XETRA | DEUTSCHE BÖRSE GROUP

Wachstum und Unabhängigkeit durch Eigenkapitalfinanzierung

Studie
Strukturwandel und Lösungsansätze für den deutschen Mittelstand in der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary **4**

1. Einleitung und Vorbemerkungen **7**

2. Steigender Eigenkapitalbedarf für den Mittelstand **8**
2.1 Veränderungen in der Kreditversorgung durch Basel II und die Finanzkrise 9
2.2 Refinanzierungsbedarf 15
2.3 Steigende Geschäftsrisiken, Margenverfall und Insolvenzgefahr durch die Wirtschaftskrise 18
2.4 Steigender Innovationsdruck im Mittelstand 21
2.5 Hürden und Hindernisse der Eigenkapitalfinanzierung 26

3. Bestandsaufnahme: Aktuelle Finanzierungssituation **43**
3.1 Einsatz Finanzierungsmittel 44
3.2 Eigenkapitalquoten im Mittelstand 46
3.3 Eigenkapitalquoten bei börsennotierten Unternehmen 54

4. Wege der Eigenkapitalfinanzierung für den deutschen Mittelstand **62**
4.1 Allgemeiner Überblick und aktuelle Umfrage Mittelstand 63
4.2 Motive der Eigenkapitalfinanzierung 74
4.3 Erfolgsmodelle der Eigenkapitalfinanzierung über die Börse 79

5. Schlussbemerkungen **102**

Abkürzungsverzeichnis **109**
Abbildungsverzeichnis **110**
Literatur- und Quellenverzeichnis **112**

Executive Summary

Seit geraumer Zeit ist in der hiesigen Unternehmenslandschaft ein steigender Bedarf nach Eigenkapital festzustellen. Wenngleich dieser Trend schon seit längerem anhält, ist die Bedeutung der Eigenkapitalfinanzierung durch die Finanzmarktkrise verstärkt in den Blickpunkt von Unternehmen und Öffentlichkeit geraten. Aktuelle Umfragen bestätigen einen klaren Trend auch der mittelständischen Unternehmen in Richtung Eigenkapital und eine deutliche Öffnung gegenüber der Aufnahme externer Investoren.

Diese Studie untersucht die vielfältigen Ursachen für diesen Trend hin zu mehr Eigenkapital bzw. eigenkapitalähnlichen Instrumenten (z.B. Mezzanine). Als solche werden erstens die regulatorischen und wettbewerblichen Veränderungen auf den Kreditmärkten identifiziert, die zu steigenden Transparenzanforderungen der Banken gegenüber den Unternehmen und Mitbestimmungsrechten der Banken bei den Unternehmen führen. Zweitens führt der zunehmende Innovationsdruck zu einem wachsenden Kapitalbedarf, der bei beschränktem Kreditangebot nur durch die zusätzliche Bereitstellung von Eigenkapital gedeckt werden kann. Drittens ist zu beachten, dass es auch angebotsseitige Veränderungen gibt, die den Unternehmen eine Eigenkapitalaufnahme an den Kapitalmärkten erleichtern. Als wichtigster Trend wurde in diesem Zusammenhang das durch den demographischen Wandel bedingte Wachstum der privaten Altersvorsorge identifiziert. Viertens leisten auch die Bemühungen des Gesetzgebers zur Schaffung von am Investorenschutz orientierten Rahmenbedingungen am Kapitalmarkt ihren Beitrag zu dieser Entwicklung. Und schließlich ist fünftens zu beachten, dass dieser Trend kurzfristig noch durch einen hohen Refinanzierungsbedarf, den der deutsche Mittelstand in den kommenden Monaten und Jahren haben wird, verschärft wird.

Diese Studie zeigt aber auch, dass es noch eine Reihe von Hindernissen auf dem Weg zu tieferen Eigenkapitalmärkten gibt. So ist erstens festzuhalten, dass mit der Unternehmensteuerreform 2008 ein klassisches Doppelbesteuerungssystem eingeführt worden ist, welches zu einer steuerlichen Diskriminierung von Eigenkapital im Vergleich zu Fremdkapital geführt hat. Diese Diskriminierung wird sich vor allem bei kleinen und mittleren Unternehmen mangels direkten Zugangs zu den internationalen Kapitalmärkten bemerkbar machen. Zudem sind zweitens in Deutschland bislang nur relativ bescheidene Versuche unternommen worden, die Bereitstellung von Eigenkapital für nicht börsennotierte Unternehmen zu erleichtern. Andere Länder, wie etwa Frankreich oder Großbritannien, haben hier sowohl durch steuerliche als auch gesellschafts- und finanzmarktrechtliche Maßnahmen dafür gesorgt, dass ein sehr aktiver Markt für privates Beteiligungskapital entstehen konnte. Drittens trägt das System einer umlagefinanzierten Altersvorsorge dazu bei, dass der organisierte Kapitalmarkt in Deutschland im internationalen Vergleich eher klein ist. Zwar steuert der Gesetzgeber hier mittlerweile entgegen, allerdings hinkt Deutschland in dieser Entwicklung hinterher. Und schließlich ist viertens zu hinterfragen, ob die Regelungen zum Investorenschutz und zur Verantwortlichkeit von Unternehmensverwaltungen nicht verbessert werden könnten.

Unabhängig von diesen Hindernissen gibt es in Deutschland aber einen Trend zu höheren Eigenkapitalquoten, gerade auch bei den mittelständischen Unternehmen, wie in dieser Studie gezeigt wird. Dies lässt sich aus der bilanziellen Entwicklung ablesen: So lag Mitte der 1990er Jahre die durchschnittliche bilanzielle Eigenkapitalquote der börsennotierten Unternehmen bei rund 30 Prozent. Zur Jahrtausendwende stieg diese dann auf etwas über 40 Prozent an und stabilisierte sich seither auf diesem Niveau. Betrachtet man die nicht börsennotierten Unternehmen, so zeigt sich ein ähnliches Bild. Auch hier gibt es einen langfristigen Trend zu steigenden Eigenkapitalquoten. Allerdings haben die deutschen Unternehmen im internationalen Vergleich immer noch

relativ niedrige Eigenkapitalquoten. Andererseits findet sich dieser Trend auch bei Befragungen von Entscheidungsträgern in Unternehmen wieder.

Weiterhin zeigt sich, dass es gerade die innovations- und wachstumsorientierten Unternehmen sind, die die Möglichkeit verstärkter Eigenkapitalfinanzierung in Anspruch nehmen. So haben die 10 Prozent der börsennotierten Unternehmen mit den höchsten F&E-Quoten eine um mehr als 35 Prozentpunkte höhere Eigenkapitalquote als die 10 Prozent der Unternehmen mit den niedrigsten F&E-Quoten. Dies bestätigt einmal mehr die Bedeutung von Eigenkapital für Innovationen in einer Volkswirtschaft. Umgekehrt werden aber auch Befunde dafür vorgelegt, dass nicht börsennotierte Unternehmen sich wesentlich schwerer tun, ihre Kapitalstruktur mit ihrer geschäftspolitischen Ausrichtung in Einklang zu bringen. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass bei diesen Unternehmen Finanzierungsrestriktionen wirken.

Nicht zuletzt vor diesem Hintergrund wird in dieser Studie die Bedeutung des Börsengangs für die Unternehmensentwicklung ausführlich analysiert. Dabei zeigt sich ein sehr konsistentes Bild. Die Mehrzahl der Unternehmen nutzt diesen nämlich zur Finanzierung von Wachstumsstrategien und zur Stärkung der Eigenkapitalbasis. Die Unternehmen können nach dem Börsengang ihre in- und ausländischen Umsätze ebenso deutlich steigern wie ihren Diversifikationsgrad, ihre Forschungs- und Entwicklungsausgaben sowie ihre Akquisitionsaktivitäten. Zudem scheinen Finanzierungsrestriktionen nach einem Börsengang an Bedeutung zu verlieren. Mit der Erhöhung der Eigenkapitalbasis (Anstieg der Eigenkapitalquote von 15 Prozent zwei Jahre vor dem Börsengang auf 52 Prozent zwei Jahre danach) geht eine Zunahme des Finanzierungsspielraums einher. Damit können sich die Unternehmen neue Finanzierungsquellen – auch im Fremdkapitalbereich – erschließen. All dies kommt auch in einem steigenden Investitionsvolumen zum Ausdruck.

Es ist das Anliegen dieser Studie, die wachsende Bedeutung der Eigenkapitalfinanzierung und die dahinter stehenden Faktoren darzustellen und zu diskutieren. Damit soll ein kleiner Beitrag dazu geleistet werden, dass Unternehmen ihre Finanzierungsstrategien vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen kritisch reflektieren können. Gleichzeitig sollen die vorgetragenen Fakten und Argumente der Politik helfen, die Rahmenbedingungen der Unternehmensfinanzierung in Deutschland kritisch zu hinterfragen und Schwachstellen durch geeignete Weichenstellungen zu beseitigen. Die wichtigsten Weichenstellungen, die sich aus dieser Studie ergeben, lassen sich in folgender Roadmap zusammenfassen:

- Abschaffung oder Reduzierung der steuerlichen Diskriminierung von Eigenkapital. Sollte das System der Kapitaleinkommensbesteuerung nicht insgesamt reformiert werden, so wäre zumindest über einen gespaltenen Abgeltungssteuersatz und/oder über die Wiedereinführung der Steuerfreiheit von Kursgewinnen nachzudenken.

- Die Rahmenbedingungen für privates Beteiligungskapital sollten so gestaltet werden, dass Deutschland auch als Standort für die Managementgesellschaften dieser Beteiligungsfonds eine Rolle spielt. Damit würde die Bereitstellung von Eigenkapital für kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) verbessert werden. Zudem hätte ein solcher vorbörslicher Markt für Eigenkapital einen positiven Effekt für die Bedeutung der Börse als Instrument der Kapitalbeschaffung.

- Bei jungen technologieorientierten Wachstumsunternehmen ist wegen eines zu vermutenden Marktversagens über eine Förderung der Bereitstellung von Eigenkapital nachzudenken, ähnlich wie dies in Ländern wie Frankreich oder Großbritannien bereits geschieht.

- Der mit dem Alterseinkünftegesetz beschrittene Weg ist konsequent weiter zu gehen. Die demographische Entwicklung muss mit einer Stärkung der privaten Altersvorsorge einhergehen. Allerdings sollte der Trend zur Intermediatisierung der Kapitalmärkte unterbrochen werden. Vom Sparer direkt angelegte Mittel sollten – in bestimmten Grenzen und unter bestimmten Restriktionen – genauso in den Genuss der nachgelagerten Besteuerung kommen, wie jene Mittel, die in gemäß Alterseinkünftegesetz zugelassene Finanzprodukte (z. B. in Fonds) angelegt werden.

- Eine solche Maßnahme würde auch einen Beitrag zur Schaffung einer Aktienkultur in Deutschland leisten, weil sie dazu führen würde, dass ein nennenswerter Teil der Bevölkerung in direkten Kontakt mit Aktien käme. Unabhängig davon sollten aber auch Aufklärungskampagnen und sonstige kommunikative Maßnahmen zur Funktionsweise und Bedeutung von Kapitalmärkten erwogen werden. Hierzu ist auch zu überlegen, ob die Unterrichtspläne an den Schulen angepasst werden müssten.

- Des Weiteren sind neue Wege und Initiativen gefragt, die dem Interesse der Investoren an Investmentchancen ebenso Rechnung tragen wie dem der Unternehmen an einer kostengünstigen Eigenkapitalfinanzierung. Ziele sind neben einer höheren Platzierungswahrscheinlichkeit sowie Transaktionssicherheit eines Börsengangs insbesondere für kleinere und mittlere Unternehmen auch die Schaffung eines attraktiveren Chance-Risiko-Profils für „first mover“ und „Anker-Investoren“. Diese fungieren dann als Türöffner am Kapitalmarkt. Volkswirtschaftlich ist die Versorgung von Unternehmen mit Eigenkapital von besonderer Bedeutung – spielt doch gerade der Mittelstand eine Schlüsselrolle für die deutsche Volkswirtschaft.

- Auch ist der vom Gesetzgeber eingeschlagene Weg zur Schaffung transparenter und am Investorenschutz ausgerichteter Kapitalmärkte weiter zu verfolgen. Anleger müssen einerseits über die richtigen Anreize verfügen, um Unternehmensverwaltungen zu kontrollieren. Andererseits brauchen sie dafür auch die richtigen Instrumente. Gesellschaftsrechtliche Schutzinstrumente sind wegen ihrer Missbrauchsanfälligkeit möglicherweise dafür nicht ideal. Demgegenüber könnte eine effektivere Durchsetzung von Haftungsansprüchen einen Beitrag zum Investorenschutz leisten. Das Vertrauen der Anleger in die Unternehmen und Märkte setzt zwingend voraus, dass das Prinzip der Verantwortlichkeit effektiv und konsequent durchgesetzt wird. Vor diesem Hintergrund sind auch die Effektivität der Rechtsverfolgung und die Rechtssicherheit zu hinterfragen.

1. Einleitung und Vorbemerkungen

Braucht Deutschland eine neue Eigenkapital-Kultur? Noch vor wenigen Jahren wäre diese Frage als irrelevant abgetan worden. Schließlich stand den Unternehmen bis Anfang 2008 reichlich günstiges Fremdkapital zur Verfügung, so dass sich das Thema einer Eigenkapitalfinanzierung häufig gar nicht stellte.

Doch die Finanzkrise verändert derzeit in fundamentaler Weise die Rahmenbedingungen der Unternehmensfinanzierung. Auch wenn sich inzwischen die Anzeichen für eine Stabilisierung des Wirtschafts- und Finanzsystems mehren, hat die Krise zu einem tief greifenden Bewusstseinswandel bei vielen Unternehmen geführt. Angesichts der Erfahrungen des letzten Jahres rücken auch bei den traditionell stark fremdkapitalfinanzierten Firmen Alternativen zur Bankenfinanzierung wieder in den Mittelpunkt der Aufmerksamkeit.

Gerade der deutsche Mittelstand[1)], der essentielle Kern der deutschen Volkswirtschaft sucht aktuell nach Wegen, auch in der Krise Wachstumsgelegenheiten zu realisieren. Die Zukunft der deutschen Wirtschaft wird sich auch an der Frage entscheiden, ob passende Alternativen zur Fremdkapitalfinanzierung gefunden und auch gefördert werden. Das vorliegende Papier will hierfür einen Beitrag leisten, in dem es die in der Vergangenheit häufig stiefmütterlich behandelte Eigenkapitalfinanzierung als sowohl bewährte als auch zukunftsträchtige Form der Wachstumsfinanzierung wieder in den Mittelpunkt stellt. Insofern stellt es einen Beitrag zur laufenden Diskussion über den notwendigen Strukturwandel in der Unternehmensfinanzierung dar.

Kapitel 2 stellt die wesentlichen Treiber des steigenden Eigenkapitalbedarfs vor und reflektiert kritisch die aktuellen Hindernisse, die einer ausreichenden Versorgung der Unternehmen mit Eigenkapital im Wege stehen.

Kapitel 3 nimmt eine Bestandsaufnahme in Bezug auf die aktuell eingesetzten Finanzierungsmittel vor und erläutert Auffälligkeiten sowohl in der Entwicklung der letzten Jahre als auch die von Unternehmen in der Zukunft erwarteten Veränderungen in ihrem Finanzierungsmix. Zusätzlich werden die Eigenkapitalquoten, ihre Entwicklung und ihre Einflussfaktoren sowohl bei börsennotierten als auch bei nicht börsennotierten Unternehmen einer vergleichenden Analyse unterzogen.

Kapitel 4 schließlich beschäftigt sich mit möglichen Lösungswegen und beginnt mit einer Vorstellung grundlegender Optionen zur Eigenkapitalfinanzierung. Danach werden anhand einer aktuellen Umfrage von Ernst & Young die vom Mittelstand präferierten Maßnahmen zur Eigenkapitalverstärkung vorgestellt. Das Kapitel schließt mit Erfolgsmodellen der Eigenkapitalfinanzierung und stellt sowohl das Finanzierungsverhalten erfolgreicher Unternehmen als auch die empirisch nachgewiesenen positiven Effekte einer Eigenkapitalfinanzierung über einen Börsengang in den Mittelpunkt seiner Betrachtung.

Kapitel 5 zieht abschließende Schlussfolgerungen.

1) Falls nicht im Text genau spezifiziert, referenziert der im Folgenden verwendete Begriff „Mittelstand“ grundlegend auf den gehobenen, nicht kapitalmarktorientierten Mittelstand mit Umsätzen über 1 Million €.

2. Steigender Eigenkapitalbedarf für den Mittelstand

2.1 Veränderungen in der Kreditversorgung durch Basel II und die Finanzkrise

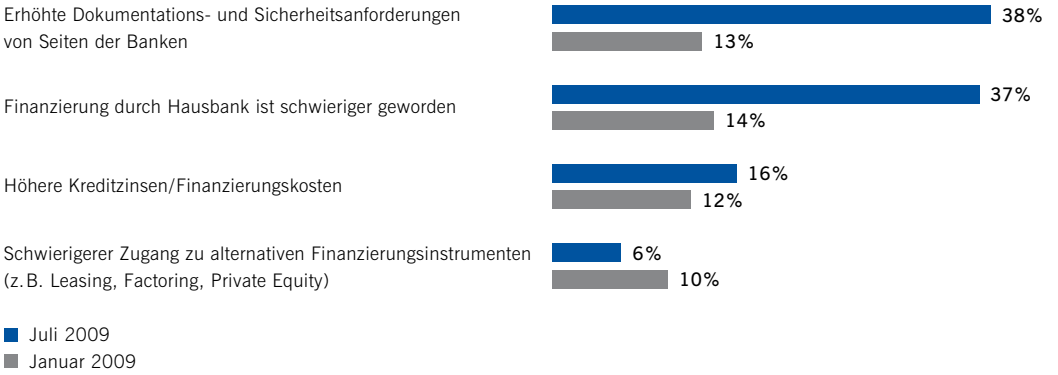
Die Frage, ob die Finanzkrise zu massiven Veränderungen in der Kreditversorgung der Unternehmen geführt hat bzw. noch führen wird, wird seit Monaten kontrovers diskutiert. Sieht man von subjektiven Einzelfallschilderungen betroffener Unternehmen sowie von interessengeleiteten Äußerungen von Verbandsvertretern ab, verbleibt als erster, seriöser Ansatzpunkt nur die Statistik der Deutschen Bundesbank zur Kreditvergabe an Unternehmen. Danach hat sich im 1. Halbjahr 2009 das ausstehende Kreditvolumen an die Realwirtschaft um 10,5 Milliarden € oder knapp 1 Prozent verringert.[2] Ob dieser Rückgang aber alleine auf das geringere Kreditangebot der Banken zurückzuführen ist und damit auf eine beginnende Kreditklemme hinweist, kann nicht mit letzter Sicherheit beantwortet werden. Denn es ist eine Tatsache, dass in Krisenzeiten auch die Kreditnachfrage der Unternehmen tendenziell nachlässt und geplante Investitionen aufgrund verschlechterter Markt- und Wachstumsperspektiven häufig auf einen späteren Zeitpunkt verschoben werden. Nach einer aktuellen, repräsentativen Befragung von Unternehmen durch Ernst & Young vom Sommer 2009[3] planen nur noch 19 Prozent aller Unternehmen, ihre Gesamtinvestitionen im kommenden Jahr zu steigern. Im Jahr 2007 betrug diese Quote noch 41 Prozent.

Dennoch sprechen bedeutsame Argumente und insbesondere die ökonomische Lage der Kreditgeber für die Annahme, dass die Finanzkrise insgesamt zu einer tief greifenden Veränderung in der Kreditversorgung der Wirtschaft führen wird. Die Ursache für diese Veränderungsprozesse liegt in der aktuell unzureichenden Kapitalausstattung der Banken und der kommenden Abschreibungswelle aus dem traditionellen Kreditgeschäft. Der internationale Währungsfonds schätzte in seinem im April 2009 erschienenen Finanzstabilitätsbericht den Kapitalbedarf alleine für Institute im Euro-Raum auf 375 Milliarden €, um wieder Eigenkapitalverhältnisse wie vor der Krise erreichen zu können.[4] Standard & Poor's schätzt alleine für deutsche Banken den kumulierten Wertberichtigungsbedarf aus dem Kreditgeschäft von 2009 bis 2011 auf 100 Milliarden €.[5]

Bei diesen Größenordnungen wird auch dem unbeteiligten Betrachter deutlich, dass sich das Kreditvergabeverhalten der Banken in den nächsten Jahren grundlegend in Richtung „Deleveraging" bewegen wird, d.h. der Abbau von Risikoaktiva wird Vorrang haben und die Bereitschaft, neue Risiken einzugehen, wird bis zur Erreichung einer ausreichenden Eigenkapitalstärke grundlegend eher gering sein. Dies umso mehr, als dass die Basel II Regelungen bei einer verschlechterten Kreditqualität eine weitere Erhöhung der Eigenkapitalunterlegung von Krediten erfordern und damit die Kreditvergabebereitschaft zumindest tendenziell bremsen.

2) Vgl. hierzu: o.N.: Ein sehr gemischtes Bild, in Handelsblatt vom 19.08.2009, S. 19.
3) Vgl. Ernst & Young: Mittelstandsbarometer Update Sommer 2009 (befragt wurden 700 mittelständische, nicht kapitalmarktorientierte Unternehmen mit 30 bis 2.000 Mitarbeitern).
4) Vgl. hierzu: Schroers, M.: IWF ermutigt zu Banken-Verstaatlichung, verfügbar unter www.ftd.de vom 21.04.2009.
5) Vgl. hierzu: Knoch, A.: Raus aus dem Risiko, in: Finance, Juli/August 2009, S. 62.

Abb. 1: Auswirkungen der Wirtschafts- und Finanzkrise auf das Geschäft der Unternehmen
Stellen Sie derzeit folgende Auswirkungen der Wirtschafts- und Finanzkrise auf Ihr Geschäft fest?



Quelle: Ernst & Young: Mittelstandsbarometer Update Sommer 2009

Es spricht somit vieles dafür, dass die Fremdkapitalfinanzierung auf längere Zeit schwierig bleibt. Die oben erwähnte Umfrage von Ernst & Young zeigt für das erste Halbjahr 2009 bereits wesentliche Tendenzen für die nächsten Jahre auf: Erhöhte Transparenzanforderungen von Seiten der Kreditgeber, niedrigere Finanzierungsbereitschaft und erhöhte Finanzierungskosten. Positiv bleibt zu erwähnen, dass sich der Zugang zu alternativen Finanzierungsformen nach Aussage der Unternehmen in der letzten Zeit eher verbessert hat. Dies könnte ein wichtiges Signal für die Zukunft sein. Um es noch pointierter auszudrücken: Alternative Finanzierungsformen, insbesondere zur Eigenkapitalstärkung, sind eine wesentliche Voraussetzung für die weitere Versorgung mit Fremdkapital.

