihen deutscher Emittenten



Quelle: eigene Darstellung, Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik, diverse Jahrgänge

- ▶ Zusammenfassend lässt sich festhalten: die Eigenkapitaldecke im Mittelstand ist zwar im letzten Jahrzehnt gewachsen, aber nach wie vor dünn, somit ist die finanzielle Autonomie der KMU eingeschränkt,
- ▶ dominierende Finanzierungsart ist der Bankkredit, sodass KMU nach wie vor stark von Banken abhängig sind,
- ▶ für wachstumsträchtige und renditestarke KMU eröffnen Börseneinführungen, Venture-Capital und Private Equity neue Eigenkapitalquellen, die allerdings im Zuge der Finanzkrise in Mitleidenschaft gezogen wurden,
- ▶ Großunternehmen genießen eine relativ hohe finanzielle Autonomie aufgrund ihrer Fähigkeiten zur Innenfinanzierung, insbesondere durch die Möglichkeit zur Bildung von Pensionsrückstellungen, und dem Kapitalmarktzugang,
- ▶ die direkte Aufnahme von Fremdmitteln über den Kapitalmarkt hat für deutsche Großunternehmen aufgrund des Zinsumfelds und der Friktionen im Zuge der Finanzkrise erheblich an Bedeutung gewonnen,
- ▶ der indirekte Zugang mittelständischer Unternehmen zum Kapitalmarkt über die Verbriefung von Kreditportfolien durch deutsche Banken wurde im Zuge der Finanzkrise stark beeinträchtigt.

Zusammenfassung

Für Wissbegierige

Informationsquellen zu Finanzierungsstrukturen und Instrumenten

- ▶ In Deutschland gibt es keine offizielle Bilanzdatenbank. Eine der umfangreichsten Datenbanken unterhält die Deutsche Bundesbank (www.bundesbank.de). Da bestimmte Unternehmenskredite als Sicherheit für geldpolitische Transaktionen durch die Banken verpfändet werden können, prüft die Bundesbank die Bonität zahlreicher Unternehmen. Sie berichtet jährlich in ihrem Monatsbericht über die Finanz- und Ertragslage der deutschen Unternehmen. Weitere wichtige Informationen zu Geld- und Kapitalmärkten finden sich in der Kapitalmarktstatistik. Der Zugang zu den Kreditmärkten wird im Bank Lending Survey der Europäischen Zentralbank (www.ecb.int) erhoben und untersucht.
- ▶ Seit Beginn des Jahrzehnts führt die Kreditanstalt für Wiederaufbau (www.kfw.de) jährlich eine Unternehmensbefragung zu verschiedenen finanzwirtschaftlichen Fragestellungen, wie z. B. der Finanzierungssituation und der Nutzung verschiedener Finanzinstrumente, durch.
- ▶ Umfangreiche Informationen rund um die Börse und zu den Börseneinführungen finden sich bei der Deutschen Börse AG (www.deutsche-boerse.com).
- ▶ Eine interessante Übersicht zur Situation an den Finanzmärkten in Deutschland bietet der jährlich erscheinende Bericht der Initiative Finanzstandort Deutschland (www.finanzstandort.de).

1.4 Veränderte Rahmenbedingungen für Unternehmensfinanzierungen

Seit der ersten Auflage des Lehrbuchs sind sieben Jahre vergangen. Die Entwicklungen, die sich mit der ersten Idee für das Buch abzeichneten, haben bereits im vergangenen Jahrzehnt zu deutlichen Veränderungen im Finanzierungsverhalten der deutschen Unternehmen geführt. Das folgende Kapitel ist dem Rückblick und einem Ausblick auf die zukünftigen Entwicklungen und Einflüsse gewidmet. Um die Überlegungen zu systematisieren, wird im Folgenden kurz auf das in der Strategiediskussion häufig genutzte Konzept von M.E. Porter zur Analyse der Marktattraktivität eingegangen.

Entsprechend *Porters Konzept der »Five Forces«* wird die Attraktivität eines Marktes durch fünf Wettbewerbskräfte beeinflusst:

- ▶ Verhandlungsstärke der Abnehmer,
- ▶ Verhandlungsstärke der Lieferanten,
- ▶ Möglichkeit zum Markteintritt durch neue Anbieter (potenzielle Konkurrenten),
- ▶ Existenz von Substitutionsprodukten,
- ▶ Existierende Konkurrenz innerhalb der Branche.

Bezogen auf den Markt für Finanzdienstleistungen und unter Berücksichtigung der Wirkungen der Finanzkrise ergeben sich die in Abbildung 1-10 dargestellten Zusammenhänge, die in den folgenden Abschnitten aus der Perspektive der Banken, der Unternehmen und der Investoren erläutert werden.

Porters Konzept
der »Five Forces«