Die regulatorischen und wettbewerblichen Veränderungen auf den Kreditmärkten führen dazu, dass sich die Risiken und Transparenzanforderungen einer Kreditfinanzierung und einer kapitalmarktbasierten Fremdfinanzierung immer stärker angleichen. Damit reduzieren sich aber auch die Unterschiede im Vergleich zu einer Eigenkapitalfinanzierung.

Das deutsche System der Unternehmensfinanzierung vollzieht seit geraumer Zeit einen Strukturwandel. Über die letzten Jahrzehnte war dieses System sehr stark von einer Banken- bzw. Fremdkapitalorientierung geprägt.[6] Seit geraumer Zeit ist aber eine steigende Bedeutung der kapitalmarkt- und eigenkapitalorientierten Finanzierung zu beobachten. Man spricht daher auch von einer Konvergenz des kontinentaleuropäischen mit dem angelsächsischen System der Unternehmensfinanzierung. Manifestiert wird diese Konvergenz in Deutschland durch eine zunehmende Tiefe der Kapitalmärkte, insbesondere der Eigenkapitalmärkte. Hier spielt die demographische Entwicklung und das damit einhergehende Wachstum der kapitalgedeckten Altersvorsorge sicherlich eine wesentliche Rolle. Darauf wird in diesem Kapitel noch eingegangen werden.

Es zeigt sich aber auch nachfrageseitig, dass es bei den Unternehmen – auch im nicht börsennotierten Bereich – einen langfristigen Trend zu höheren Eigenkapitalquoten gibt. Dies kann eine Folge der sich verändernden Bedingungen auf der Kapitalangebotsseite sein, es kann aber auch mit sich verändernden

6) Für eine kritische Auseinandersetzung mit dem hiesigen System der Unternehmensfinanzierung, wie es sich bis Mitte der 90er Jahre entwickelt hat, vgl. Wenger/Kaserer, C.: The German System of Corporate Governance – A Model Which Should not be Imitated., in: Black, S.W. und Moersch, M. (Hrsg.): Competition and Convergence in Financial Markets – The German and Anglo-American Models, 1998, S. 41 – 78.

Risikostrukturen im Körperschaftssektor und daraus resultierenden Verschiebungen in der gesamtwirtschaftlichen Risikoallokation zusammenhängen. Dabei ist zu beachten, dass dieser Trend durch Entwicklungen im steuerlichen Bereich überlagert wird. Auch diese Aspekte werden in diesem Kapitel näher ausgeführt werden.

Veränderungen durch Basel II

Verstärkt wird dieser Trend durch die regulatorischen und wettbewerblichen Veränderungen auf den Kreditmärkten. Diese gehen unter anderem zurück auf die im Jahre 1998 aufgenommenen Arbeiten des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht an einer Neufassung der Eigenkapitalvereinbarungen. Nach langen Diskussionen ist das Regelwerk unter dem Begriff Basel II in vielen Ländern mit Wirksamkeit zum 1. Januar 2007 umgesetzt worden. In Deutschland gilt die zwingende Anwendung der Eigenkapitalunterlegungsvorschriften erst seit dem 1. Januar 2008. Die USA sind im Übrigen insoweit einen Sonderweg gegangen, als dort die Basel II Regelungen nur für große, international agierende Institute zwingend eingeführt wurden. Herzstück von Basel II ist eine stärker am Ausfallrisiko orientierte Eigenkapitalunterlegung bei Banken; damit sollte sich das Ausfallrisiko differenzierter in den Kreditkonditionen niederschlagen.

Konkret haben die Kreditinstitute bei der Ermittlung der Eigenkapitalunterlegung ihres Kreditbuches die Möglichkeit zwischen dem sogenannten Kreditrisiko-Standardansatz (KSA, §§ 24 – 54 SolvV) und dem auf internen Ratings basierenden Ansatz (IRBA, §§ 55 – 153 SolvV) zu wählen. Sofern sich ein Kreditinstitut für den KSA entscheidet, muss es das Risikogewicht einer Aktivposition entweder auf der Grundlage einer externen Bonitätsbeurteilung berechnen oder die aufsichtsrechtlich vorgesehenen starren Risikogewichte verwenden. Externe Bonitätsbeurteilungen dürfen nur von solchen Ratingagenturen verwendet werden, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) anerkannt sind. Derzeit sind dies fünf Agenturen, darunter auch Fitch Ratings, Moody's und Standard & Poor's. Entscheidet sich das Institut hingegen für den IRBA, so ermittelt es die Risikogewichte mittels eines internen Kreditrisikomodells. Dieses Modell muss von der Aufsichtsbehörde anerkannt sein und bestimmte quantitative und qualitative Anforderungen erfüllen. Kernpunkt dieser Modelle ist die Ermittlung einer adressenspezifischen Ausfallwahrscheinlichkeit (PD = Probability of Default). Sofern das Institut nicht nur den sogenannten Basisansatz, sondern den fortgeschrittenen Ansatz implementiert hat, muss es noch weitere Kreditrisikoparameter selbst bestimmen, insbesondere die Verlustquote bei Ausfall (LGD = Loss Given Default).

Die Konsequenzen aus dieser Entwicklung sind für die Unternehmen vielfältig, wenngleich aufgrund der erst jüngst erfolgten Umsetzung von Basel II noch kaum empirisch erforscht. Sicherlich müssen die Unternehmen aber damit rechnen, dass Kreditkonditionen künftig in stärkerem Maße von der Entwicklung der Gesamtwirtschaft und der Kapitalmärkte abhängen als dies in der Vergangenheit der Fall war. Zudem sind Unternehmen in verstärktem Maße darauf angewiesen, entweder über ein Rating einer aufsichtsrechtlich anerkannten Ratingagentur zu verfügen oder ihrer Bank hinreichend detaillierte Informationen zur Verfügung zu stellen, damit diese eine interne Ratingeinstufung ermitteln kann. Schon heute ist es nicht unüblich, dass die Unternehmen ihrer Bank regelmäßig umfangreiche finanzwirtschaftliche Informationen zur Verfügung stellen müssen. So begnügen sich Banken nicht mehr mit der Übermittlung von Jahresabschlüssen, sondern fordern häufig Quartals- oder gar Monatsberichte zur finanzwirtschaftlichen Situation des Unternehmens. Ebenso ist es üblich, dass Unternehmen wichtige Ereignisse, wie etwa die Kündigung eines Großauftrags

oder die Insolvenz eines Großkunden unmittelbar melden müssen. Weiterhin werden die mit Kündigungsklauseln (Covenants) versehenen Kreditverträge immer detaillierter und zwingen die Unternehmen immer mehr Informationen offen zu legen und wichtige Entscheidungen mit den Banken abzustimmen. Letztlich wird diese Entwicklung dazu führen, dass sich die Anforderungen und Risiken einer Kreditfinanzierung und einer kapitalmarktbasierten Fremdfinanzierung immer stärker angleichen werden. Damit reduzieren sich aber auch die Unterschiede im Vergleich zu einer Eigenkapitalfinanzierung.[7)]

Folgen der Finanzmarktkrise

Die Finanzmarktkrise 2007/08 wird diese Konvergenz der Finanzierungswege noch weiter verstärken. Zwei Aspekte seien hier herausgegriffen. Erstens wird als Folge der Finanzmarktkrise die Frage intensiv diskutiert, inwieweit Basel II prozyklische Effekte begünstigt. Dieser Vorwurf bezieht sich in erster Linie auf die Mechanik der Eigenmittelunterlegung im Kreditbuch. Die dafür notwendigen Schätzungen über die Ausfallwahrscheinlichkeit und die Verlustquote des jeweiligen Unternehmens sind nicht unabhängig von der im Schätzzeitpunkt herrschenden konjunkturellen Situation.[8)] Betrachtet man solche Schätzungen über den Konjunkturzyklus hinweg, so sieht man, dass die Ausfallwahrscheinlichkeit und die Verlustquote negativ mit dem Wirtschaftswachstum korreliert sind. Somit steigen die Risikogewichte im konjunkturellen Abschwung, was sowohl zu einer höheren Eigenkapitalunterlegung bei der kreditgebenden Bank führt als auch zu höheren Risikomargen für das kreditnehmende Unternehmen. Dies hat einen dämpfenden Effekt auf das Kreditvergabevolumen in einem konjunkturellen Abschwung, wodurch über eine rückläufige Investitionsnachfrage der gesamtwirtschaftliche Abwärtstrend verstärkt wird. Für das Unternehmen hat dies insbesondere zur Folge, dass Kreditrestriktionen tendenziell dann zum Tragen kommen, wenn man den Kredit am meisten braucht. Wenngleich zum heutigen Zeitpunkt die tatsächliche Bedeutung dieses prozyklischen Effektes unbekannt ist, sind vielen Unternehmen dadurch die Risiken einer bankzentrierten Finanzierungspolitik bewusst geworden.

Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang im Übrigen noch folgender Befund: Risikobeurteilungen, die auf bankinternen Modellen beruhen, scheinen stärker auf eine Veränderung der konjunkturellen Situation zu reagieren als Bonitätsbeurteilungen durch externe Ratingagenturen. Dies könnte damit zusammenhängen, dass die großen Ratingagenturen einen sogenannten „through the cycle“-Ansatz verwenden, während interne Kreditrisikomodelle sich häufig auf einen „point in time“-Ansatz stützen.[9)] Dies reduziert die Differenz in der Volatilität der Finanzierungskonditionen zwischen einer banken- und einer kapitalmarktbasierten Finanzierung zusätzlich.

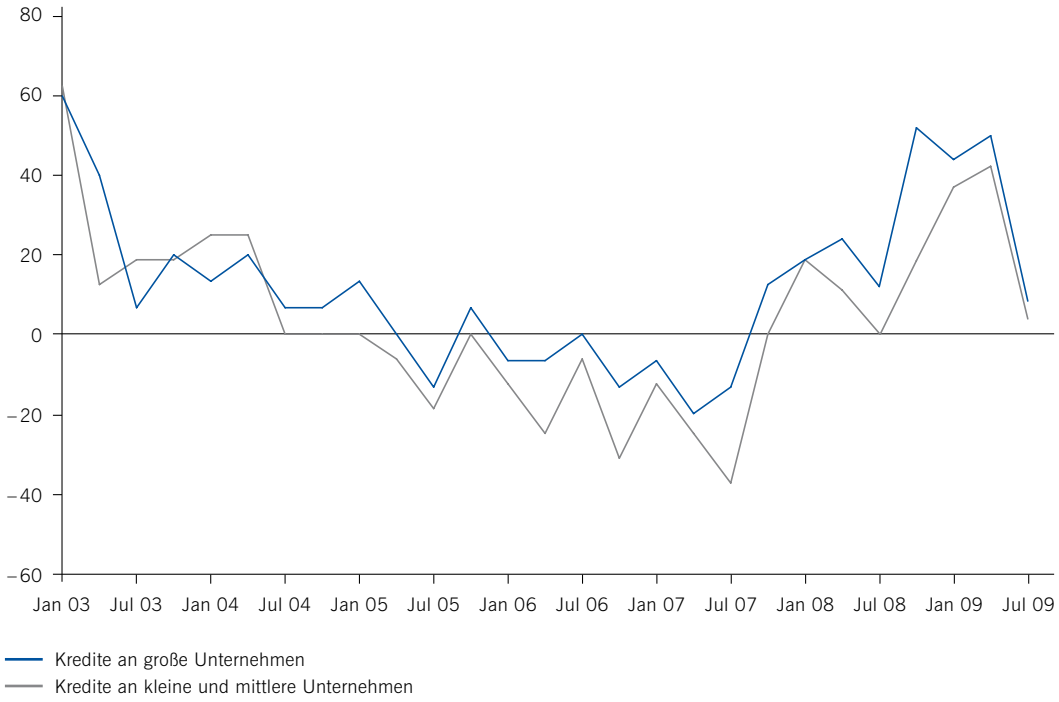
Es passt in dieses Bild, dass die Banken seit Ausbruch der Finanzmarktkrise ihre Kreditvergaberichtlinien deutlich verschärft haben, wie man in Abbildung 2 erkennen kann. Der Verlauf der beiden Grafen bestätigt die deutliche Abhängigkeit von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Zudem bestätigt sich auch der Eindruck einer über die Zeit zunehmenden Volatilität in den Kreditvergaberichtlinien, wenngleich sich dieser Eindruck aufgrund der relativ kurzen zur Verfügung stehenden Zeitreihe nicht angemessen überprüfen lässt.

7) Vgl. zu diesen Überlegungen auch Ernst & Young: Wege zum Wachstum, 2005, S. 38.
8) Vgl. hierzu z.B. Repullo, R./Suarez, J.: The Procyclical Effects of Basel II, 2008, verfügbar unter: http://ssrn.com/abstract=1146826
9) Vgl. hierzu z.B. Altman, E.I./Rijken, H.A.: How Rating Agencies Achieve Rating Stability, NYU Working Paper Nr. FIN-04-031, 2004, verfügbar unter: http://ssrn.com/abstract=1294485

Abb. 2: Veränderung der Kreditrichtlinien in den letzten drei Monaten

Wie haben sich die Kreditrichtlinien (credit standards) Ihres Hauses für die Gewährung von Krediten an Unternehmen (inklusive Kreditlinien) in den letzten Monaten verändert?

Differenz in %



Hinweis: Die Grafik zeigt die Differenz zwischen jenem prozentualen Anteil der befragten Kreditinstitute, die angeben, dass sich die Kreditvergaberichtlinien verschärft haben, und jenem Anteil der angibt, dass diese erleichtert wurden.
Quelle: Deutsche Bundesbank, Bank Lending Survey 2009

Zweitens wird die Finanzmarktkrise zu einem weiteren regulatorischen Schub auf den Kreditmärkten führen. Die Staats- und Regierungschefs der G20-Länder haben sich u.a. auf eine Intensivierung der Finanzmarktaufsicht und auf eine bessere internationale Zusammenarbeit in Finanzmarktfragen verständigt. Künftig sollen alle Finanzmärkte, Finanzprodukte und Marktteilnehmer reguliert werden. Der sogenannte Larosière-Report enthält ebenfalls einen umfangreichen Katalog an Reformmaßnahmen. Wichtigste Forderung in diesem Dokument ist die Etablierung einer europäischen Finanzmarktaufsicht. Schließlich ist auch der von der englischen Finanzmarktaufsicht herausgegebene Turner-Report zu erwähnen, welcher ebenfalls einen umfangreichen Katalog an zu ergreifenden Maßnahmen enthält. Ein gemeinsames Element, das sich in all diesen Maßnahmenkatalogen wieder findet, ist die Forderung nach einer stärkeren Eigenkapitalunterlegung im Bankensektor. Zwar lässt sich im Moment noch nicht absehen, wie diese Forderung konkret umgesetzt werden wird, jedoch wird die verschärfte Regulierung im Zusammenspiel mit einer solchen tendenziell erhöhten Eigenkapitalunterlegung dazu führen, dass vermeintliche oder tatsächliche Kapitalkostenvorteile einer bankenbasierten Kreditfinanzierung gegenüber einer Kapitalmarktfinanzierung sinken könnten.

Zusammenfassend kann man also festhalten:

- Wegen eines verbesserten Risikomanagements, aber auch aufgrund regulatorischer Veränderungen (Basel II), erlegen die Banken den kreditnehmenden Unternehmen umfangreiche, zeitnahe und regelmäßige Mitteilungspflichten auf. Damit ebnen sich die Unterschiede zwischen einer Bankenfinanzierung und einer kapitalmarktorientierten Finanzierung zunehmend ein.

- Aus denselben Gründen nimmt die Abhängigkeit der Kreditfinanzierung vom gesamtwirtschaftlichen Umfeld immer mehr zu. Dies gilt insbesondere deshalb, weil die für die Kreditkonditionen so wichtigen Ratings stark vom Konjunkturzyklus abhängen. Damit steigt die Volatilität der Finanzierungsbedingungen auf den Kreditmärkten. Die Folge ist ein gestiegenes Finanzierungsrisiko für die Unternehmen. Somit wird auch unter diesem Aspekt die Eigenkapitalfinanzierung relativ zur Kreditfinanzierung attraktiver werden.

2.2 Refinanzierungsbedarf

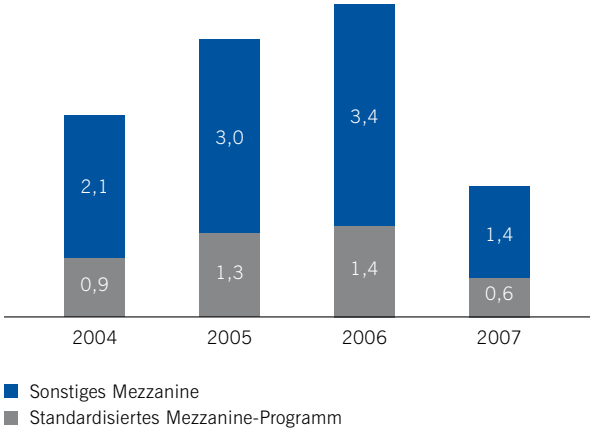
Wie hoch ist der Refinanzierungsbedarf der deutschen Unternehmen in den nächsten Jahren? Nach einer Schätzung von Standard & Poor's von November 2008 müssen vom 4. Quartal 2008 bis zum Jahr 2011 ca. 87 Milliarden € refinanziert werden.[10] Viele Unternehmen, die sich nicht in weiser Voraussicht vor der Finanzkrise mit mittel- und langfristigen Krediten versorgt haben, stehen in den nächsten Jahren damit vor einer echten Herausforderung.

Betrachtet man einzelne Finanzierungsinstrumente genauer, so erscheint der Refinanzierungsbedarf insbesondere bei Mezzanine-Kapital (Zwischenform aus Eigen- und Fremdkapital), Leveraged-Buy-out-Finanzierungen (LBOs) sowie langfristigen Unternehmenskrediten am augenfälligsten.

Zwischen 2004 und 2007 wurden an den deutschen Mittelstand rund 4,5 Milliarden € an verbrieftem Mezzanine-Kapital ausgereicht.[11] Addiert man zu dieser Zahl noch das bezüglich Laufzeit und Konditionen individuell verhandelte Hybridkapital, ergibt sich ein zweistelliger Milliardenbetrag. Im Zuge der Finanzkrise konnten seit 2008 keine Standardprogramme mehr verbrieft werden, so dass dieser Markt derzeit fast komplett ausgetrocknet ist. Ab Ende 2009 werden die ersten dieser Programme nun auslaufen und müssen refinanziert werden. Der Großteil dieser Programme wird in 2011 fällig werden. Schätzungen gehen davon aus, dass von den ca. 3.000 Unternehmen in Deutschland, die individuelles und Standard-Mezzanine aufgenommen haben, ungefähr ein Drittel vor einer faktischen Anschlussfinanzierungsproblematik steht.[12]

Abb. 3: Ausreichung von Mezzanine-Kapital an mittelständische Unternehmen im Zeitraum 2004 bis 2007

Werte in Mrd. €



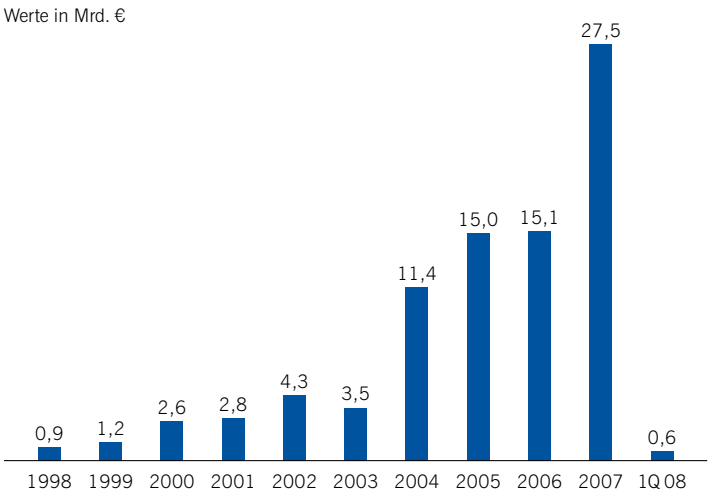
Quelle: www.mezzanine-bericht.de

10) Vgl. hierzu: o.N.: Düstere Zeiten für die Refinanzierung von Krediten, in: FAZ v. 12.11.2008, S. 19.
11) Vgl. hierzu die Aufstellungen in: www.mezzanine-bericht.de
12) Vgl. hierzu: Häring, N.: Kredit zu bekommen wird immer schwerer, in Handelsblatt v. 03.05.2009, S. 22.

Da davon auszugehen ist, dass eine Reihe von Unternehmen mit Mezzanine-Kapital ihre Verschuldungskapazität mit Fremdkapital weitgehend erreicht hat, entsteht hier ein beträchtlicher Refinanzierungsbedarf vor allem an Eigenkapital.

Neben dem Mezzanine-Kapital sind auch die sogenannten LBOs kritisch zu sehen. Diese Art der Akquisitionsfinanzierung zeichnet sich vor allem dadurch aus, dass die Transaktion größtenteils durch Fremdkapital finanziert wurde. Von 2004 bis 2007 wurden jährlich zweistellige Milliardenbeträge für LBO-Finanzierungen aufgewendet. Aufgrund historisch nicht abgestützter Kaufpreise und überdurchschnittlicher Verschuldungslast sind derzeit schon bei einigen der LBO-finanzierten Unternehmen Liquiditätsengpässe zu verzeichnen. Auch wenn die Refinanzierung von LBO-Finanzierungen wie bei Mezzanine-Kapital bei den meisten Unternehmen erst ab ca. 2011 akut werden wird, ist hier ein erheblicher latenter Refinanzierungsbedarf zu konstatieren, umso mehr, als dass die Anschlussfinanzierung sinnvollerweise mindestens ein Jahr vor dem Auslaufen der alten Finanzierung sichergestellt werden sollte. Da bei den meisten LBO-finanzierten Unternehmen davon auszugehen ist, dass sich ein weiteres Aufnehmen von Fremdkapital aufgrund der jetzt schon hohen Verschuldung schwierig gestalten dürfte, ist auch bei dieser Finanzierungsform ein hoher Bedarf an Eigenkapital wahrscheinlich.

Abb. 4: Finanzierungsvolumen LBOs in Deutschland im Zeitraum 1998 bis 1. Quartal 2008



Quelle: Standard & Poor's: Leveraged Commentary & Data (LCD)

Langfristige Unternehmenskredite schließlich bilden die dritte Finanzierungsform, bei der ein hoher Refinanzierungsbedarf zu konstatieren ist. Zwar ist die genaue Höhe der in den nächsten zwei bis drei Jahren auslaufenden Langfristfinanzierungen nicht genau bekannt, doch ist auch hier von deutlich zweistelligen Milliardenbeträgen auszugehen. Während sich für börsennotierte Unternehmen hier die Möglichkeit der Emission von Unternehmensanleihen eröffnet (und dieser Markt hat sich im ersten Halbjahr 2009 wieder als aufnahmefähig erwiesen), ist es für nicht börsennotierte, mittelständische Unternehmen mit schwächerer Bonität (Non-Investmentgrade-Bereich) derzeit schwierig, sich langfristig zu refinanzieren. Dies ist nicht nur unter dem Aspekt der Finanzierungssicherheit kritisch zu sehen. Desto kurzfristiger die Finanzierung ausfällt, desto mehr sinkt c.p. die Rating-Note der Unternehmen, was zu einem Teufelskreis aus ungesicherter Finanzierung und weiteren Kreditablehnungen führen kann.

Mezzanine-Kapital und langfristige Unternehmenskredite bildeten in den vergangenen Jahren in vielen mittelständischen Unternehmen die Basis für Investitions- und Innovationsfinanzierungen. Laut einer aktuellen Studie der KfW[13)] stellt der Mangel an Finanzierungsquellen das mit Abstand wichtigste Innovationshemmnis dar. Mit einem Anteil von 62 Prozent unter allen kleinen und mittleren Unternehmen, die von Innovationshemmnissen betroffen sind, werden Schwierigkeiten bei der Finanzierung rund ein Drittel häufiger genannt als bürokratische Hemmnisse (47 Prozent) und rund doppelt so häufig wie der Mangel an Fachpersonal (31 Prozent).

Insgesamt ist festzustellen, dass der Mix aus beträchtlichem Refinanzierungsbedarf, aktuell schlechter Geschäftslage der Unternehmen und (auch daraus resultierender) restriktiver Kreditvergabe der Banken zu einer gefährlichen Abwärtsspirale für die deutsche Volkswirtschaft führt. Ohne nachhaltige Sicherstellung der Investitions- und Innovationsfinanzierung ist die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft bedroht.

13) Vgl. KfW: Innovationshemmnisse bei kleinen und mittleren Unternehmen, in: Beiträge zur Mittelstands- und Strukturpolitik Nr. 43, Juli 2009, verfügbar unter http://www.kfw.de/DE_Home/Research/Sonderthem68/PDF-Dokumente/Periodikum_InnoHemmnisse_final.pdf

2.3 Steigende Geschäftsrisiken, Margenverfall und Insolvenzgefahr durch die Wirtschaftskrise

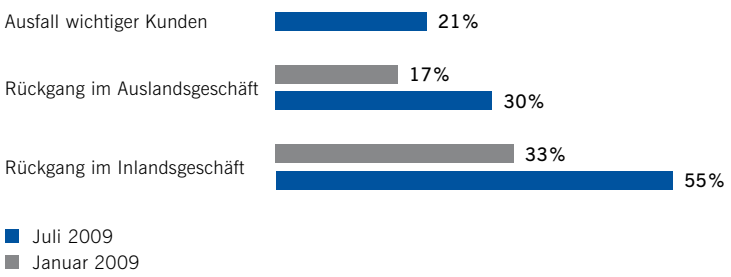
Die aktuelle Wirtschaftskrise hat deutliche Auswirkungen auf Umsatz und Rentabilität der deutschen Unternehmen. Gegenüber Ende 2008 waren im ersten Halbjahr 2009 nach einer Umfrage von Ernst & Young im Juli 2009[14] deutliche Rückgänge im Inlands- und Auslandsgeschäft sowie bei ca. 20 Prozent der Unternehmen sogar der Ausfall wichtiger Kunden zu verzeichnen.

Es stellen sich nun die ebenso zentralen wie schwierig zu beantwortenden Fragen nach der zu erwartenden Dauer der aktuellen Krise sowie nach ihren mittelfristigen Auswirkungen auf die Rentabilität und Insolvenzgefahr der Unternehmen, die wesentlich von dem Wirtschaftswachstum der gesamten Volkswirtschaft bestimmt wird.

Bezüglich der Dauer der aktuellen Krise scheinen die deutschen Unternehmen relativ pessimistisch in die Zukunft zu blicken. Nach der oben erwähnten Umfrage von Ernst & Young erwartet der Durchschnitt der im Juli 2009 befragten Unternehmen ein Ende der Krise erst für Mitte 2011. Diese vorsichtige Einschätzung wird durch die historische Erfahrung untermauert, nach der Wirtschaftskrisen, die durch Finanzkrisen ausgelöst wurden, deutlich länger dauern als „normale“ Rezessionen. Dies ist u.a. der Tatsache geschuldet, dass nach einer Finanzkrise in der Regel eine mehrjährige Entschuldungsphase sowohl bei Unternehmen als auch bei Privatpersonen einsetzt, die sich negativ auf Investitionen, Konsum und Wachstum auswirkt.

Im Hinblick auf die Auswirkungen der Wirtschaftskrise auf die Rentabilität empfiehlt sich als erstes der Blick auf börsennotierte Unternehmen. Zieht man die DAX®-Firmen als Maßstab heran, so sind deren Gewinne im zweiten Quartal 2009 gegenüber dem Vorjahresquartal um ca. 47 Prozent gesunken.[15] Dies bestätigt die alte Erfahrungsregel, dass Rezessionszeiten zu einer Halbierung der operativen Gewinne führen.

Abb. 5: Auswirkungen der Wirtschaftskrise auf Umsatz und Rentabilität



Hinweis: Ausfall wichtiger Kunden wurde in der Befragung im Januar 2009 nicht abgefragt.
Quelle: Ernst & Young: Mittelstandsbarometer Update Sommer 2009

14) Vgl. Ernst & Young: Mittelstandsbarometer Update Sommer 2009.
15) Vgl. hierzu: Kipp, H.: Gewinne schrumpfen um 47%, v. 14.08.2009, verfügbar unter: http://www.boerse-online.de/aktien/deutschland_europa/: DAX-Unternehmen-Gewinne-schrumpfen-um-47-Prozent/511376.html

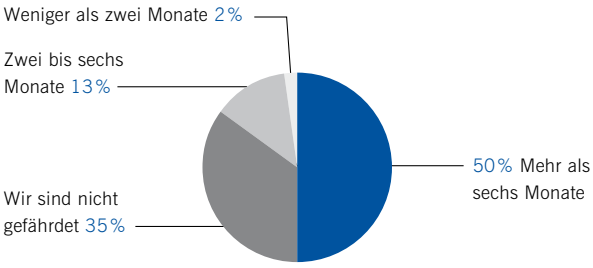
Werden die Auswirkungen der Finanzkrise zu länger andauernden Margenerosionen, einer schwächeren Bilanzqualität sowie zu nachhaltig steigenden Insolvenzen führen? Niemand vermag diese Frage aktuell zu beantworten. Deshalb empfiehlt es sich, die Frage etwas umzuformulieren: Wie groß sind die finanziellen Reserven der deutschen Unternehmen, um ein Überleben auch bei fortdauernder Wirtschaftskrise sicherstellen zu können? Hier ist als erstes festzustellen, dass sich die Bilanzqualität der Unternehmen, ausgedrückt u.a. in der Eigenkapitalquote, in den letzten Jahren deutlich verbessert hat (siehe auch Kapitel 3.2).

Nach einer Ende 2008 durch die Universität Münster vorgenommenen Auswertung von 50.000 Bilanzen im Auftrag der WGZ Bank hat sich ein entsprechender Indexwert über die Bilanzqualität seit 2002 um ca. 20 Prozent verbessert.[16] Aufgrund der Finanz- und Wirtschaftskrise wird von der WGZ Bank erwartet, dass sich dieser Indexwert wieder um ca. 10 Prozent verschlechtern wird, was zu guten Aussichten vieler mittelständischer Unternehmen führt, die Rezession mit einer soliden Bilanz überstehen zu können.

Dieses grundlegend positive Bild wird jedoch durch weitere Befunde getrübt.

Als erstes ist hier die Einschätzung der Unternehmen selbst zu nennen. Nach der oben erwähnten Umfrage von Ernst & Young befürchtet immerhin jedes siebte der im Juli 2009 befragten Unternehmen eine existenzielle Geschäftsgefährdung, falls die Krise noch bis Ende 2009 anhält. Nur jedes dritte Unternehmen sieht sich derzeit vollständig gefeit gegen die Auswirkungen der Krise.

Abb. 6: Gefährdung von Unternehmen durch die Wirtschaftskrise
Sollte die aktuelle Krise in dieser Form fortschreiten: Wie lange würde es dauern, bis Ihr Unternehmen gefährdet wäre?



Quelle: Ernst & Young: Mittelstandsbarometer Update Sommer 2009

16) Vgl. WGZ Bank: Bilanzqualität im Mittelstand weiter verbessert (Pressemitteilung v. 16.12.2008) verfügbar unter: http://www.wgz.de/de/wgzbank/unternehmen/presse/pressemitteilungen/2008/081216.html

Diese Einschätzung der Unternehmen wird durch die Ratingagentur Standard & Poor's bestätigt. Sie erwartet im ersten Quartal 2010 Ausfallraten von Unternehmenskrediten in Höhe von ca. 10 bis 15 Prozent bei Firmen mit schwächerer Bonität.[17)]

Deutlich pessimistisch äußern sich auch die Kreditversicherer Creditreform und Euler Hermes. Während Creditreform für 2009 mit einem Anstieg der Unternehmensinsolvenzen auf 33.000 bis 35.000 ausgeht (2008: ca. 30.000 Insolvenzen),[18)] rechnet Euler Hermes für 2009 mit einem noch deutlicheren Anstieg auf 35.000 und in 2010 auf 38.900 Unternehmen.[19)]

Fasst man all diese Befunde zusammen, so erscheint es durchaus vertretbar, für ca. 10 bis 20 Prozent der deutschen Unternehmen eine grundlegende Gefährdungslage zu konstatieren, falls die Weltwirtschaft sich nicht in absehbarer Zeit wieder deutlich erholt. Als Ausweg aus dieser Gefährdungslage wird in den nächsten Jahren neben striktem Kosten- und Liquiditätsmanagement sowie strukturellen Anpassungen des Geschäftsmodells häufig auch eine Adjustierung der Unternehmensfinanzierung in Hinblick auf eine verbreiterte Eigenkapitalbasis notwendig werden. Auch wenn der Einfluss der Eigenkapitalquote als isolierter Faktor auf das Insolvenzgeschehen nach einer KfW-Studie nicht dominant ist, so ist daran zu erinnern, dass durch eine Verbesserung der Eigenkapitalquote die Insolvenzwahrscheinlichkeit deutlich, nämlich um ca. 40 Prozent, gesenkt werden kann.[20)] Die Stärkung des Eigenkapitals wird deshalb in den nächsten Jahren auf der Agenda vieler Unternehmen einen oberen Platz einnehmen müssen.

17) Vgl. hierzu auch Ruhkamp, S.: Ratingagenturen warnen vor Konkurswelle, v. 19.06.2009, verfügbar unter: http://www.faz.net/s/Rub09A305833E12405A808EF01024D15375/Doc~E3701F1E1C6EB442BAA7990C2AA14DAC1~ATpl~Ecommon~Scontent.html
18) Vgl. hierzu: o.N.: Creditreform erwartet Pleitewelle in Deutschland v. 02.01.2009, verfügbar unter: http://www.welt.de/wirtschaft/article2962042/Creditreform-erwartet-Pleitewelle-in-Deutschland.html
19) Vgl. Euler Hermes: Insolvenzprognose 2010 – Im Abwärtssog der Weltwirtschaft, Stand Mai 2009.
20) Vgl. KfW Research, Ausgabe 28, August 2002.

2.4 Steigender Innovationsdruck im Mittelstand

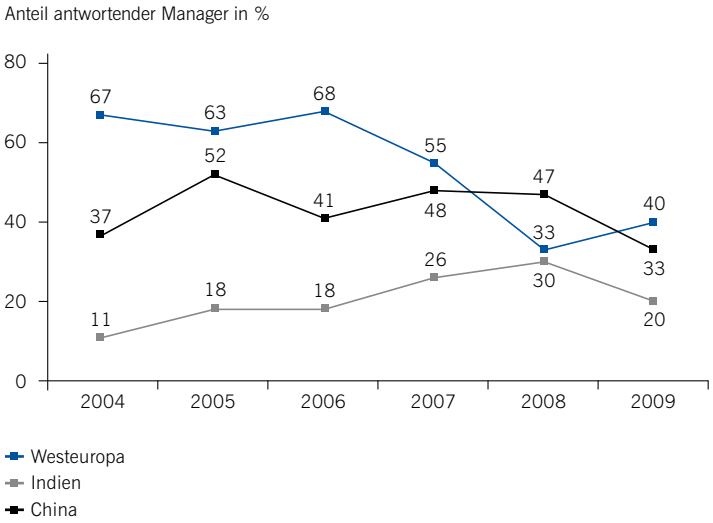
Die Bedeutung von Eigenkapital steigt, weil die mit dem zunehmenden Innovationsdruck einhergehenden finanzwirtschaftlichen Risiken die Unternehmen zwingen, einen größeren Risikopuffer vorzuhalten.

Zunehmender Innovationsdruck für deutsche Unternehmen

Es ist unbestritten, dass die deutsche Industrielandschaft einem zunehmenden internationalen Wettbewerbsdruck ausgesetzt ist. Dies äußert sich in vielfältiger Weise, etwa in einer relativ zu anderen Ländern sinkenden Attraktivität Deutschlands als Produktionsstandort. In der von Ernst & Young 2009 durchgeführten Studie zum Standort Deutschland[21)] zeigt sich ein klares Bild. Während asiatische Standorte, wie China und Indien, an Attraktivität gewinnen, verliert Westeuropa und damit auch Deutschland substantiell an Boden, wie man in Abbildung 7 erkennen kann. Demgegenüber ist allerdings die Reputation Deutschlands als Forschungs- und Entwicklungsstandort weiterhin hoch im internationalen Vergleich wie Abbildung 8 zeigt.

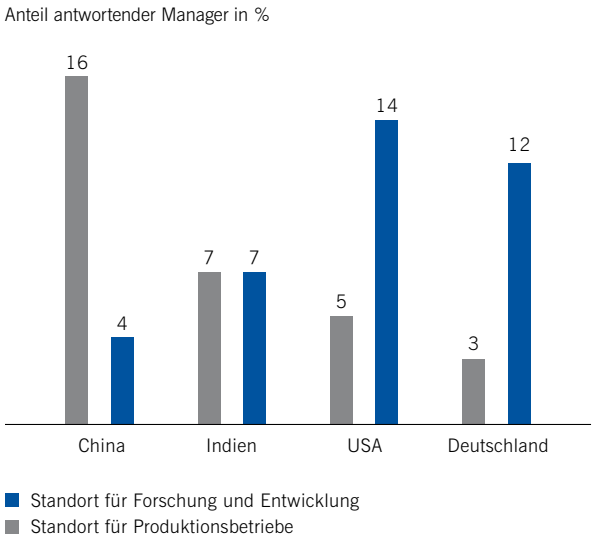
Diese Befunde stehen in Einklang mit der vielfach geäußerten Ansicht, dass in einem Hochlohnland wie Deutschland nur Arbeitsplätze mit hohen Wertschöpfungsbeiträgen gehalten werden können. Diese Wertschöpfung setzt häufig einen kontinuierlichen Innovationsstrom in den Unternehmen voraus, da nur so die Wettbewerbsvorteile gegenüber anderen Standorten aufrechterhalten werden können. Der sich verschärfende internationale Wettbewerb führt somit zu einem Innovationsdruck, welcher wiederum in einem steigenden Qualifikationsniveau des Personals

Abb. 7: Standortattraktivität von Westeuropa, Indien und China im Zeitablauf



Quelle: Ernst & Young: Standort Deutschland 2009 – Deutschland und Europa im Urteil internationaler Manager

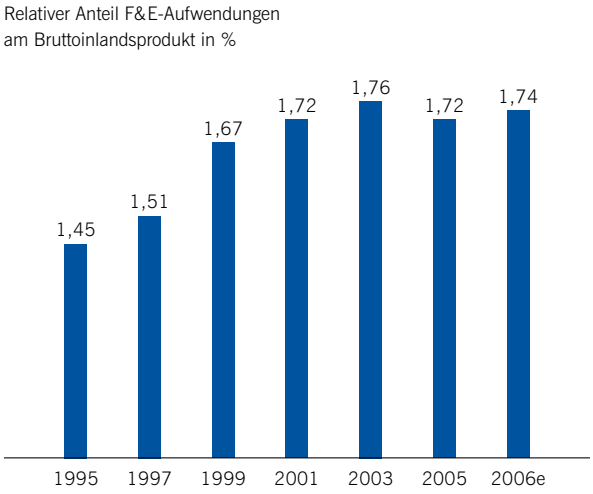
Abb. 8: Attraktivität verschiedener Standorte im Hinblick auf Produktion bzw. Forschung und Entwicklung



Quelle: Ernst & Young: Standort Deutschland 2009 – Deutschland und Europa im Urteil internationaler Manager

21) Vgl. Ernst & Young: Standort Deutschland 2009 – Deutschland und Europa im Urteil internationaler Manager.

Abb. 9: Anteil des Forschungs- und Entwicklungsaufwands in Prozent des Bruttoinlandsproduktes



Quelle: Wissenschaftsstatistik GmbH (Hrsg.), FuE-Datenreport 2007

als auch in steigenden Forschungs- und Entwicklungsausgaben der in Deutschland ansässigen Unternehmen zum Ausdruck kommt. Einen Beleg hierfür liefert Abbildung 9, welche zeigt, dass der Anteil der Forschungs- und Entwicklungsausgaben des Körperschaftssektors am Bruttoinlandsprodukt seit 1995 kontinuierlich steigt.

Herausforderungen an das System der Unternehmensfinanzierung

Aus einer finanzwirtschaftlichen Perspektive stellt sich nun die Frage, ob sich das deutsche System der Unternehmensfinanzierung in adäquater Weise an diese geänderten Wettbewerbsbedingungen anpassen kann. Wie allgemein bekannt ist und wie im nachfolgenden Abschnitt noch gezeigt wird, wurde das deutsche System der Unternehmensfinanzierung über die letzten Jahrzehnte sehr stark von einer Banken- bzw. Fremdkapitalorientierung geprägt.[22] Es ist daher zu hinterfragen, ob dieses System in einem Umfeld, in welchem eine kapitalmarkt- und eigenkapitalorientierte Unternehmensfinanzierung immer wichtiger wird, nicht ebenfalls adaptiert werden muss. Diese zunehmende Bedeutung der Eigenkapitalfinanzierung ist nicht nur im Zusammenhang mit den eingangs beschriebenen Folgen der Finanzmarktkrise zu sehen, sondern hat auch langfristige ökonomische Ursachen. So gewinnt zum einen angebotsseitig der Kapitalmarkt an Bedeutung, weil wegen der demographischen Entwicklung die private Altersvorsorge immer wichtiger wird. Dieser Aspekt wird im nächsten Abschnitt behandelt.

Zum anderen wird aber auch seitens der Unternehmen die Nachfrage nach Eigenkapital zunehmen, weil die hier beschriebene steigende Innovationsorientierung der Unternehmen aus finanzwirtschaftlichen Gründen mit einer stärkeren Eigenkapitalfinanzierung einhergehen muss. Theoretisch ergibt sich dies einfach deshalb, weil Innovationsprojekte per definitionem riskant sind. Somit steigen bei zunehmender Innovationsorientierung das operative Risiko und damit die Konkurswahrscheinlichkeit in einem Unternehmen. Da innovative Unternehmen in der Regel auch über einen größeren Anteil an nicht oder nur schwer beleihbarem immateriellem Vermögen verfügen, wird eine Bankenfinanzierung zunehmend schwieriger. Das heißt, dass eine Abgeltung des mit

22) Für eine kritische Auseinandersetzung mit dem hiesigen System der Unternehmensfinanzierung, wie es sich bis Mitte der 90er Jahre entwickelt hat, vgl. Wenger/Kaserer, C.: The German System of Corporate Governance – A Model Which Should not be Imitated., in: Black, S.W. und Moersch, M. (Hrsg.): Competition and Convergence in Financial Markets – The German and Anglo-American Models, 1998, S. 41–78.

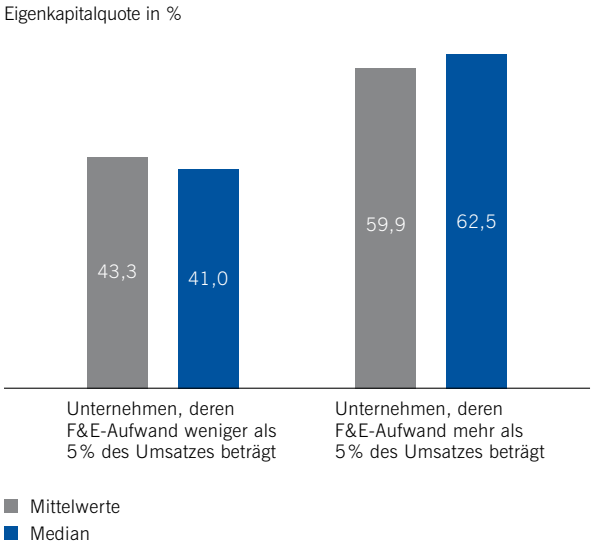
unbesicherten Krediten einhergehenden Risikos bei Unternehmen mit starker Innovationsorientierung nur in begrenztem Maße möglich ist. Hinzu kommt, dass Banken häufig die Expertise fehlt, die Risiken solcher Projekte – einschließlich der Qualität des Managements – einzuschätzen. Der gesamte Bereich der Venture Capital-Finanzierung ist ein sehr anschauliches Beispiel für diese Problematik. Man kann aber auch allgemein zeigen, dass Unternehmen mit hohen geschäftspolitischen Risiken über eine überdurchschnittlich hohe Eigenkapitalquote verfügen. Als Beispiel könnte man etwa die Biotechnologie- oder Halbleiterindustrie nehmen.

Innovationsorientierung erfordert höhere Eigenkapitalquoten

Etwas konkreter kann diese Hypothese untersucht werden, wenn man als Maß für die Innovationsorientierung eines Unternehmens dessen F&E-Quote, also den Forschungs- und Entwicklungsaufwand in Prozent des Umsatzes, nimmt. Wie in Abbildung 10 zu erkennen ist, gibt es einen klaren positiven Zusammenhang zwischen der Eigenkapitalquote und dem Forschungs- und Entwicklungsaufwand.

Damit kommen wir zurück zur Frage, ob unser System der Unternehmensfinanzierung anpassungsfähig genug ist, um der steigenden Nachfrage des Unternehmenssektors nach Eigenkapital Rechnung zu tragen. Eine allgemeine Antwort auf diese Frage zu geben ist naturgemäß sehr schwierig. Dennoch gibt es verschiedene Befunde, die darauf hindeuten, dass es an dieser Stelle möglicherweise ein Problem gibt. So könnte man hier auf die fehlende Tiefe der Eigenkapitalmärkte in Deutschland im internationalen Vergleich hinweisen. Hierzu finden sich weitere Ausführungen im nachfolgenden Abschnitt. An dieser Stelle sei vielmehr daran erinnert, dass tatsächlich viele Unternehmen die mangelnde Verfügbarkeit

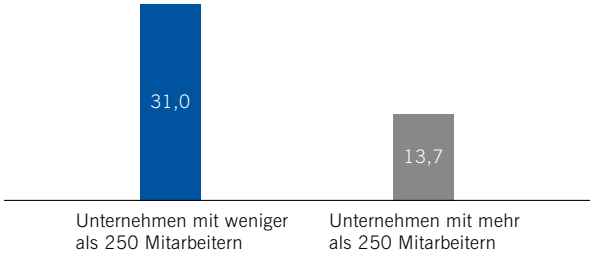
Abb. 10: Eigenkapitalquoten in Abhängigkeit vom Forschungs- und Entwicklungsaufwand



Quelle: Wissenschaftsstatistik GmbH (Hrsg.), FuE-Datenreport 2007

Abb. 11: Finanzierungszugang als wesentliches Innovationshemmnis für innovationsstarke Unternehmen

Anteil antwortender Unternehmen in %



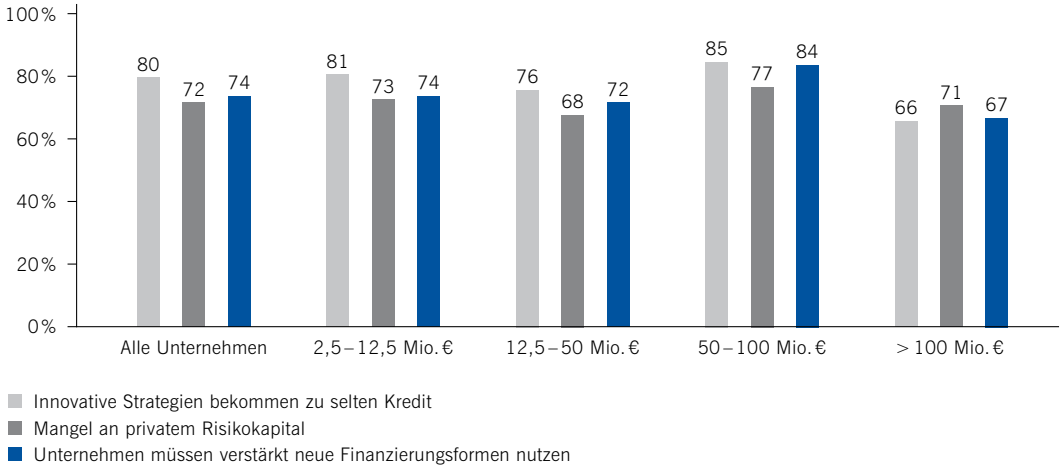
Quelle: DIHK-Innovationsreport 2008/2009, Berlin/Brüssel

von Finanzierungsquellen als ein wesentliches Innovationshemmnis erachten. Dies gilt vor allem für kleine und mittlere Unternehmen, wie man in Abbildung 11 erkennen kann.

Dieses Ergebnis deckt sich mit den Erkenntnissen anderer Analysen. So weisen bspw. mehr als zwei Drittel der von Unternehmer Perspektiven in Kooperation mit der Commerzbank befragten Unternehmen auf Probleme mit der Finanzierung von Innovationen hin. Dabei steht vor allem der Mangel an Kreditangeboten für innovative Projekte sowie der Mangel an privatem Risikokapital im Vordergrund wie man in Abbildung 12 erkennen kann. Der erstere Befund steht im Einklang mit der hier vorgetragenen Argumentation, der letztere Befund wird im nachfolgenden Abschnitt noch näher beleuchtet werden.

Abb. 12: Probleme bei der Finanzierung von Innovationen in Abhängigkeit vom Umsatzvolumen

Anteil antwortender Unternehmen



Quelle: Commerzbank: Zukunft gestalten im globalen Wettbewerb – Innovation als Erfolgsfaktor im Mittelstand: Die Studie 1/2007 der Unternehmer Perspektiven

Zusammenfassend kann man also festhalten:

- Die veränderten Wettbewerbsbedingungen einer globalisierten Welt zwingen die Unternehmen in den entwickelten Industrieländern ihre Wettbewerbsvorteile durch eine zunehmende Innovationsorientierung abzusichern.
- Hierfür lassen sich vielfältige Befunde vorlegen, wie etwa einen stetig steigenden Anteil der Forschungs- und Entwicklungsausgaben am Bruttoinlandsprodukt.
- Unter einer finanzwirtschaftlichen Perspektive bedeutet eine zunehmende Innovationsorientierung, dass die traditionelle Kreditfinanzierung zugunsten einer Eigenkapitalfinanzierung zurückgedrängt wird.
- Ursächlich hierfür ist zum einen, dass die Finanzierung von innovativen – und damit riskanten – Investitionsprojekten durch Banken schwierig ist, weil diese nicht über die richtigen Instrumente verfügen und möglicherweise auch nicht über das dafür notwendige Know-how.
- Zum anderen haben auch die Unternehmen ein Interesse daran, das mit einer stärkeren Innovationsorientierung steigende operative Risiko durch einen größeren Risikopuffer auf der Finanzierungsseite abzufangen. Tatsächlich kann man zeigen, dass die Eigenkapitalquoten von Unternehmen umso höher sind, je größer deren Forschungs- und Entwicklungsaufwand ist.
- Ein fehlender Zugang zu Eigenkapital stellt somit ein Innovationshemmnis dar. Befragungen zeigen, dass gerade kleine und mittlere Unternehmen hierin ein wesentliches Innovationshemmnis sehen.

2.5 Hürden und Hindernisse der Eigenkapitalfinanzierung

Es wurde in den vorangegangenen Abschnitten bereits mehrfach auf die vielfältigen wirtschaftlichen und auch regulatorischen Zwänge hingewiesen, die in der Tendenz die Nachfrage der Unternehmen nach Eigenkapital erhöhen. Gleichzeitig darf aber nicht übersehen werden, dass es regulatorische Hindernisse gibt, die die Aufnahme von Eigenkapital aus Sicht der Unternehmen verteuern bzw. erschweren. Hier sind vor allem steuerliche Diskriminierungen, suboptimale Regelungen im Bereich des privaten Beteiligungskapitals sowie das System der Altersvorsorge zu erwähnen. Diese Hindernisse tragen auch eine erhebliche Mitschuld daran, dass die Tiefe der hiesigen Eigenkapitalmärkte im internationalen Vergleich nach wie vor unzureichend ist. Insoweit sollte bedacht werden, dass die im Unternehmenssektor zu beobachtende Eigenkapitalausstattung zwar das Ergebnis von Marktprozessen ist, diese aber durch gewollte – und möglicherweise auch ungewollte – regulatorische Eingriffe in erheblichem Maße beeinflusst werden. Im Folgenden werden daher einige Ursachen diskutiert, welche eine Mitschuld an der fehlenden Tiefe der Eigenkapitalmärkte in Deutschland tragen.

Steuerliche Diskriminierung von Eigenkapital durch die Unternehmensteuerreform 2008 ...

Es ist unbestritten, dass die Entscheidung über die Kapitalstruktur eines Unternehmens sehr stark von steuerlichen Überlegungen getrieben wird. Ohne diesen komplexen Aspekt hier im Detail analysieren zu können, soll im Folgenden kurz aufgezeigt werden, warum die im Jahr 2008 verabschiedete Unternehmensteuerreform insoweit kontraproduktiv wirkt, als sie zu einer klaren Diskriminierung von Eigenkapital gegenüber Fremdkapital führt. Dies verursacht, wie im Folgenden noch erläutert wird, insbesondere bei kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) steigende Eigenkapitalkosten.

Eines der Kernelemente der Steuerreform war die Einführung einer einheitlichen Abgeltungssteuer von 25 Prozent auf sämtliche Einkünfte aus Kapitalvermögen. Für Zinseinkünfte, die vorher nicht dem Halbeinkünfteverfahren unterworfen waren, führte dies zu einer deutlichen Reduzierung der effektiven Grenzsteuerbelastung in der höchsten Tarifstufe. Während vor der Steuerreform dieser Grenzsteuersatz einschließlich Solidaritätszuschlag bei 47,5 Prozent lag, beträgt er jetzt unter Berücksichtigung des Gewerbesteuernachteils 29,9 Prozent.[23] Demgegenüber wurde die effektive Steuerbelastung auf Erträge aus Unternehmensanteilen in der Tendenz erhöht. Hierzu muss man berücksichtigen, dass diese Erträge als Gewinne auf der Unternehmensebene bereits

23) Bei dieser und den folgenden Rechnungen ist ein Gewerbesteuerhebesatz von 400 Prozent unterstellt. Vgl. hierzu die Beispielrechnung in Abbildung 13.

einer erheblichen Vorbelastung von 29,8 Prozent unterliegen. Diese Erträge, sofern sie ausgeschüttet werden, sind vom Anleger – ohne Berücksichtigung einer allfällig zu zahlenden Kirchensteuer – mit 26,4 Prozent zu versteuern. Dieser Doppelbesteuerungseffekt führt zu einer effektiven Steuerbelastung von 48,3 Prozent.[24] Insgesamt stellt dies eine erhebliche Diskriminierung gegenüber der Besteuerung von Einkünften aus Fremdkapital dar.

Für jene Unternehmen, die ihr Eigenkapital bei Streubesitzaktionären eingesammelt haben, wird die Diskriminierung wegen der mit der Steuerreform verbundenen Abschaffung der Steuerfreiheit von Kursgewinnen noch weiter verschärft. Aus deren Sicht werden von den Unternehmen erwirtschaftete Gewinne auf der Anlegerebene künftig nicht mehr nur einer Doppelbesteuerung, sondern einer Mehrfachbesteuerung unterliegen. Hierzu muss man sich vor Augen führen, dass Kursgewinne nichts anderes sind als erwartete zukünftige Gewinnsteigerungen. Somit wird bei einer Kursgewinnbesteuerung im ersten Schritt der Barwert dieser Gewinnsteigerungen besteuert; werden die Gewinne zu einem zukünftigen Zeitpunkt realisiert und ausgeschüttet, werden sie mit Körperschaftsteuer und ein weiteres Mal mit Einkommensteuer belastet. Da Kursgewinne einen bedeutsamen Anteil an den Gesamterträgen aus Aktienanlagen ausmachen, führt diese Änderung zu einem erheblichen Anstieg der effektiven Steuerbelastung von Gewinneinkünften.

Weder im Rahmen des bis 2008 gültigen Halbeinkünfteverfahrens noch während der Gültigkeit des zuvor praktizierten Vollanrechnungsverfahrens gab es eine ähnlich massive steuerliche Diskriminierung von Eigenkapital. So muss man bedenken, dass beim Halbeinkünfteverfahren Dividendenerträge mit dem halben individuellen Steuersatz besteuert wurden und Kursgewinne von Streubesitzaktionären unter bestimmten Voraussetzungen sogar steuerfrei vereinnahmt werden konnten. Demgegenüber mussten Zinseinkünfte mit dem vollen individuellen Steuersatz versteuert werden. Die Unternehmensteuerreform 2008 hat also zu einer in diesem Ausmaß in Deutschland noch nie da gewesenen Begünstigung von Einkünften aus Fremdkapitaltiteln gegenüber Einkünften aus Eigenkapitaltiteln geführt. Für jeden Euro, den das Unternehmen in Form von Zinszahlungen an seine Kapitalgeber weiterleitet, müsste es 1,36 € erwirtschaften, wenn dieser Ertrag in Form von Gewinneinkünften an die Eigentümer weitergeleitet wird, damit beim Anleger in beiden Varianten derselbe Ertrag nach Steuern anfällt.

24) Vgl. hierzu die Beispielrechnung in Abbildung 13.

Diese Rechnung wird in Abbildung 13 näher erläutert. Wie man sehen kann, bedarf es im Falle einer Eigenkapitalfinanzierung eines Betriebsergebnisses vor Steuern (EBIT) von 1,425 €, damit sich ein Nachsteuergewinn von 1 € ergibt. Im Falle einer Fremdfinanzierung braucht es hingegen nur ein Betriebsergebnis von 1,05 €, damit eine Zinszahlung von 1 € dargestellt werden kann. Damit liegt der steuerliche „Diskriminierungsfaktor" bei 1,425/1,05=1,36 €. Um diesen Faktor muss das Betriebsergebnis vor Steuern bei Eigenkapitalfinanzierung im Vergleich zur Fremdkapitalfinanzierung höher sein, damit daraus dieselbe Bruttozahlung an den Investor finanziert werden kann. Berücksichtigt man die bei beiden Varianten identische Abgeltungssteuer in Höhe von 25 Prozent zzgl. Solidaritätszuschlag, so ergibt sich für den Investor eine Nettoausschüttung bzw. ein Nettozinseinkommen von rund 0,74 €.

Abb. 13: Steuerbelastung von Zins- und Dividendeneinkünften in Deutschland im Vergleich

	Dividenden-ausschüttung	„Ausschüttung" in Form einer Zinszahlung
Betriebsergebnis vor Steuern	**1,4250**	**1,050**
– Zinszahlung	0,0000	1,000
Gewinn vor Steuern	**1,4250**	**0,050**
– Gewerbesteuer (14%)	0,1995	0,042
– Körperschaftssteuer zzgl. Solidaritätszuschlag (15,825%)	0,2255	0,008
Gewinn nach Steuern	**1,0000**	**0,000**
Dividenden- bzw. Zinszahlung	1,00000	1,00000
– Abgeltungssteuer zzgl. Solidaritätszuschlag (26,375%)	0,26375	0,26375
Nettoeinkünfte beim Investor	**0,73625**	**0,73625**

Hinweis: In dieser Rechnung wird ein Gewerbesteuerhebesatz von 400 Prozent unterstellt. Kirchensteuern werden nicht berücksichtigt. Bei der Berechnung der Gewerbesteuerschuld ist zu berücksichtigen, dass ein Viertel der Schuldzinsen nicht von der gewerbesteuerlichen Bemessungsgrundlage abzugsfähig ist. Es wird unterstellt, dass die körperschaftsteuerlichen Regelungen zur Zinsschranke nicht greifen.
Quelle: Beispielrechnung der TU München

Insgesamt zeigt diese Beispielrechnung, dass man mit Recht von einer gesamtwirtschaftlich bedenklichen Verletzung des Gebots der Finanzierungsneutralität des Steuersystems sprechen kann. Dies ist im Grundsatz keine deutsche Besonderheit. Sogenannte Doppelbesteuerungssysteme sind weltweit verbreitet und führen zu einer steuerlichen Diskriminierung von Eigenkapital, wie man in dem beispielhaften Überblick in Abbildung 14 sehen kann. Die durchgerechnete Steuerbelastung auf ausgeschüttete Gewinne ist in vielen Ländern höher als die Steuerbelastung auf Zinseinkünfte. Allerdings versuchen viele Länder diesen Diskriminierungseffekt abzumildern, indem sie die effektive Steuerbelastung auf Eigenkapital relativ zu Fremdkapital reduzieren. Deutschland war bis vor kurzem selbst ein Beispiel dafür, weil in dem bis zur Einführung der Abgeltungssteuer gültigen Halbeinkünfteverfahren Dividendeneinkünfte nur mit dem halben individuellen Steuersatz besteuert wurden, während Zinseinkünfte dem vollen Steuersatz unterlagen. Zudem waren Kursgewinne steuerbefreit. Ähnliche Verfahren werden auch in anderen Ländern praktiziert. So stellen von den hier betrachteten Ländern Belgien, Luxemburg, die Niederlande und die Schweiz Kursgewinne steuerfrei. Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan und die USA belasten Dividendeneinkünfte zudem mit einem deutlich niedrigeren Satz als Zinseinkünfte.

Letztlich geht es dabei immer um eine Reduktion der durchgerechneten Steuerbelastung auf Einkünfte aus Eigenkapitaltiteln im Vergleich zu Einkünften aus Fremdkapitaltiteln. Wie man in Abbildung 14 sehen kann, gelingt es einigen Ländern tatsächlich auf diese Weise den steuerlichen Diskriminierungsfaktor zu reduzieren. Dieser Vergleich zeigt somit, dass es für den deutschen Gesetzgeber durchaus Ansatzpunkte gäbe, wie er die schädliche steuerliche Diskriminierung von Eigenkapital reduzieren könnte, ohne dass er Gefahr laufen würde, einen Sonderweg im internationalen Vergleich zu beschreiten.

Abb. 14: Steuerbelastung von Zins- und Dividendeneinkünften im internationalen Vergleich

Land	Tarifmäßige Steuerbelastung auf … Dividenden %	Kursgewinne %	Zinsen %	Maximale durchgerechnete Steuerbelastung bei Vollausschüttung der Gewinne	Bemerkungen
Belgien	25,0	0,0	15,0	50,5	Abgeltungssteuer mit Option zur Einkommensteuerveranlagung.
Deutschland*	26,4	26,4	26,4	48,3	Abgeltungssteuer mit Option zur Einkommensteuerveranlagung.
Frankreich	29,0	29,0	48,0	53,45	Einschließlich Sozialsteuern. Bei der Dividendenbesteuerung handelt es sich um eine Abgeltungssteuer mit Option zur Einkommensteuerveranlagung; in diesem Fall sind dann 40 Prozent der Dividenden steuerfrei. Die Zinsbesteuerung entspricht dem Einkommensteuerspitzensatz.
Großbritannien	25,0	18,0	40,0	46,0	Zinsbesteuerung entspricht dem Einkommensteuerspitzensatz. Bei der Dividendenbesteuerung gibt es ein Teilanrechnungsverfahren.
Irland	41,0	20,0	20,0	48,38	Abgeltungssteuer auf Zinseinkünfte. Dividendeneinkünfte werden zur Einkommensteuer veranlagt unter Anrechnung der Quellensteuer von 20 Prozent.
Italien	12,5	12,5	27,0	43,62	Sondersätze von 12,5 Prozent auf Zinseinkünfte sind möglich.
Japan	10,0	10,0	20,0	48,11	Abgeltungssteuer. Für Dividendeneinkünfte und Kursgewinne gilt diese Regelung derzeit nur befristet bis Ende 2010.
Luxemburg	19,0	0,0	10,0	43,33	Abgeltungssteuer auf Zinseinkünfte. Dividendeneinkünfte unterliegen einem Halbeinkünfteverfahren.
Niederlande	30,0	0,0	30,0	44,13	Es werden aber nicht die effektiven Kapitalerträge besteuert, sondern kalkulatorische Erträge in Höhe eines fiktiven Ertrags von 4 Prozent des Reinvermögens (abzgl. eines Vermögensfreibetrags). Dividenden und Kursgewinne aus wesentlichen Beteiligungen (ab 5 Prozent der Anteile) werden mit 25 Prozent besteuert.
Österreich	25,0	25,0	25,0	43,75	Abgeltungssteuer mit Option zur Einkommensteuerveranlagung. In diesem Fall kommt ein Steuersatz in Höhe des halben Durchschnittssteuersatzes zur Anwendung.
Schweden	30,0	30,0	30,0	49,6	Abgeltungssteuer. Bei der Kursgewinnbesteuerung von Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen gibt es einen ermäßigten Tarif.
Schweiz	40,0	0,0	40,0	52,37	Zins- und Dividendenbesteuerung entspricht dem Einkommensteuerspitzensatz (hier im Kanton Zürich); dabei wird die anfallende Quellensteuer in Höhe von 35 Prozent angerechnet.
Spanien	18,0	18,0	18,0	42,60	Abgeltungssteuer
USA	15,0	15,0	41,82	48,68	Zinsbesteuerung entspricht dem Einkommensteuerspitzensatz (hier im Staat New York). Die Tarife für Dividenden und Kursgewinne gelten derzeit befristet bis 2010.

Hinweis: Es wird die steuerliche Situation des Jahres 2008 aus der Sicht eines inländischen privaten Investors mit nicht-qualifizierenden Anteilen – ggf. auch unter Beachtung von Mindesthaltefristen – abgebildet. Es ist jeweils die höchste Tarifstufe berücksichtigt. Bei Körperschaftsteuersystemen mit Teil- oder Vollanrechnungsverfahren wird die Tarifbelastung der Bardividende abgebildet. Steuerliche Ausnahmeregelungen und Befreiungstatbestände werden nicht berücksichtigt.
*Für Deutschland wird die Situation des ab dem 1. Januar 2009 gültigen Abgeltungssteuersystems betrachtet.
Quelle: BMF: Die wichtigsten Steuern im internationalen Vergleich 2008, Berlin 2009 und EVCA & KPMG: Benchmarking European Tax and Legal Environments, Zaventem/Belgien, 2008

… und deren Auswirkung auf die Kapitalkosten der Unternehmen

Welche Auswirkungen hat nun diese steuerliche Konstellation auf die Kapitalkosten der Unternehmen? Gehen wir zur Beantwortung dieser Frage zur Vereinfachung davon aus, dass diese steuerlichen Änderungen in Deutschland das Weltmarktzinsniveau und die Weltmarktrisikoprämie unverändert lassen. Für den international diversifizierten deutschen Anleger bedeutet dies dann eine massive Verschlechterung der Nachsteuerrenditen auf Eigenkapitaltitel im Vergleich zu Fremdkapitaltiteln, weshalb er entsprechende Umschichtungen vornehmen wird. Von der Möglichkeit, den Steuerwohnsitz zu wechseln, sei hier mal abgesehen, wenngleich solche Abwanderungen keinesfalls ausgeschlossen werden können. Dies bedeutet aber noch nicht zwangsläufig, dass die Kapitalkosten der Unternehmen steigen werden. Vielmehr könnten ausländische Investoren die von den inländischen Investoren abgestoßenen Aktien kaufen und somit den Kursrückgang ausgleichen. Spielen in Deutschland ansässige Investoren auf dem Weltkapitalmarkt keine allzu große Rolle und unterstellt man vollkommene Kapitalmärkte, könnte der Effekt auf den Aktienkurs sogar null sein, weshalb auch die Kapitalkosten des Unternehmens unverändert blieben.

In der Realität spielt diese Steuerarbitrage aber nur für solche Unternehmen eine Rolle, deren Anteile auch tatsächlich in größerem Umfang von im Ausland ansässigen Investoren gekauft werden. Dies ist typischerweise bei den großen, international agierenden, börsennotierten Unternehmen der Fall. Und selbst für diese Unternehmen wird der Nettoeffekt wegen des sogenannten Home Bias nicht völlig verschwinden.[25] Dennoch dürfte für diese Gruppe von Unternehmen die Unternehmensteuerreform insoweit ein geringeres Problem sein. Eher im Gegenteil; da es auf der Unternehmensebene durch die Unternehmensteuerreform 2008 zu einer steuerlichen Entlastung kam, könnte sich die Steuerreform sogar in einer Wertsteigerung niederschlagen.

Was passiert aber bei KMUs? Diese Unternehmen haben in der Regel einen vornehmlich inländischen Investorenkreis, und zwar selbst dann, wenn sie börsennotiert sind. Für sie hat sich somit die Eigenkapitalaufnahme durch die Unternehmenssteuerreform 2008 relativ zur Fremdkapitalaufnahme verteuert, weshalb sie mit einem höheren Fremdkapitalanteil operieren werden, als sie dies bei einem finanzierungsneutralen Steuersystem täten. Besonders gravierend wirkt sich dieser Effekt bei jungen und innovativen Unternehmen aus, denen typischerweise eine nennenswerte Fremdfinanzierung gar nicht möglich ist. Für diese Unternehmen werden nicht nur die Kapitalkosten deutlich ansteigen, sie werden zudem mit einer weiteren Verknappung von Risikokapital zu kämpfen haben.

25) Der *Home Bias* bezeichnet ein empirisches Faktum, wonach der von Inländern gehaltene Anteil am inländischen Aktienmarktportfolio deutlich höher ist als er bei einer vollkommenen internationalen Diversifikation des Anlageportfolios selbst unter Berücksichtigung von Währungsrisiken sein dürfte; vgl. z.B. Coval, J.D./Moskowitz, T.J.: Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios, in: Journal of Finance 54, 1999, S. 2045 – 2073. So wurden 2008 selbst bei den DAX®-Unternehmen im Durchschnitt noch rund 47 Prozent der Aktien von Inländern gehalten; da der Anteil des von Inländern gehaltenen Finanzvermögens am Weltfinanzvermögen sich eher im einstelligen Prozentbereich bewegt, ist es äußerst unplausibel, dass diese Abweichung allein durch Währungsrisiken erklärt werden kann. Somit dürfte es selbst bei den großen international agierenden und börsennotierten Unternehmen einen Home Bias Effekt geben.

Nun könnte man hier einwenden, dass diese Argumentation wegen der ebenfalls mit der Unternehmensteuerreform 2008 eingeführten Zinsschranke abgeschwächt werden müsste. Danach sind die finanzierungspolitischen Gestaltungsspielräume der Unternehmen durch eine Begrenzung der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen eingeschränkt worden. Konkret sieht die Zinsschranke eine Begrenzung des steuerlich maßgeblichen Nettozinsaufwands auf 30 Prozent des EBITDA vor, sofern für das Unternehmen nicht eine Ausnahmeregelung greift.[26] Damit wird faktisch ein Teil des mit der Unternehmensteuerreform einhergehenden Steuervorteils des Fremdkapitals wieder rückgängig gemacht, allerdings zum Preis insgesamt steigender Kapitalkosten und damit geringerer Investitionstätigkeit.[27] Dies hängt damit zusammen, dass Unternehmen nicht in der Lage sind, ihre Kapitalstruktur völlig flexibel anzupassen. Die oben genannte 30-Prozent-Regel unterliegt aber einer Zufallskomponente. Insofern kann ein Unternehmen selbst dann, wenn es zum Zeitpunkt der Bestimmung der Kapitalstruktur einen hinreichenden Sicherheitspuffer eingebaut hat, bei einer wirtschaftlich ungünstigen Entwicklung von der Zinsschranke betroffen sein. Damit muss der nicht abzugsfähige Teil der Nettozinsaufwendungen in zukünftige Geschäftsjahre vorgetragen werden, woraus in jedem Fall ein Zinsnachteil für das Unternehmen resultiert. Hinzu kommt der prozyklische Effekt dieser Regelung, da dieser Zinsnachteil genau dann eintritt, wenn es dem Unternehmen schlecht geht. Im Extremfall kann sogar eine Konstellation eintreten, bei der das Unternehmen Steuern zahlen muss, obwohl es Verluste schreibt. Insoweit ist die Zinsschranke ein eher untaugliches Mittel, um die steuerliche Diskriminierung von Eigenkapital zu entschärfen.

Schließlich sei abschließend als ein weiterer wichtiger Punkt, der zu einer steuerlichen Benachteiligung von Eigenkapital gegenüber Fremdkapital führt, die Einschränkung des Verlustvortrags nach § 8c KStG erwähnt. Diese Regelung führt dazu, dass mit Anlaufinvestitionen verbundene Verluste aufgrund einer wachstumsbedingten Eigenkapitalaufnahme ganz oder teilweise verloren gehen. Von dieser Regelung sind insbesondere junge, innovative Unternehmen mit erheblichen Anlaufverlusten, z. B. Biotechnologieunternehmen oder andere High-Tech-Unternehmen, negativ betroffen. Die im Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG) geschaffene diesbezügliche Ausnahmeregelung hat sich mittlerweile als wirkungslos entpuppt.[28]

26) Die in §4h Abs. 2 EStG vorgesehenen Ausnahmen greifen dann, wenn das Unternehmen nicht Teil eines Konzerns ist oder bei einem konzerngebundenen Unternehmen die Kapitalstruktur nicht von jener des Konzerns abweicht oder der Nettozinsaufwand weniger als eine Million € beträgt. Mit dem Bürgerentlastungsgesetz vom 16. Juli 2009, BGBl. Teil I Nr. 43 vom 22. Juli 2009, S. 1959 ff., wurde diese Freigrenze auf drei Millionen € erhöht.

27) Für eine ausführlichere finanzwirtschaftliche Diskussion der Zinsschranke vgl. Kaserer, C.: Restricting Interest Deductions in Corporate Tax Systems: Its Impact on Investment Decisons and Capital Markets, 2008, verfügbar unter: SSRN: http://ssrn.com/abstract=1130718. Dort findet sich auch ein Überblick zu empirischen Befunden, die auf eine Erhöhung der Kapitalkosten durch eine solche Regelung hindeuten.

28) Zur Diskussion des MoRaKG vgl. die Ausführungen am Ende dieses Abschnittes.

Steuerliche Sonderregelungen für Beteiligungen an kleinen und mittleren Unternehmen als Reaktion auf die Diskriminierung von Eigenkapital

Insgesamt hat die Unternehmensteuerreform 2008 zu einer deutlichen Verschlechterung der Rahmenbedingungen für die Eigenkapitalfinanzierung geführt. Dies gilt insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen, weshalb hier dringender Korrekturbedarf vorliegt. Wie bereits weiter oben betont, besteht dieser Korrekturbedarf vornehmlich in einem Abbau jener Regelungen, die Eigenkapitaleinkünfte gegenüber Fremdkapitaleinkünften benachteiligen. In anderen Ländern ist man darüber hinaus noch einen Schritt weiter gegangen, indem man die Bereitstellung von Eigenkapital für kleine und mittlere Unternehmen zusätzlich steuerlich begünstigt hat.[29] Dabei muss man allerdings betonen, dass diese Regelungen nicht nur einer Beseitigung der genannten steuerlichen Diskriminierung von Eigenkapital geschuldet sind, sondern vor allem auch auf die Förderung von technologieorientierten Unternehmensgründungen abzielen. Insoweit sind sie auch vor dem Hintergrund mutmaßlicher Spillover-Effekte und/oder einem vermuteten Marktversagen im Bereich der Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen zu sehen.

Beispielhaft erwähnt seien in diesem Zusammenhang die staatlich geförderten Beteiligungsformen des Venture Capital Trusts (VCT) und des Enterprise Investment Schemes (EIS) in Großbritannien. Venture Capital Trusts sind an der London Stock Exchange (LSE) notierte Fonds. Sie unterliegen Anlage- und Ausschüttungsbeschränkungen. So dürfen sie hauptsächlich in Aktien und Anleihen von nicht börsennotierten Unternehmen investieren, wobei es nach einem Börsengang noch eine Übergangsfrist von fünf Jahren gibt, bis zu der die Beteiligung aufgelöst werden muss. Am Alternative Investment Market (AIM) der LSE einbezogene Unternehmen gelten nicht als börsennotiert. Die Portfoliounternehmen unterliegen bestimmten Restriktionen im Hinblick auf ihre Größe und ihre Geschäftsaktivitäten. Zudem darf in ein Portfoliounternehmen maximal 1 Millionen £ investiert werden. Aus Investitionen in VCTs resultierende Dividenden- und Veräußerungsgewinne sind von der englischen Einkommen- bzw. Kapitalertragsteuer befreit. Zudem gilt unter bestimmten Voraussetzungen eine Befreiung von der Erbschaftsteuer. Zusätzlich kann der Investor im Jahr des Erwerbs seiner Beteiligung eine Einkommensteuerermäßigung in Höhe von 30 Prozent des Beteiligungswertes geltend machen, maximal jedoch auf einen jährlichen Anlagebetrag von 200.000 £. Voraussetzung hierfür ist eine Mindesthaltedauer von drei Jahren bzw. neuerdings fünf Jahren. Für EIS gelten im Prinzip ähnliche Regelungen. Sie richten sich allerdings an private Anleger, die direkte Investitionen in kleine, stark risikobehaftete Unternehmen durchführen wollen. Damit sind EIS insbesondere für Business Angels interessant. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit der Etablierung von EIS Investment Funds, in denen Kapital mehrerer Investoren gesammelt und von einem Fondsmanager investiert wird.

Eine im Grundsatz ähnliche Regelung findet sich in Frankreich durch den Fonds Commun de Placement à Risques (FCPR).[30] Die FCPR-Gesellschafter genießen steuerliche Begünstigungen, wenn mindestens 50 Prozent der Fondsmittel in Minderheitsbeteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen investiert werden, die ihren Sitz in einem Mitgliedsstaat der EU oder des Europäischen Wirtschaftsraums haben und industrielle oder gewerbliche Tätigkeiten ausüben. Der FCPR darf in bestimmten Grenzen auch in börsennotierte Unternehmen investieren. Zudem gelten weitere Begrenzungen hinsichtlich der Anlageaktivität des FCPR. Sind die vorstehenden Kriterien

29) Vgl. zu den folgenden Ausführungen auch Kaserer, C. et al.: Private Equity in Deutschland – Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen, Norderstedt, 2007, S. 64 ff., und EVCA: Private Equity Fund Structures in Europe, EVCA Tax and Legal Committee Paper, Zaventem/Belgien, January 2006.

30) Analoge Regelungen gelten im Übrigen für den Fonds d'Investissement de Proximité (FPI) und den Fonds Commun de Placement dans Innovation (FCPI).

erfüllt, besteht neben der Steuerfreiheit für alle auf der Fondsebene anfallenden Erträge auch eine Steuerfreiheit bzw. erhebliche Steuerermäßigung für Privatinvestoren hinsichtlich aller erzielten FCPR-Erträge aus Dividenden und Beteiligungsveräußerungen, wenn sie mit höchstens 25 Prozent am Fonds beteiligt sind und die Mindesthaltedauer von fünf Jahren einhalten. Einzige Bedingung ist, dass während der Mindesthaltedauer alle durch den FCPR vorgenommenen Ausschüttungen seitens des einzelnen Investors in den Fonds reinvestiert wurden.

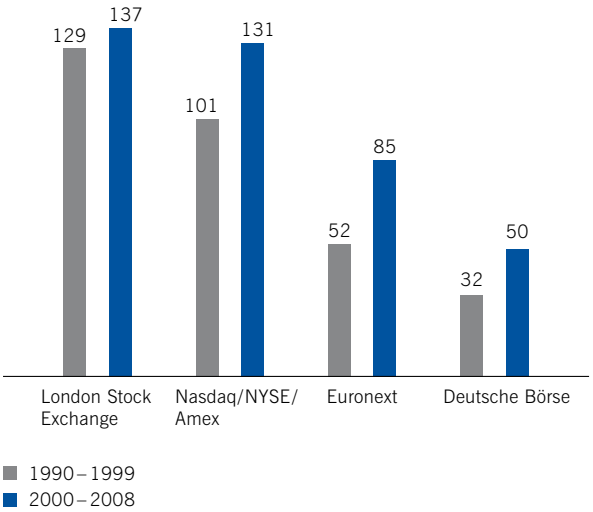
Schließlich sollte erwähnt werden, dass es auch in anderen Ländern ähnlich gelagerte steuerliche Ausnahmeregelungen gibt.[31] So gewähren etwa Belgien, Luxemburg, Portugal und die Niederlande auf Anlagen in bestimmte zugelassene Venture Capital-Fonds Steuerermäßigungen. Insoweit ist es schon erstaunlich, dass sich der deutsche Gesetzgeber entgegen dem Kabinettsvorschlag noch nicht einmal dazu durchringen konnte, im Rahmen des Gesetzes zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG)[32] den Steuerfreibetrag auf Veräußerungsgewinne bei Beteiligungen nach § 17 Abs. 3 EStG auf 20.000 € zu erhöhen.

Tiefe der Eigenkapitalmärkte und Altersvorsorge

Es ist ein wohlbekanntes Faktum, dass Deutschland gemessen an seiner wirtschaftlichen Bedeutung nur über einen relativ kleinen Kapitalmarkt verfügt. Gestützt wird diese Aussage auf einen normierten Größenvergleich der organisierten Eigenkapitalmärkte, wie er in Abbildung 15 zu finden ist. Dort sieht man, dass während der 2000er Jahre die Börsenkapitalisierung aller Unternehmen mit Sitz in Deutschland im Durchschnitt bei 50 Prozent des Bruttoinlandsproduktes lag. Im internationalen Vergleich ist diese Zahl aber eher niedrig; selbst in den Euronext-Ländern[33] erreichte die Börsenkapitalisierung im Durchschnitt 85 Prozent. In den angelsächsischen Ländern liegt sie traditionell höher.

Abb. 15: Durchschnittliche Börsenkapitalisierung inländischer börsennotierter Unternehmen

in % des Bruttoinlandsproduktes



Quelle: WFE, DAI, OECD, Berechnungen der TU München

31) Vgl. hierzu: EBAN Survey of tax incentives available to private informal investors or business angels in Europe, Brüssel/Belgien, September 2006.
32) BGBl. Teil I Nr. 36 vom 18. August 2008, S. 1672 ff.
33) Im Jahr 2000 haben sich die Amsterdamer, Brüsseler und Pariser Börse zur paneuropäischen Börsenplattform Euronext zusammengeschlossen. Im Jahr 2002 ist auch die Lissabonner Börse diesem Zusammenschluss beigetreten. Insoweit werden hier die Länder Belgien, Frankreich, Niederlande und Portugal unter dem Begriff der Euronext-Länder subsumiert.

Es finden sich nun vielfältige Erklärungsansätze für die in Abbildung 15 zu Tage tretenden Unterschiede. Insbesondere wird auf den Umstand verwiesen, dass die fehlende Tiefe der kontinentaleuropäischen Eigenkapitalmärkte eine Folge des traditionell niedrigeren Investorenschutzes sei.[34] Zu beachten ist dabei allerdings, dass sich die Rahmenbedingungen der Corporate Governance in Deutschland seit der zweiten Hälfte der 90er Jahre stark verändert haben. Diese Entwicklungen sind nicht zuletzt auch durch die Harmonisierungsbestrebungen im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht der EU vorangetrieben worden. Hierauf wird im nachfolgenden Abschnitt noch eingegangen werden. Gleichzeitig, und möglicherweise nicht völlig unabhängig von dem zuerst genannten Argument, muss man bedenken, dass die Größe des Kapitalmarktes im Allgemeinen und jene des Eigenkapitalmarktes im Besonderen auch durch das System der Altersvorsorge bestimmt werden. Während in Deutschland die große Bedeutung des umlagefinanzierten Rentensystems dazu führt, dass ein erheblicher Teil der volkswirtschaftlichen Ersparnis am Kapitalmarkt vorbeigeschleust wird, muss bei einem kapitalgedeckten Rentensystem ein Kapitalstock gebildet werden, aus dessen Erträgen die Rentenzahlungen gespeist werden können.

Hierzu ließe sich folgende stark vereinfachende Überschlagsrechnung machen: Derzeit werden ausweislich der Zahlen des Statistischen Bundesamtes in Deutschland rund 230 Milliarden € jährlich an Renten aus dem umlagefinanzierten System gespeist. Bei einer durchschnittlichen Verzinsung von 5 Prozent bedürfte es hierfür eines Kapitalstocks von 230 Milliarden/0,05 = 4,6 Billionen €. Wären 50 Prozent dieses Kapitalstocks in Aktien angelegt und davon wiederum 50 Prozent in inländischen Aktien, hätte – grob geschätzt – die durchschnittliche Börsenkapitalisierung der 2000er Jahre nicht bei 50 Prozent, sondern bei 100 Prozent des Bruttoinlandsproduktes gelegen und wäre damit nicht mehr weit vom Niveau der angelsächsischen Länder entfernt gewesen.

Ausgehend von dieser Überlegung findet man auch einen Erklärungsansatz, warum die in Abbildung 15 dargestellte Verhältniszahl in allen Ländern im Vergleich der 90er Jahre mit den 2000er Jahren gestiegen ist. Zwar darf man nicht vergessen, dass die Relation von Bruttoinlandsprodukt und Börsenkapitalisierung aufgrund der Volatilität an den Aktienmärkten stark schwankt, jedoch sollten sich diese Schwankungen über längere Zeiträume ausgleichen.

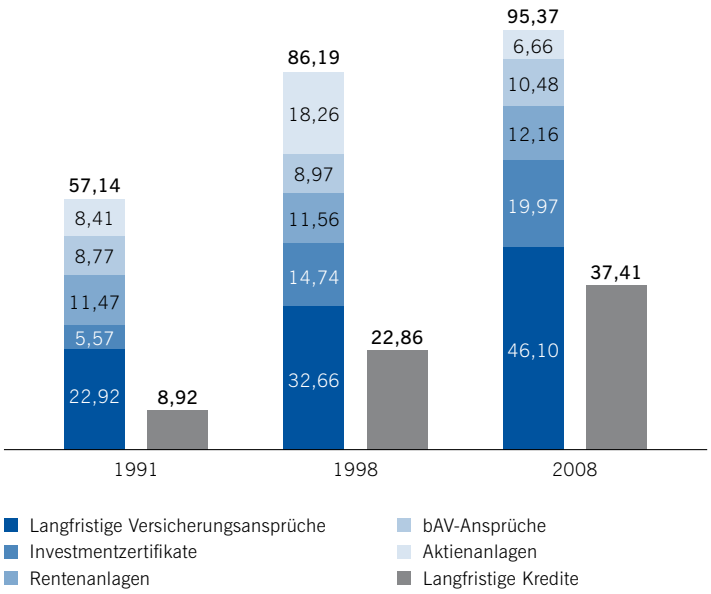
34) Als Einstieg in diese äußerst umfangreiche Literatur sei hier auf La Porta, R. et al.: Investor Protection and Corporate Governance, in: Journal of Financial Economics 58, 2000, S. 1 – 25, und auf Wenger/Kaserer, C.: German Banks and Corporate Governance: A Critical View, in: Hopt, K.J./Kanda, H./Roe, M./Wymeersch, E./Prigge, S. (Hrsg.): Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research, Oxford, 1998, S. 499 – 536, verwiesen.

Insoweit bedarf der in Deutschland zu beobachtende Anstieg der Börsenkapitalisierung von 32 auf 50 Prozent des Bruttoinlandsproduktes durchaus einer Erklärung, die nicht nur auf ein sich veränderndes Bewertungsniveau an den Börsen verweist. Diese findet sich nicht zuletzt bei einem Blick auf die private Altersvorsorge. Hierzu wurde in Abbildung 16 auf der Grundlage der Statistiken der Deutschen Bundesbank das langfristige Finanzvermögen[35] der privaten Haushalte (einschließlich der privaten Organisationen ohne Erwerbszweck) in Deutschland erfasst. Dabei sind Ansprüche aus der betrieblichen Altersvorsorge (bAV) miterfasst. Ohne hier auf weitere Details einzugehen, kann man sehen, dass das langfristige Finanzvermögen ausgedrückt als Prozentsatz des Bruttoinlandsproduktes seit 1991 deutlich gestiegen ist. Damals betrug es 57 Prozent des BIP, während es 1998 schon auf 86 Prozent gestiegen war. 2008 lag es schließlich bei 95 Prozent.

Aussagekräftiger ist aber eine Betrachtung des langfristigen Nettofinanzvermögens. Hierzu werden die langfristigen Kredite der Haushalte in Abzug gebracht. Wie man nun in Abbildung 16 sehen kann, stieg dieses langfristige Nettofinanzvermögen von knapp 9 Prozent im Jahre 1991 auf knapp 23 Prozent im Jahre 1998. Ende 2008 lag es trotz Finanzmarktkrise bei gut 37 Prozent. Dies entspricht einem Anstieg von fast 30 Prozentpunkten, also einem Betrag, der in einer ähnlichen Größenordnung liegt, wie der weiter oben beschriebene Anstieg der Börsenkapitalisierung.

Abb. 16: Langfristiges Nettogeldvermögen der privaten Haushalte und privaten Organisationen ohne Erwerbszweck einschließlich der Ansprüche aus betrieblicher Altersvorsorge

in % des Bruttoinlandsproduktes



Quelle: Deutsche Bundesbank, Berechnungen der TU München

35) Damit sollte nur jener Teil des Geldvermögens erfasst werden, dessen Anhäufung vermutlich Altersvorsorgezwecken dient. Als kurzfristig wurden insbesondere Bargeldbestände und Bankeinlagen definiert, weshalb sie in dieser Betrachtung außen vor bleiben.

Diese Betrachtung stützt die hier aufgestellte Behauptung, dass die Tiefe der Eigenkapitalmärkte stark von der Verbreitung eines kapitalgedeckten Altersvorsorgesystems abhängt. Damit ist auch zu erklären, warum Deutschland im internationalen Vergleich deutlich hinter den angelsächsischen Ländern, aber auch Ländern wie der Schweiz oder den Niederlanden liegt. Das Argument lässt aber auch erwarten, dass die Eigenkapitalmärkte in Deutschland den Wachstumstrend der letzten Dekade fortsetzen werden, weil aufgrund der demographischen Entwicklung die private Altersvorsorge weiter an Bedeutung gewinnen wird.

Der Gesetzgeber hat diesen Trend durch verschiedene Maßnahmen, wie etwa die Riester-Rente oder das Alterseinkünftegesetz, erkannt. Problematisch dabei ist allerdings, dass die mit dem Alterseinkünftegesetz schrittweise eingeführte Regel einer nachgelagerten Besteuerung, welche faktisch dazu führt, dass die erwirtschafteten Zinserträge steuerfrei bleiben, nur für die wenigen vom Gesetz zugelassenen Anlageformen gelten. Damit wird nicht nur die Finanzdienstleistungsbranche begünstigt, es bedeutet insbesondere auch, dass die private Direktanlage an den Kapitalmärkten steuerlich benachteiligt wird. Diese systematische Benachteiligung der privaten Direktanlage ist im Übrigen ein Trend, der sich schon seit vielen Jahren beobachten lässt. So genießt die Aktienanlage über Investmentfonds schon seit vielen Jahren eine steuerliche Privilegierung gegenüber der direkten Aktienanlage.[36] Dies ist umso erstaunlicher, als die Erfahrungen der letzen Jahre durchaus Zweifel darüber aufkommen lassen, ob die Konzentration des Geldvermögens in den Händen von institutionellen Investoren die Stabilität der Finanzmärkte erhöht. Insoweit wäre auch über eine Beseitigung der Benachteiligung der Direktanlage gegenüber der Anlage über institutionelle Investoren nachzudenken. Ein erster Schritt könnte die Ergänzung des Alterseinkünftegesetzes um eine Regelung sein, die es Privatanleger erlaubt, das für Altersvorsorgezwecke angesparte Vermögen in bestimmten Grenzen in derselben Weise steuerfrei zu akkumulieren wie das bei Anlagen in vom Alterseinkünftegesetz erfassten Finanzprodukten der Fall ist.

Man könnte nun an dieser Stelle noch eine Diskussion der Frage anhängen, worin denn die Ursachen für die im internationalen Vergleich eher geringe Verbreitung der kapitalgedeckten Altersvorsorge in Deutschland zu suchen sind. Häufig werden in diesem Zusammenhang Argumente gebracht, die auf eine überzogene Risikoaversion der privaten Haushalte in Deutschland hinweisen oder auf ein banken- bzw. gläubigerzentriertes System der Unternehmensfinanzierung. Wenngleich diese Argumente vordergründig richtig sein mögen, sollte man hier auch die Möglichkeit in Betracht ziehen, dass Wirkung und Ursache verwechselt werden. Richtig ist, dass Deutschland bereits Ende des 19. Jahrhunderts eine umlagefinanzierte gesetzliche Kranken- und Rentenversicherung eingeführt hat. Aufgrund der weitgehenden Zerstörung des inländischen Kapitalstocks durch die beiden Weltkriege wäre ein frühzeitiger Ausstieg aus diesem Generationenvertrag sozialpolitisch schwierig gewesen. Dass es dann in einem Land, welches über 100 Jahre eine relativ langsamere Entwicklung seiner Eigenkapitalmärkte beobachtet hat, sowohl an investorenorientieren Institutionen als auch an einem breiten Bewusstsein um die Bedeutung von Eigenkapitalmärkten fehlt, ist vermutlich nicht besonders überraschend. Hier bedarf es somit einer Gegenbewegung, die weit über eine Diskussion von steuerlichen Regelungen hinausgeht. Dabei ist nicht zuletzt auch an eine Verankerung von Kapitalmarktwissen im Bildungssystem zu denken.

36) Vgl. hierzu Kiesewetter, M./Dietrich, D.: Direkte Aktieanlage oder Aktienfonds – Welchen Einfluss haben Steuern und Kosten auf die Anlageentscheidung? in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 2008.

Gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Ansatzpunkte

Wie bereits erwähnt wurde, ist das System der Altersvorsorge nicht die einzige Determinante, welche die in Abbildung 15 aufgezeigten Unterschiede in der Tiefe der Kapitalmärkte erklärt. In der akademischen Literatur hat sich unter dem Stichwort „Law and Finance“ ein breiter Literaturstrang entwickelt, in welchem vor allem der Zusammenhang zwischen Investorenschutz, Eigentümerstrukturen und Kapitalmarkttiefe diskutiert wird.[37] Grundsätzlich deuten diese Arbeiten darauf hin, dass ein stärkerer Investorenschutz, wie er typischerweise in den angelsächsischen Ländern zu finden ist, mit einer stärker atomisierten Eigentümerstruktur, tendenziell niedrigeren Kapitalkosten und größeren Kapitalmärkten einher geht. Der im deutschen Rechtssystem implementierte Investorenschutz wird in diesen Untersuchungen im internationalen Vergleich als eher mittelmäßig eingestuft. Dazu muss man sich vor Augen halten, dass trotz zahlreicher Reformmaßnahmen in den letzten zehn Jahren Investorenschutz hierzulande nach wie vor sehr stark als gesellschaftsrechtlich implementierter Minderheitenschutz ausgestaltet ist.

So besteht wohl der wichtigste Unterschied zwischen den angelsächsischen und den kontinentaleuropäischen Investorenschutzregelungen darin, dass die Durchsetzung von Haftungsansprüchen gegenüber Organmitgliedern in den zuerst genannten Ländern faktisch sehr viel häufiger greift. Zwar sind auch hierzulande erste Schritte in die richtige Richtung unternommen worden, nicht zuletzt etwa mit dem Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG).[38] Allerdings bleibt auch festzuhalten, dass die Klageanreize privater Investoren – und damit auch deren Kontrollfunktion gegenüber den Unternehmensverwaltungen – wesentlich geringer ausgeprägt sind als in den angelsächsischen Ländern. Dabei kann hier offen bleiben, ob das angelsächsische Modell tatsächlich ein Vorbild ist. Entscheidend ist lediglich, dass es seitens der Investoren sowohl Anreize zur Kontrolle des Managements als auch die richtigen Instrumente gibt, um diese effektiv durchzusetzen.

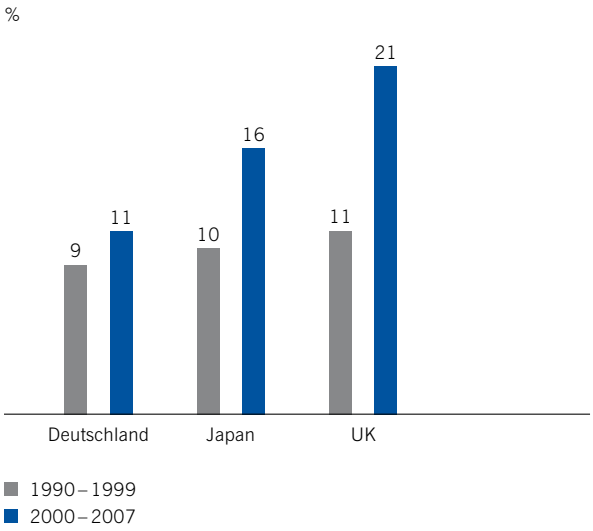
Nichtsdestotrotz ist der Trend hin zu einer Stärkung kapitalmarktrechtlicher Schutzinstrumente deutlich zu erkennen, wenn man einmal von den eher kontraproduktiven Regelungen des im Jahre 2008 verabschiedeten Risikobegrenzungsgesetzes absieht. Vorteilhaft ist diese Entwicklung insoweit, als sie zum einen Regelungstatbestände, die es allein aus Gründen des Investorenschutzes braucht, nicht gleichzeitig auf solche Aktiengesellschaften ausdehnt, bei denen es mangels einer Börsennotierung einen solchen Schutzbedarf gar nicht gibt. Zum anderen sollte man auch nicht übersehen, dass gesellschaftsrechtlich verankerter Investorenschutz missbrauchsanfällig ist. Ob solche Missbrauchsgefahren ein materiell relevantes Hindernis für eine Börsennotierung darstellen, ist nur schwer zu sagen. Dennoch würde eine weitere Stärkung kapitalmarktrechtlicher Investorenschutzregelungen die marktorienteren Mechanismen der Corporate Governance stärken und damit das Vertrauen der Investoren in den hiesigen Kapitalmarkt positiv beeinflussen.

37) Als Einstieg in diese äußerst umfangreiche Literatur sei hier auf La Porta, R. et al.: Investor Protection and Corporate Governance, in: Journal of Financial Economics 58, 2000, S. 1 – 25 und auf La Porta, R. et al.: Law and Finance, Journal of Political Economy 106, 1998, S. 1113 – 1155, verwiesen.
38) BGBl. Teil I Nr. 50 vom 4. August 2009, S. 2509 ff.

Vernachlässigung nicht organisierter Kapitalmärkte

Das im vorangegangenen Abschnitt beschriebene Faktum der fehlenden Tiefe der hiesigen Eigenkapitalmärkte ist eine der Wurzeln der immer noch vorhandenen Probleme in der Eigenkapitalversorgung der deutschen Industrie. Es ist zu betonen, dass gerade kleine und mittlere Unternehmen unter diesem Zustand besonders leiden, weil es für sie im Unterschied zu den großen Unternehmen sehr viel schwieriger ist, das notwendige Eigenkapital auf den internationalen Kapitalmärkten zu beschaffen. Einen einfachen Beleg zur Unterstützung dieser Behauptung findet man in den folgenden beiden Abbildungen. Abbildung 17 gibt für zwei Teilzeiträume an, wie hoch das aggregierte Emissionsvolumen bei Neuemissionen von kleinen und mittleren Unternehmen relativ zu den USA war. Dabei wurde festgelegt, dass solche Unternehmen als klein bzw. mittelgroß bezeichnet werden, deren Emissionsvolumen 250 Millionen US$ nicht überschreitet. Wie man sehen kann, gab es in Deutschland zwar ein relatives Wachstum in diesem KMU-Primärmarktsegment, jedoch war dieses relative Wachstum nicht so ausgeprägt wie in Großbritannien oder Japan.

Abb. 17: Aggregiertes Emissionsvolumen aller Neuemissionen bis zu einem Emissionsvolumen von 250 Mio. US$ von Unternehmen mit Sitz im jeweiligen Land in Prozent des aggregierten Emissionsvolumens aller Neuemissionen bis zu einem Emissionsvolumen von 250 Mio. US$ von Unternehmen mit Sitz in den USA



Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Wie Kaserer, C./Schiereck, D.[39] zeigen, ist es unwahrscheinlich, dass die Ursache dieses Befundes in Börsenstrukturen zu suchen ist, die für mittelständische und junge technologieorientierte Unternehmen im internationalen Vergleich nicht attraktiv wären. Vielmehr ist zu vermuten, dass dieser Befund – gerade im Vergleich zu Großbritannien – die Folge einer fehlenden Tiefe der nicht organisierten Kapitalmärkte, also insbesondere Private Equity, ist. Zwar gilt hier, dass diese fehlende Tiefe letztlich nur die Kehrseite der bereits dargelegten fehlenden Tiefe der organisierten Eigenkapitalmärkte ist[40], dennoch muss man für Deutschland konstatieren, dass trotz anders lautender Absichtserklärungen, die Förderung der nicht organisierten Kapitalmärkte beherzter in Angriff genommen werden muss als dies in der Vergangenheit geschehen ist.

Die institutionellen Defizite des Marktes für privates Beteiligungskapital haben Kaserer, C. et al.[41] ausführlich untersucht, so dass auf die dortigen Ausführungen verwiesen werden kann. An dieser Stelle seien nur einige wenige zentrale Punkte kurz erwähnt. So ist erstens festzuhalten, dass Deutschland insbesondere aufgrund von gewichtigen Rechtsunsicherheiten im steuerlichen Bereich als Fondsstandort im internationalen Vergleich nicht attraktiv ist. In diesem Zusammenhang ist erstens das Stichwort der sogenannten steuerlichen Transparenz zu erwähnen. Damit ist gemeint, dass ein Investor bei einem Direktinvestment in eine deutsche Kapitalgesellschaft nicht anders behandelt werden sollte, als wenn er indirekt über eine Private Equity-Gesellschaft investiert. Dies heißt insbesondere aus der Sicht ausländischer Investoren die Durchsetzung des Wohnsitzlandprinzips, d.h. die Besteuerung der dabei erzielten Einkünfte als Einkünfte aus Kapitalvermögen und damit die steuerliche Zuordnung dieser Erträge zum Wohnsitzland des Investors.[42] Zwar gibt es hierzu einen BMF-Erlass aus dem Jahr 2003, doch sind die dort geregelten Voraussetzungen, unter welchen ein Private Equity-Fonds als vermögensverwaltend anerkannt wird, was wiederum Voraussetzung für die Durchsetzbarkeit der Besteuerung nach dem Wohnsitzlandprinzip ist, mit erheblichen Rechtsunsicherheiten verbunden. Da die Auflegung des Fonds als Unternehmensbeteiligungsgesellschaft nach dem Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG) dieses steuerliche Problem ebenfalls nicht löst und der Weg über eine Kapitalgesellschaft – oder gar eine Investmentgesellschaft nach dem Investmentgesetz (InvG) – aus gesellschaftsrechtlichen Gründen nicht in Frage kommt, bleibt dieses zentrale Problem trotz erster gesetzlicher Maßnahmen – auf die weiter unten noch eingegangen wird – bis heute ungelöst.

Zweitens gehört zu diesem steuerlichen Thema auch die Frage der umsatzsteuerlichen Behandlung der sogenannten Management-Fee. Wegen der häufig fehlenden Vorsteuerverrechnungsmöglichkeiten des Fonds selbst würde nämlich die Einordnung der von der Management-Gesellschaft vereinnahmten Management-Fee als umsatzsteuerbarer Vorgang zu einer echten zusätzlichen Kostenbelastung führen. Da praktisch alle anderen europäischen Fondsstandorte sicherstellen, dass eine solche Umatzsteuerbelastung nicht eintritt, kommt es hier potentiell zu

39) Vgl. Kaserer, C./Schiereck, D.: Primary Market Activity and the Cost of Going and Being Public, 2008, verfügbar auf www.cefs.de. und www.deutsche-boerse.com

40) Setzt man das von Private Equity-Gesellschaften verwaltete Vermögen in Relation zur Börsenkapitalisierung, so liegt Deutschland im europäischen Vergleich durchaus im vorderen Mittelfeld. Vgl. hierzu Kaserer, C. et al.: Private Equity in Deutschland – Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen, Norderstedt, 2007.

41) Vgl. Kaserer, C. et al.: Private Equity in Deutschland – Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen, Norderstedt, 2007.

42) Da viele Limited Partners von Private Equity-Gesellschaften in ihrem Wohnsitzland steuerbefreit sind, wie z.B. Pensionsfonds oder auch Lebensversicherungen, ist die Durchsetzbarkeit dieses Prinzips von elementarer Bedeutung.

einem echten Wettbewerbsnachteil. Bis heute ist dieses Problem – trotz gegenteilig lautender politischer Zusicherungen – nicht befriedigend gelöst, weshalb die bestehende Rechtsunsicherheit tendenziell zu einer Abwanderung von Fonds und ihren Managementteams führt. Demgegenüber kann die steuerliche Behandlung des Carried Interest als im internationalen Vergleich angemessen eingestuft werden.

An dieser Problematik ändert auch das im Jahre 2008 in Kraft getretene Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG) nichts, wenngleich dort zumindest eine Regelung zur steuerlichen Transparenz vorgesehen ist. Da dieses Gesetz aber derart restriktiv formuliert wurde, dass es nur für die allerwenigsten Private Equity-Gesellschaften interessant sein könnte, gibt es an dieser Stelle faktisch keine Verbesserung.[43] Zudem steht die Anwendung dieses Gesetzes ohnehin in Frage, weil die EU-Kommission ein beihilferechtliches Hauptprüfungsverfahren eingeleitet hat. Insgesamt muss man feststellen, dass hiermit eine Chance verspielt wurde, attraktive und zuverlässige Rahmenbedingungen für Private Equity in Deutschland zu schaffen. Insoweit mangelt es in Deutschland weiterhin an der Verfügbarkeit vorbörslicher Finanzierungsangebote, insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen. Diese Unternehmen sind von der mangelnden Attraktivität Deutschlands als Standort für Private Equity-Managementgesellschaften deshalb besonders betroffen, weil für sie eine Finanzierung durch im angelsächsischen Ausland ansässige Private Equity-Fonds aus vielfältigen Gründen nicht in Frage kommt.[44] Da der deutsche Gesetzgeber aufgrund einer zu erwartenden EU-Richtlinie betreffend die Regulierung von alternativen Investmentfonds unter Handlungsdruck geraten wird, steht zu hoffen, dass diese Chance genutzt wird, um die Entwicklung eines vitaleren vorbörslichen Marktes für Eigenkapitalfinanzierungen zu befördern.[45]

43) Für eine ausführliche Kritik dieses Gesetzesvorhabens vgl. Kaserer C./Achleitner, A.-K.: Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG), in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 19, 2007, S. 513 – 516.

44) Wie Achleitner, A.-K. et al.: Patterns in Spatial Proximity between Venture Capital Investors and Investees in Germany – An Empirical Analysis, CEFS Working Paper Nr. 6, 2009, verfügbar unter: www.cefs.de, zeigen, hat geographische Nähe einen erheblichen Einfluss auf das Zustandekommen von Frühphasenfinanzierungen. In die gleiche Richtung weisende Befunde für den Private Equity-Bereich insgesamt finden sich in Cumming, D./Johan, S.: Provincial Preferences in Private Equity, in: Financial Market Research 20, 2006, S. 369 – 398. Insoweit könnte man auch bei Private Equity-Finanzierungen von einem Home Bias sprechen.

45) Dabei soll nicht in Abrede gestellt werden, dass die öffentliche Hand eine ganze Reihe von eigenkapitalähnlichen Förderinstrumenten anbietet. Die Effektivität dieser Maßnahmen, insbesondere wegen des Vielklangs von Maßnahmen auf den verschiedenen staatlichen Ebenen, wäre aber durchaus zu hinterfragen.

Zusammenfassend kann man also festhalten:

- Mit der Unternehmensteuerreform wurde ein klassisches Doppelbesteuerungssystem eingeführt, welches zu einer massiven steuerlichen Diskriminierung von Eigenkapitaleinkünften im Vergleich zu Fremdkapitaleinkünften geführt hat. Diese Diskriminierung wird sich vor allem bei kleinen und mittleren Unternehmen mangels direkten Zugangs zu den internationalen Kapitalmärkten bemerkbar machen.

- Obwohl es in vielen Ländern ähnlich diskriminierende Doppelbesteuerungssysteme gibt, hat man dort insoweit reagiert, als die Besteuerung von Dividenden und/oder Kursgewinnen auf der Investorenebene im Vergleich zur Besteuerung von Zinseinkünften reduziert wurde. Eine ähnliche „positive“ Diskriminierung gab es in Deutschland während der Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens. Sofern man das System der Besteuerung von Kapitaleinkünften nicht grundlegend reformiert, wäre zumindest im Sinne einer Reduzierung der Diskriminierung der Eigenkapitalbeschaffung über die Wiedereinführung einer solchen „Begünstigung“, etwa durch einen gespaltenen Abgeltungssteuersatz, nachzudenken.

- Zu erwähnen ist in diesem Zusammenhang auch, dass in anderen Ländern, etwa in Frankreich und in Großbritannien, die Bereitstellung von Eigenkapital für nicht börsennotierte Unternehmen durch unterschiedliche Konstruktionen steuerlich begünstigt wird. In Großbritannien können selbst Unternehmen, die am AIM notiert sind, von diesen Regelungen profitieren. In Deutschland gibt es eine solche steuerliche Begünstigung nicht.

- Hinzu kommt, dass auch die gesellschafts- und steuerrechtlichen Regelungen in Deutschland nicht dazu beitragen, einen aktiven Markt für privates Beteiligungskapital zu entwickeln. Trotz der hervorragenden industriellen Basis, insbesondere im Mittelstand, spielt Deutschland als Standort für Managementgesellschaften von privaten Beteiligungsfonds im internationalen Vergleich kaum eine Rolle. Dies muss durch die Schaffung zuverlässiger und attraktiver Rahmenbedingungen dringend geändert werden.

- Auch die organisierten Märkte für Eigenkapital sind in Deutschland gemessen an der Größe der Volkswirtschaft eher klein. Hierfür gibt es unterschiedliche Ursachen, wenngleich das System einer umlagefinanzierten Altersvorsorge zu den wichtigsten Faktoren zählen dürfte. Nicht zuletzt aufgrund der demographischen Entwicklung ist ein klarer Trend hin zu einer zunehmenden Bedeutung der privaten Altersvorsorge zu erkennen. Damit einher geht auch ein Wachstum der Kapitalmärkte. Obwohl der Gesetzgeber mit dem Altersvorsorgegesetz hier eine im Prinzip richtige Weichenstellung vollzogen hat, ist über weitere Maßnahmen nachzudenken. Insbesondere sollte die mit diesem Gesetz verbundene „Monopolisierung“ der Kapitalanlage durch Finanzintermediäre zumindest teilweise rückgängig gemacht werden.

- Schließlich ist der vom Gesetzgeber eingeschlagene Weg zur Schaffung transparenter und am Investorenschutz ausgerichteter Kapitalmärkte weiter zu verfolgen. Allerdings sollte darüber nachgedacht werden, inwieweit Investorenschutz anstatt durch gesellschaftsrechtliche Maßnahmen nicht eher durch kapitalmarktrechtliche Instrumente realisiert werden kann. In diesem Zusammenhang ist insbesondere über die Ausgestaltung von Klageanreizen sowie die Effektivität der Durchsetzbarkeit von Haftungsansprüchen nachzudenken.

3. Bestandsaufnahme: Aktuelle Finanzierungssituation

3.1 Einsatz Finanzierungsmittel

Wie finanzieren sich die deutschen Unternehmen? Laut einer aktuellen Umfrage von Ernst & Young im Juli 2009[46] stellt die Innenfinanzierung aus einbehaltenen Gewinnen, Abschreibungen und Rücklagen derzeit die mit Abstand bedeutsamste Finanzierungsquelle dar. Erst danach folgen Leasing- und Darlehensfinanzierungen sowie Finanzierungen aus Gesellschaftereinlagen und öffentlichen Förderprogrammen.

Im Zeitvergleich zeigt sich dabei eine hohe Konstanz der wesentlichen eingesetzten Finanzierungsformen. Schon in einer ähnlichen Umfrage von Ernst & Young vom Jahr 2004 belegten die genannten Instrumente die ersten sechs Plätze.[47] Vergleicht man die Einsatzquoten von damals mit heute, sind folgende Auffälligkeiten festzustellen:

- Mit Ausnahme des weitgehend konstant gebliebenen Leasings haben alle wesentlichen Finanzierungsinstrumente etwas an Bedeutung verloren. So wurden beispielsweise Darlehensfinanzierungen in 2004 von ca. 62 Prozent der befragten Unternehmen eingesetzt, aktuell sind es nur noch rund 48 Prozent.

- Betrachtet man die Finanzierungsformen mit Einsatzquoten unter 20 Prozent, so ist eine wesentliche Zunahme ihrer Bedeutung festzustellen. Dies bedeutet nicht mehr und nicht weniger, als dass der deutsche Mittelstand seine Finanzierungsquellen deutlich diversifiziert hat. So wurde Factoring in 2004 von 8,5 Prozent der befragten Firmen eingesetzt; aktuell sind es knapp 12 Prozent. Auch ausgewiesen eigenkapitalverstärkende Finanzierungsformen haben klar an Einfluss gewonnen:
  - Die Nutzung von Beteiligungskapital bzw. Kapital von strategischen Investoren stieg bei den befragten Unternehmen in den letzten Jahren von 3,8 Prozent auf 13,8 Prozent an.
  - Aktuell nutzen 7,2 Prozent der befragten Unternehmen Genussrechte (in der Mehrheit wohl Mezzanine-Kapital), während es vor fünf Jahren lediglich 0,9 Prozent waren.

Die Unternehmen wurden von Ernst & Young aber nicht nur über den aktuellen Einsatz, sondern auch über den zukünftig geplanten Einsatz von Finanzierungsformen befragt. Die wesentlichen Ergebnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

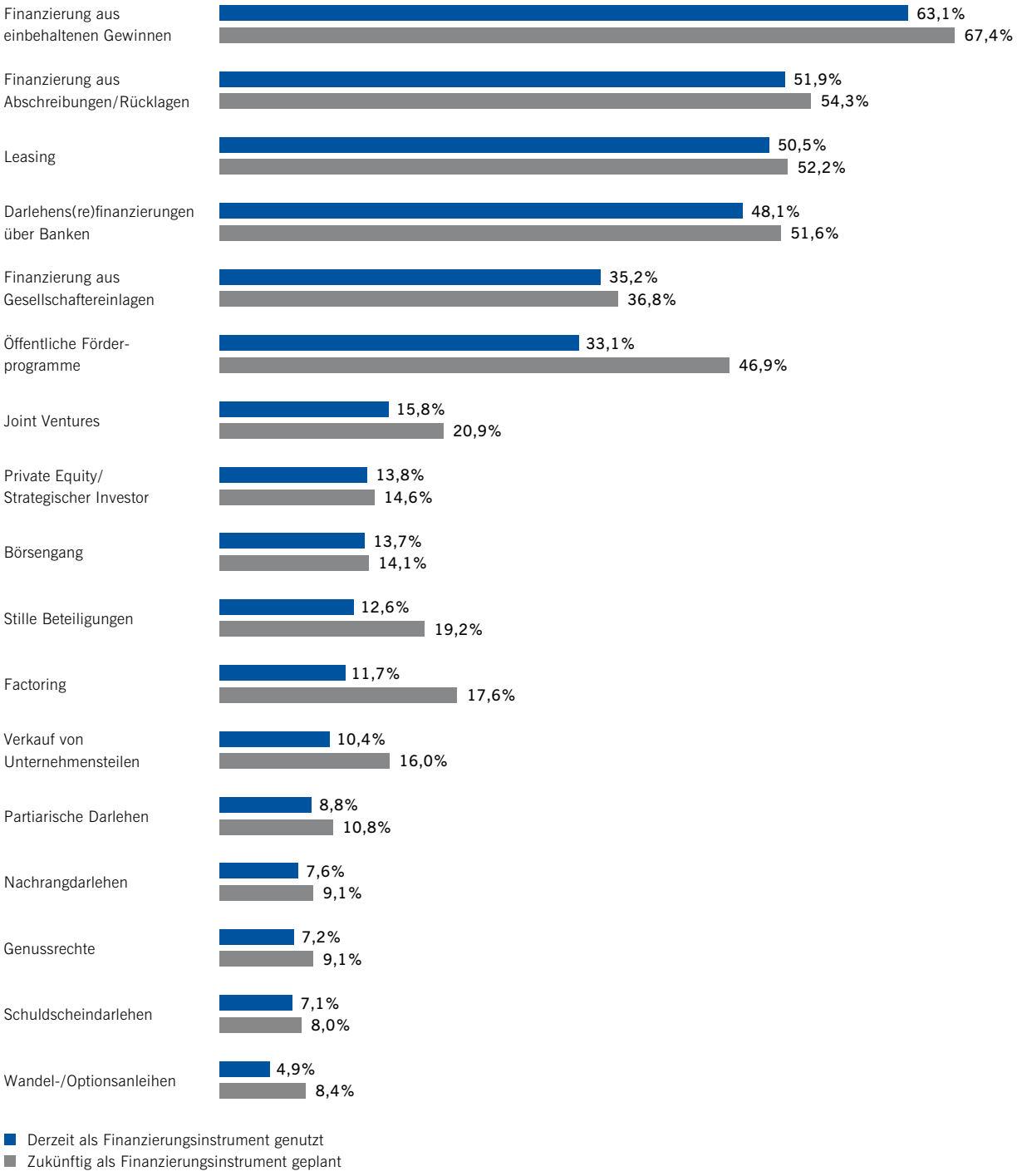
- Keines der zur Auswahl angebotenen Finanzierungsinstrumente wird zukünftig grundlegend an Bedeutung verlieren. Dies könnte angesichts der aktuellen Wirtschaftskrise und der eher restriktiven Vergabe von Finanzierungsmitteln dahingehend interpretiert werden, dass sich die Unternehmen derzeit eher einem „Verkäufermarkt“ gegenübersehen und versuchen, alle Finanzierungsoptionen nach Möglichkeit auszuschöpfen.

- Unter den wesentlichen Finanzierungsquellen gewinnt für die befragten Unternehmen alleine das Instrument der öffentlichen Förderprogramme deutlich an Bedeutung. Während derzeit nur gut ein Drittel der befragten Unternehmen entsprechende Programme, beispielsweise der KfW, in Anspruch nehmen, planen fast die Hälfte der Unternehmen, dies in Zukunft zu tun.

- Unter den alternativen Finanzierungsformen gewinnen mit erwarteten Wachstumsraten von 50 Prozent und mehr bezogen auf ihren aktuellen Einsatz, vor allem Factoring, stille Beteiligungen, Wandel- und Optionsanleihen sowie der Verkauf von Unternehmensteilen an Bedeutung.

46) Vgl. Ernst & Young: Mittelstandsbarometer Update Sommer 2009.
47) Vgl. Ernst & Young: Wege zum Wachstum, 2005.

Abb. 18: Eingesetzte Finanzierungsmittel
Welche Finanzierungsmittel planen Sie, zukünftig einzusetzen?
Welche Finanzierungsmittel setzen Sie bzw. Ihr Unternehmen derzeit ein?



Quelle: Ernst & Young: Mittelstandsbarometer Update Sommer 2009

3.2 Eigenkapitalquoten im Mittelstand

In Einklang mit dem weiter oben beschriebenen Trend zur stärkeren Eigenkapitalfinanzierung kann man zeigen, dass der deutsche Mittelstand seine Eigenkapitalausstattung in den letzten Jahren deutlich verbessert hat. Gleichzeitig hinkt er aber in diesem Punkt im internationalen Vergleich weiterhin hinterher. Interessant dabei ist, dass insbesondere die kleinen und mittleren Unternehmen ihre Eigenkapitalbasis gestärkt haben.

Im Folgenden werden mittelständische Unternehmen zunächst mit nicht börsennotierten Unternehmen gleichgesetzt. Um der häufig verwendeten Mittelstandsdefinition der EU-Kommission Rechnung zu tragen,[48] werden die Auswertungen auch getrennt nach kleinen und mittleren Unternehmen dargestellt. Dabei gilt, dass ein Unternehmen klein ist, wenn es einen Umsatz von weniger als 10 Millionen € aufweist, hingegen gilt es als ein mittleres Unternehmen, wenn es einen Umsatz zwischen 10 und 50 Millionen € aufweist.

Langfristig steigende Eigenkapitalquoten im Mittelstand ...

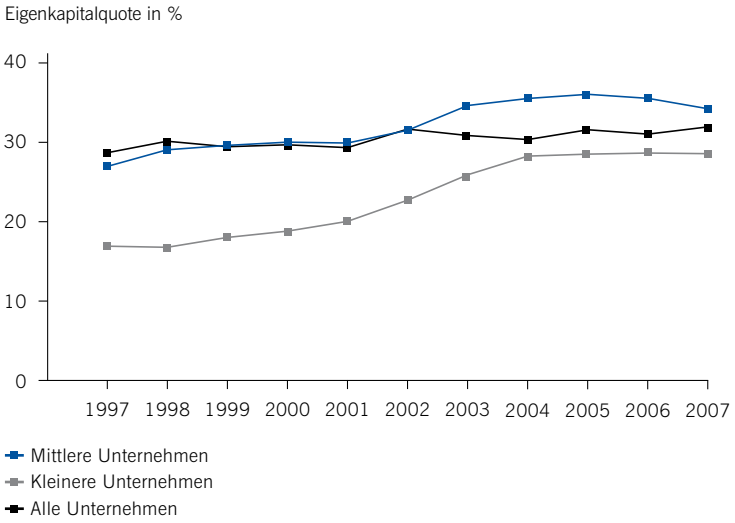
Die deutschen Unternehmen haben in den letzten Jahren ihre Eigenkapitalausstattung erhöht, wie man in Abbildung 19 erkennen kann. Während 1997 die durchschnittliche Eigenkapitalquote etwa 29 Prozent betrug, stieg diese bis 2002 auf ca. 32 Prozent und verharrte schließlich auf diesem Level. Eine Analyse nach Größenklassen zeigt, dass insbesondere die kleinen und mittleren Unternehmen ihre Eigenkapitalausstattung in den letzten Jahren deutlich erhöht haben. So konnten mittelständische Unternehmen ihre Eigenkapitalquote von rund 27 Prozent im Jahr 1997 auf ca. 35 Prozent im Jahr 2007 erhöhen. Kleine Unternehmen konnten in diesem Zeitraum ihre Eigenkapitalquote sogar von 17 Prozent auf 29 Prozent erhöhen. Diese Entwicklung führte insbesondere zu einer Reduzierung des *Größeneffekts der Eigenkapitalquote:* 1997 hatten kleine Unternehmen durchschnittlich nur 17 Prozent Eigenkapital in der Bilanz stehen und damit 13 Prozentpunkte weniger als große Unternehmen. Bis 2007 reduzierte sich diese Differenz auf weniger als 3 Prozentpunkte. Dabei ist der Hinweis interessant, dass dieser Größeneffekt bei den börsennotierten Unternehmen genau in die gegenteilige Richtung wirkt. In Abbildung 28 wird gezeigt, dass bei börsennotierten Unternehmen die Unternehmensgröße mit sinkenden Eigenkapitalquoten einhergeht. Insofern mag der hier gezeigte Befund auch darauf hindeuten, dass bei nicht börsennotierten Unternehmen Finanzierungsrestriktionen wirken. Diese sind möglicherweise umso deutlicher zu spüren, je kleiner die Unternehmen sind. Hierauf wird später noch eingegangen werden.

... aber dennoch hinkt die Eigenkapitalausstattung im internationalen Vergleich hinterher

Obgleich damit in den letzten Jahren eine Verbesserung der Eigenkapitalausstattung deutscher Unternehmen zu beobachten ist, ist diese im europäischen Vergleich immer noch unterdurchschnittlich, wie Abbildung 20 exemplarisch für das Jahr 2005 zeigt: Gemessen über alle Unternehmen weisen deutsche Unternehmen eine Eigenkapitalquote von 31 Prozent auf. Demgegenüber weisen Unternehmen aus Finnland, Spanien, Portugal, Belgien und Polen eine um rund ein Drittel höhere Eigenkapitalquote auf. Dieses Bild setzt sich bei einer Analyse der mittelständischen Unternehmen fort: Während mittelgroße deutsche Unternehmen auf eine Eigenkapitalquote von durchschnittlich 32 Prozent kommen, weisen deren Wettbewerber in Österreich, Spanien, Polen und Belgien im Durchschnitt eine Eigenkapitalquote von teilweise deutlich über 40 Prozent auf. Zwar mögen diese Ergebnisse durch unterschiedliche nationale Bilanzierungsregeln beeinflusst sein, allerdings sollte bei einem Vergleich kontinentaleuropäischer Länder dieser Einfluss nicht übermäßig hoch sein.

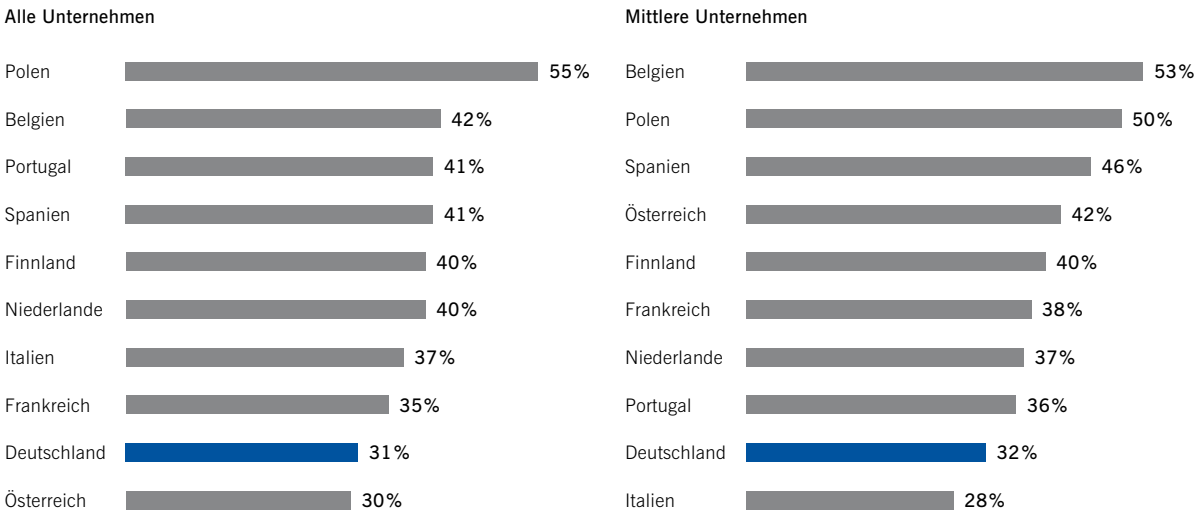
48) Vgl. Empfehlung 2003/361/EWG, ABL L 124 vom 20. Mai 2003, S. 36.

Abb. 19: Eigenkapitalquoten deutscher Unternehmen im Zeitablauf



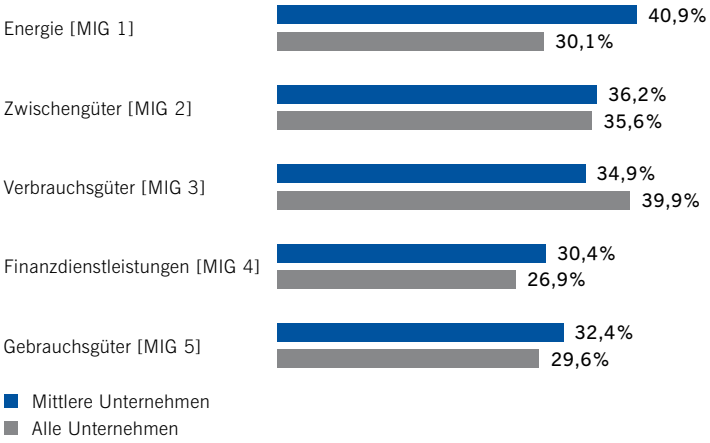
Quelle: BACH Datenbank, Berechnungen der TU München

Abb. 20: Eigenkapitalquoten europäischer Unternehmen im Jahr 2005



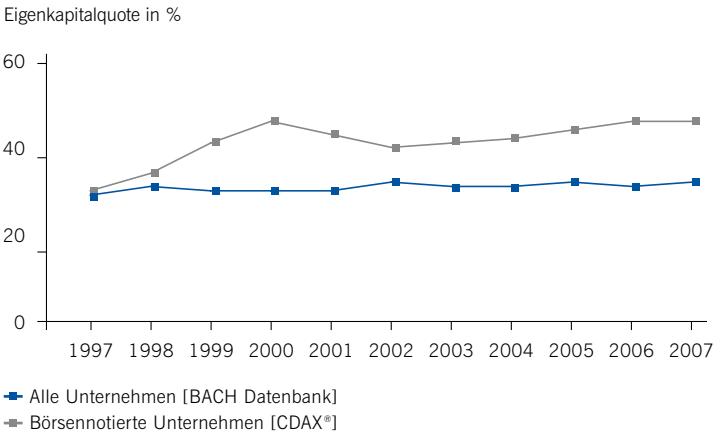
Hinweis: Berücksichtigung finden alle für 2005 in der BACH Datenbank verzeichneten europäischen Unternehmen mit NACE-Klassifikation A-H und I; mittlere Unternehmen weisen einen Umsatz zwischen 10 und 50 Mio. € jährlich auf. Eigenkapitalquoten basieren auf Bilanzzahlen, dargestellt werden Mittelwerte.
Quelle: BACH Datenbank, Berechnungen der TU München

Abb. 21: Eigenkapitalquoten deutscher Unternehmen im Jahr 2007



Hinweis: Berücksichtigung finden alle für 2007 in der BACH Datenbank verzeichneten deutschen Unternehmen entsprechend der MIG-Klassifikation;
mittlere Unternehmen weisen einen Umsatz zwischen 10 und 50 Mio. € jährlich auf.
Eigenkapitalquoten basieren auf Bilanzzahlen, dargestellt werden Mittelwerte.
Quelle: BACH Datenbank, Berechnungen der TU München

Abb. 22: Eigenkapitalquoten börsennotierter und nicht börsennotierter Unternehmen im Zeitablauf



Quelle: BACH Datenbank, Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Branchenspezifische Unterschiede in den Eigenkapitalquoten sind eher gering ...

Während sich damit eine substantielle Heterogenität im europäischen Ländervergleich zeigt, findet sich eine deutlich niedrigere Variabilität der Eigenkapitalquote bei einem Vergleich deutscher mittelständischer Unternehmen anhand ihrer Branchenzugehörigkeit. Betrachtet man Abbildung 21, so fällt zunächst auf, dass bei den mittelständischen Unternehmen die Finanzdienstleister die niedrigsten, die dem Energiesektor zuzurechnenden Unternehmen die höchsten Eigenkapitalquoten aufweisen. In beiden Fällen handelt es sich um regulierte Industrien. Konzentriert man sich dementsprechend auf die verbleibenden drei Industrieklassen und erinnert sich, dass die durchschnittliche Eigenkapitalquote mittelständischer Unternehmen im Jahre 2007 rund 35 Prozent betrug, dann wird deutlich, dass in den klassischen Industrien die Eigenkapitalquoten der mittelständischen Unternehmen sehr ähnlich sind.

.... börsennotierte Unternehmen haben aber höhere Eigenkapitalquoten als nicht börsennotierte Unternehmen

Vergleicht man schließlich noch die nicht börsennotierten Unternehmen mit den börsennotierten, so zeigt sich nicht ganz überraschend, dass erstere geringere Eigenkapitalquoten aufweisen als letztere. Wie ein Blick auf Abbildung 22 zeigt, scheint diese Differenz während des Börsenaufschwungs zuzunehmen, während sie sich im Börsenabschwung etwas reduziert. Weiterhin ist zu beachten, dass der in Abbildung 22 dargestellte Unterschied auch bei einem größenbereinigten Vergleich bestehen bleibt.

Natürlich ist es schwierig die genauen Gründe für diese Unterschiede in der Eigenkapitalausstattung zu identifizieren. Zu vermuten ist allerdings, dass die börsennotierten Unternehmen den erleichterten Zugang zu Eigenkapital bewusst nutzen, um einerseits Wachstumschancen und Investitionsmöglichkeiten zu nutzen und andererseits um ihre finanzierungspolitischen Entscheidungen mit ihrer geschäftspolitischen Strategie in Einklang zu bringen. Für den zuerst genannten Punkt spricht allein schon die Tatsache, dass die Unternehmen Aufschwungphasen gezielt für die Aufnahme frischen Kapitals nutzen. Dagegen könnte man allenfalls einwenden, dass die Unternehmen mit diesem Verhalten möglicherweise nur temporäre Überbewertungen am Aktienmarkt ausnutzen.

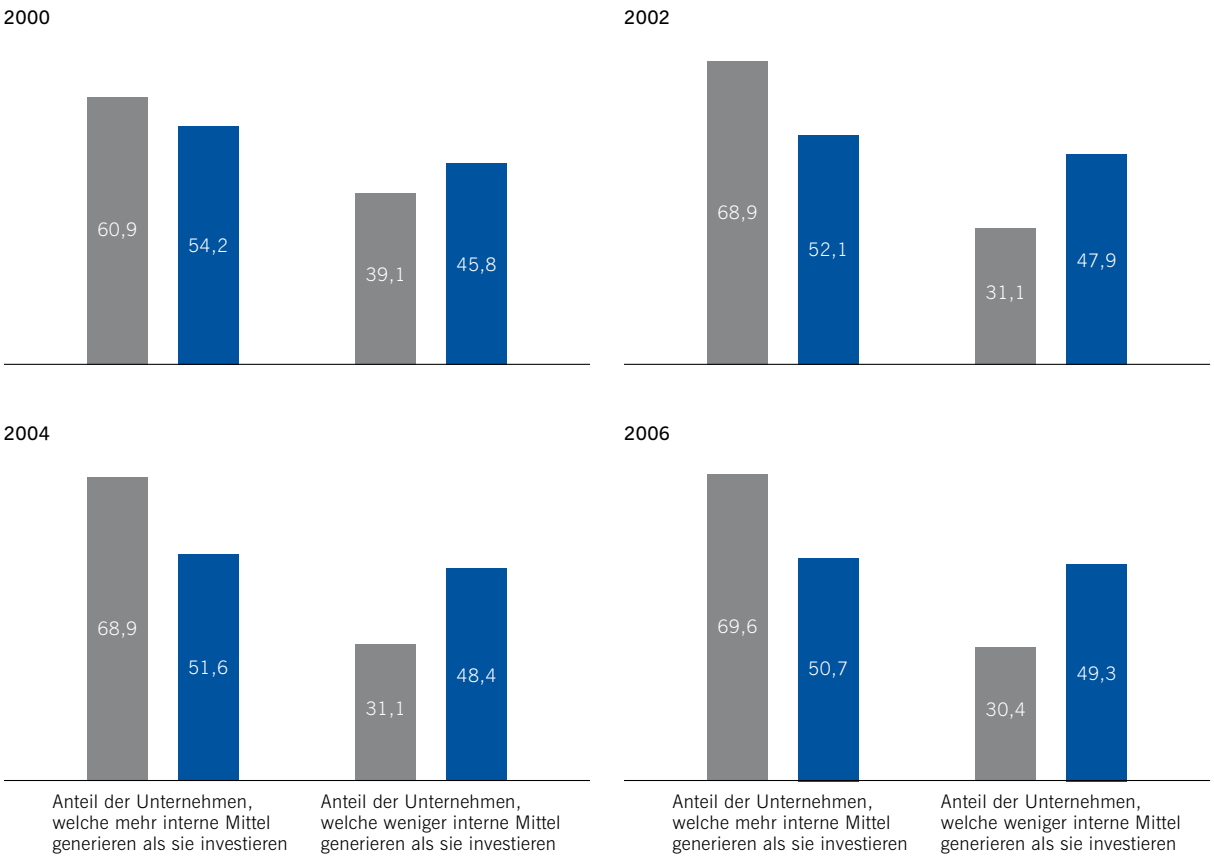
Börsennotierte Unternehmen scheinen weniger unter Finanzierungsrestriktionen zu leiden

Daher ist in diesem Zusammenhang ein zweiter Befund interessant, welcher darauf hindeutet, dass börsennotierte Unternehmen bei ihren Investitionsentscheidungen weniger durch Finanzierungsrestriktionen beeinflusst werden als nicht börsennotierte Unternehmen. Hierzu muss man sich vor Augen halten, dass Unternehmen Investitionen entweder durch intern generierte oder durch extern beschaffte Finanzmittel finanzieren können. Stehen externe Mittel trotz wertsteigernder Investitionsalternativen nur in beschränktem Maße zur Verfügung, liegt eine Finanzierungsrestriktion vor. Es ist offensichtlich, dass solche Finanzierungsrestriktionen ein Investitions- und damit auch ein Innovationshemmnis darstellen können.

Die Vermutung liegt nun nahe, dass eine Börsennotierung durch einen verbesserten Zugang zu Eigenkapital Finanzierungsrestriktionen im Bereich des Eigenkapitals lockern kann. Entsprechend müsste man beobachten, dass börsennotierte Unternehmen häufiger in der Lage sind, ein Finanzierungsdefizit über externe Kapitalbeschaffung auszugleichen. Diese Vermutung wird durch Abbildung 23 bestätigt. So zeigt sich bei den börsennotierten Unternehmen, dass der Anteil jener Unternehmen, die in der Lage sind Investitionen durchzuführen, welche mehr Mittel in Anspruch nehmen als man in der jeweiligen Periode durch operative Tätigkeiten generiert hat, bei knapp unter 50 Prozent liegt. Hingegen liegt dieser Prozentsatz bei den nicht börsennotierten Unternehmen bei ziemlich genau 40 Prozent.

Abb. 23: Operative Cashflows und Investitionsverhalten von Unternehmen

Anteil der Unternehmen in %



Hinweis: Berücksichtigung finden alle in der AMADEUS Datenbank für die Jahre 2000, 2002, 2004 bzw. 2006 geführten deutschen Unternehmen; operative Cashflows berechnen sich als operatives Ergebnis plus Abschreibungen zuzüglich der Veränderung des Nettoumlaufvermögens der jeweiligen Periode, Investitionen als Veränderung des Sachanlagevermögens plus Abschreibungen der jeweiligen Periode.
Quelle: AMADEUS Datenbank, Berechnungen der TU München

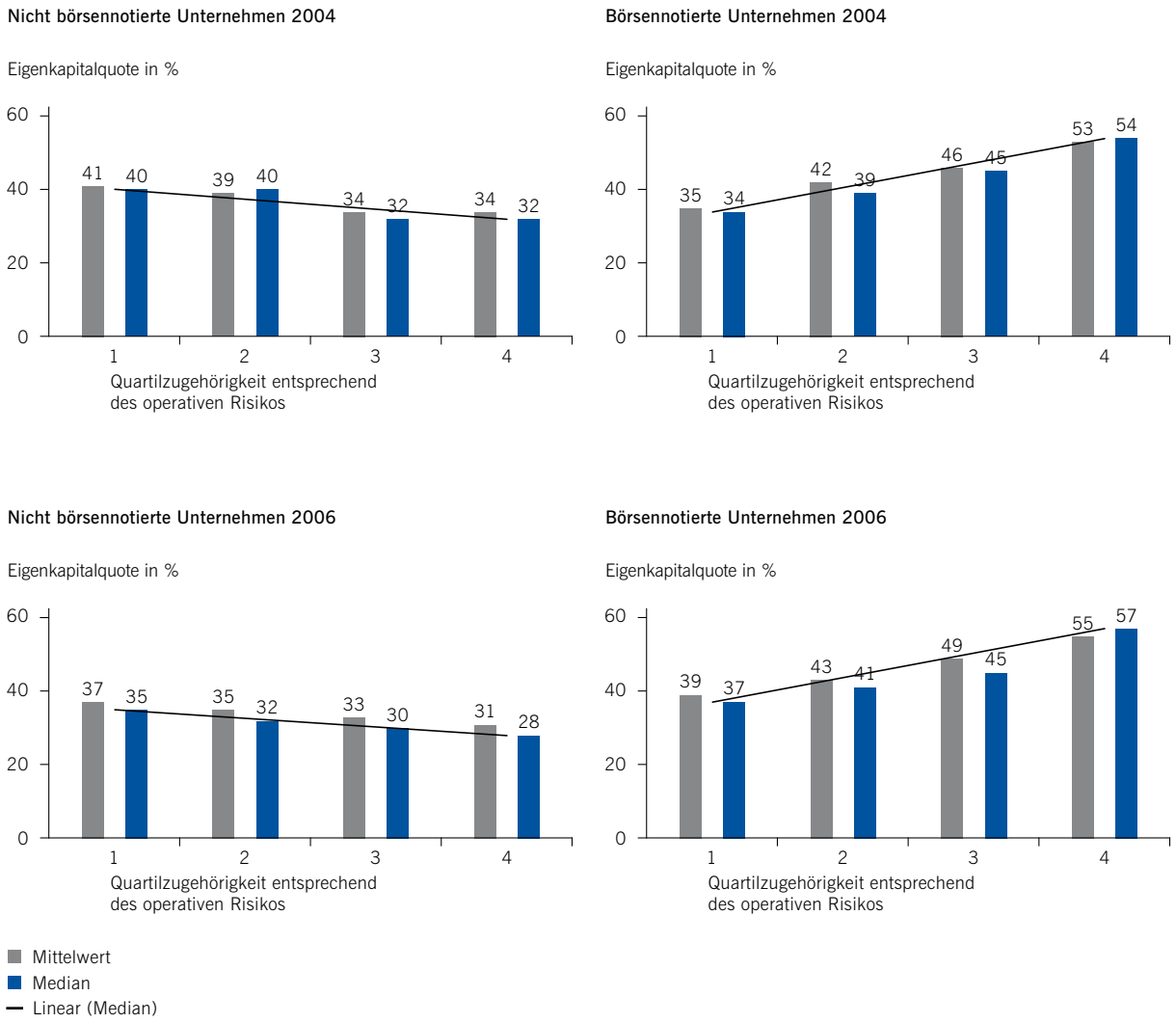
Unternehmen mit höheren operativen Risiken haben höhere Eigenkapitalquoten

Als ein zweiter zentraler Punkt bei der Entscheidung über Eigenkapitalbeschaffungsmaßnahmen wurde weiter oben erwähnt, dass die Unternehmen ihre geschäftspolitischen Risken im Auge haben müssen. Einer der wichtigsten Punkte ist in diesem Zusammenhang die Tatsache, dass Eigenkapital einen Schutz vor Insolvenz und damit vor einem Verlust der Eigentumsrechte am Unternehmen darstellt. Dieser *Stoßdämpfereffekt* ist umso wichtiger, je riskanter das operative Geschäft des Unternehmens ist. Dementsprechend sollten Unternehmen, welche auf volatilen Märkten tätig sind und/oder ein riskantes Investitionsportfolio besitzen, relativ höhere Eigenkapitalquoten aufweisen. Dieser Effekt wird dadurch verstärkt, dass Fremdkapitalgeber in solchen Fällen zurückhaltend sind, weil es für sie schwierig ist, sowohl die Risken richtig einzuschätzen als auch sich diese in angemessener Form abgelten zu lassen.

Die nachfolgende Abbildung 24 untersucht diesen Zusammenhang und unterscheidet dabei zwischen nicht börsennotierten und börsennotierten Unternehmen. Für letztere kann der vermutete Zusammenhang zwischen operativem Risiko – gemessen als Volatilität der Gesamtkapitalrendite – und Eigenkapitalquote klar belegt werden. Die mediane Eigenkapitalquote des obersten Risikoquartils liegt um 20 Prozentpunkte höher als die mediane Eigenkapitalquote des untersten Risikoquartils.

Gleichzeitig kann dieser theoretisch zu erwartende Befund für die Gruppe der nicht börsennotierten Unternehmen nicht bestätigt werden. Hier ist im Gegenteil ein negativer Zusammenhang zwischen operativem Risiko und Eigenkapitalquote feststellbar. Wenngleich es vielfältige Erklärungen hierfür geben mag, ist doch zu vermuten, dass Unternehmen, denen mangels Börsennotierung ein flexibler Zugang zum Kapitalmarkt fehlt, nicht in der Lage sind, ihre Kapitalstrukturentscheidungen mit ihrem operativen Risiko zu synchronisieren. Letztlich deutet auch dieser Befund auf bestehende Finanzierungsrestriktionen hin.

Abb. 24: Zusammenhang zwischen operativem Risiko und Eigenkapitalquote



Hinweis: Operatives Risiko wird gemessen als die Standardabweichung der Gesamtkapitalrendite (EBITDA normiert über die Bilanzsumme) über 5 Jahre; Eigenkapitalquoten basieren auf Bilanzzahlen.
Quelle: AMADEUS Datenbank, Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Zusammenfassend kann man also festhalten:

- Die deutschen Unternehmen haben in den letzten Jahren ihre Eigenkapitalausstattung erhöht. Während 1997 die durchschnittliche Eigenkapitalquote etwa 29 Prozent betrug, stieg diese bis 2002 auf ca. 32 Prozent und verharrte seitdem etwa auf diesem Niveau.

- Demgegenüber weisen Unternehmen aus Finnland, Spanien, Portugal, Belgien und Polen eine um rund ein Drittel höhere Eigenkapitalquote auf. Dieses Bild setzt sich bei einer Analyse der mittelständischen Unternehmen fort: Während mittelgroße deutsche Unternehmen auf eine Eigenkapitalquote von durchschnittlich 32 Prozent kommen, weisen deren Wettbewerber in Österreich, Spanien, Polen und Belgien im Durchschnitt eine Eigenkapitalquote von teilweise deutlich über 40 Prozent auf.

- Vergleicht man schließlich noch die nicht börsennotierten Unternehmen mit den börsennotierten, so zeigt sich nicht ganz überraschend, dass erstere geringere Eigenkapitalquoten aufweisen als letztere. Dabei ist es eher unwahrscheinlich, dass hierfür lediglich ein Größenunterschied verantwortlich ist.

- Börsennotierte Unternehmen scheinen tendenziell geringeren Finanzierungsrestriktionen zu unterliegen als nicht börsennotierte Unternehmen. So zeigt sich bei ersteren, dass der Anteil jener Unternehmen, die in der Lage sind Investitionen durchzuführen, welche mehr Mittel in Anspruch nehmen als man in der jeweiligen Periode durch operative Tätigkeiten generiert hat, bei knapp unter 50 Prozent liegt. Hingegen liegt dieser Prozentsatz bei den nicht börsennotierten Unternehmen bei ziemlich genau 40 Prozent.

- Gleichzeitig zeigt sich, dass bei börsennotierten Unternehmen ein steigendes operatives Risiko mit steigenden Eigenkapitalquoten einhergeht. Dieser auch theoretisch zu erwartende Befund kann bei den nicht börsennotierten Unternehmen nicht gefunden werden. Dies ist ein zusätzlicher Hinweis darauf, dass bei diesen Unternehmen Finanzierungsrestriktionen wirken.

3.3 Eigenkapitalquoten bei börsennotierten Unternehmen

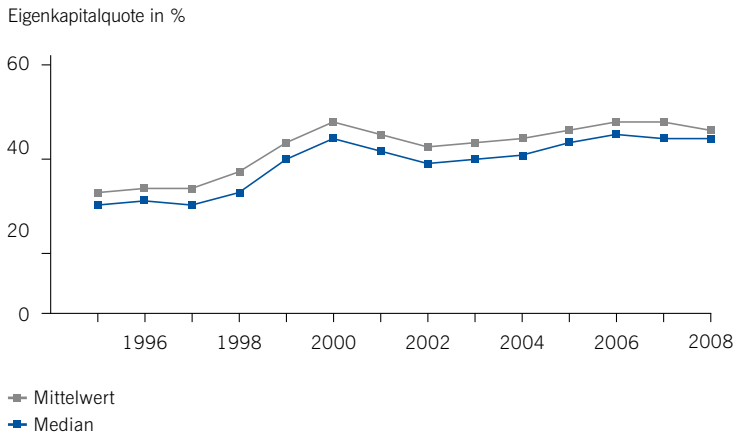
Die bilanzielle Eigenkapitalquote deutscher börsennotierter Unternehmen verharrte in den letzten Jahren relativ stabil bei etwa 40 Prozent; dahinter steckt allerdings eine erhebliche branchenspezifische Variation. Zudem zeigen Detailanalysen, dass bei börsennotierten Unternehmen die Eigenkapitalquote durch die Unternehmensgröße, die Bilanzstruktur und das Investitionsverhalten der Unternehmen beeinflusst wird.

Langfristig steigende Eigenkapitalquoten auch bei den börsennotierten Unternehmen

Mitte der 90er Jahre lag die durchschnittliche bilanzielle Eigenkapitalquote der CDAX®-Unternehmen bei rund 30 Prozent. Zur Jahrtausendwende stieg diese dann auf etwas über 40 Prozent an und stabilisierte sich seither auf diesem Niveau. Den genauen zeitlichen Verlauf zeigt Abbildung 25. Um die Vergleichbarkeit mit der Analyse der mittelständischen Unternehmen zu gewährleisten, enthalten die Zahlen in Abbildung 25 alle CDAX®-Unternehmen und damit auch Finanzdienstleister. Wie aus der nachfolgenden Abbildung 26 ersichtlich ist, wären die mittleren Eigenkapitalquoten ohne Berücksichtigung der Finanzdienstleiter etwas höher.

Zu vermuten ist, dass der hier dargestellte zeitliche Verlauf auch durch die Umstellung des Bilanzierungsstandards von HGB auf IFRS beeinflusst ist. Obgleich die Anwendung von IFRS erst seit dem Jahr 2005 zwingend ist, haben viele Unternehmen schon vorher von der Möglichkeit eines befreienden Konzernabschlusses nach internationalen Rechnungslegungsstandards Gebrauch gemacht. Im Jahr 2000 waren dies immerhin 61 Prozent der CDAX®-Unternehmen. Insofern könnte auch dieser Effekt einen Beitrag zu dem beobachtenden Aufwärtstrend in den Eigenkapitalquoten geleistet haben.

Abb. 25: Bilanzielle Eigenkapitalquoten der CDAX®-Unternehmen im Zeitablauf



Hinweis: Grundgesamtheit stellen alle deutschen CDAX®-Unternehmen dar.
Eigenkapitalquoten basieren auf Bilanzkennzahlen, dargestellt werden Mittel- und Medianwerte.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

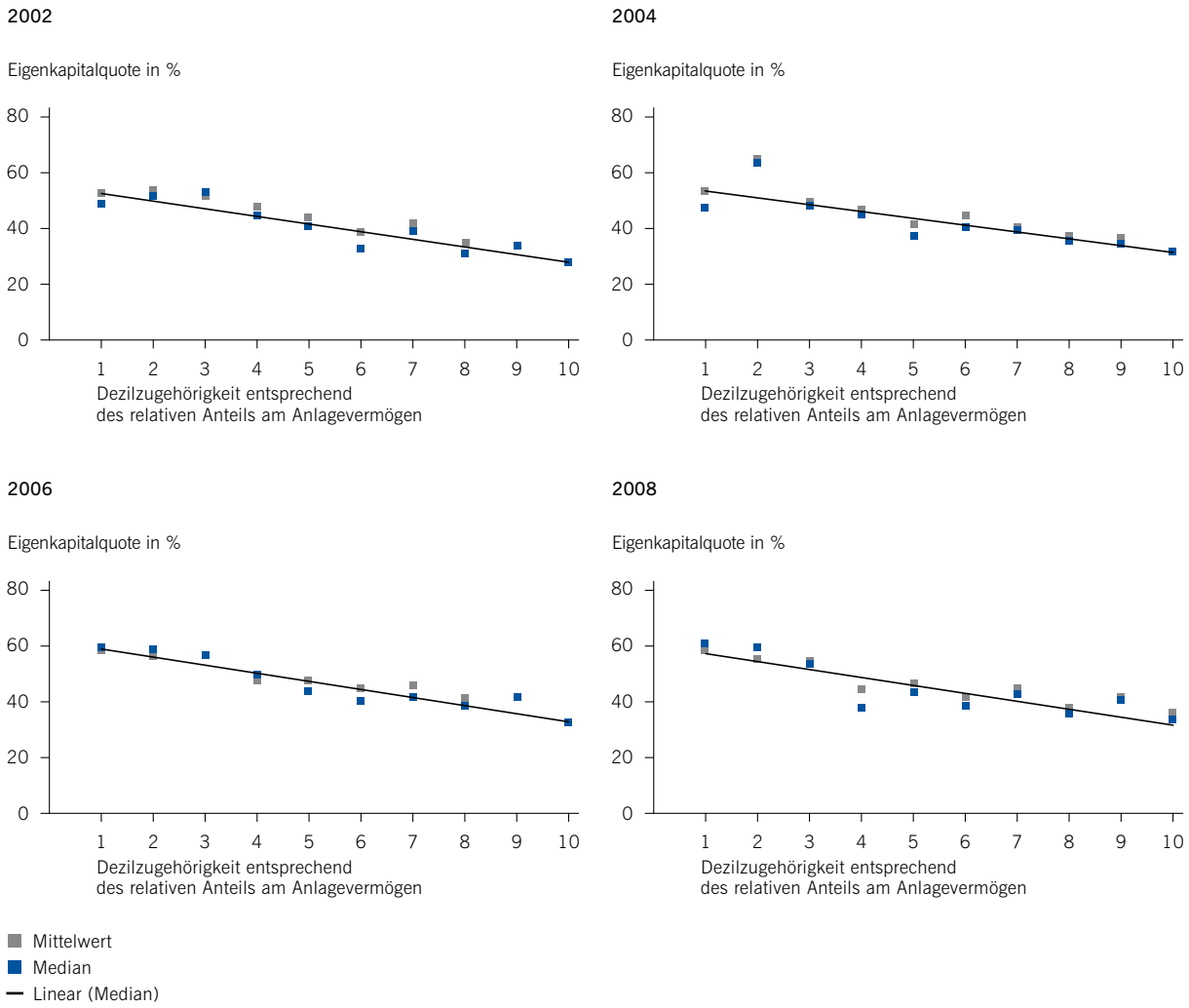
Abbildung 26 gibt einen detaillierten Überblick über die Entwicklung der Eigenkapitalbasis in den jeweiligen Branchen. Es zeigt sich, dass die Unternehmen der Finanzdienstleistungsbranche eine eher geringe Eigenkapitalquote aufweisen; ähnliches gilt für die Versorger. Hier ist übrigens interessant zu sehen, dass bei der Untersuchung der Eigenkapitalquoten der nicht börsennotierten Unternehmen festzustellen war, dass die Versorger, zumindest jene mittlerer Größe, mit die höchsten Eigenkapitalquoten hatten. Dies ist ein deutlicher Unterschied zu dem hier vorgetragenen Befund für die börsennotierten Unternehmen. Wie zu vermuten war, weisen die forschungsintensiven Unternehmen aus der Gesundheitsbranche sowie aus dem Technologiebereich die höchsten Eigenkapitalquoten auf. Zudem fällt auf, dass es bei den Technologieunternehmen im Jahr 1999 einen erheblichen Sprung der Eigenkapitalquoten nach oben gab. Sicherlich dürfte dieser ein Effekt sein, der mit dem Aufschwung am Neuen Markt zusammenhängt.

Abb. 26: Eigenkapitalquoten der CDAX®-Unternehmen nach Branchenzugehörigkeit im Zeitablauf

	Eigenkapitalquoten													
Industrie	1995 %	1996 %	1997 %	1998 %	1999 %	2000 %	2001 %	2002 %	2003 %	2004 %	2005 %	2006 %	2007 %	2008 %
Öl & Gas	18	17	11	32	50	33	38	50	30	37	44	56	49	44
Grundstoffe	38	42	43	37	40	36	40	41	37	34	37	39	42	40
Industrie	25	27	29	28	31	35	33	32	34	34	36	37	37	39
Konsumgüter	31	30	29	29	30	31	35	33	33	35	39	42	39	39
Gesundheit	32	31	32	31	37	58	58	53	50	59	59	58	60	58
Dienstleistungen	32	29	23	34	39	44	37	34	35	39	44	43	38	36
Telekommunikation	8	23	29	35	37	41	37	25	45	31	38	45	44	34
Versorger	26	28	23	28	26	42	38	23	28	26	31	33	34	22
Finanzdienstleistungen	13	19	20	19	18	26	20	15	18	25	30	39	32	27
Technologie	42	23	26	36	61	70	62	54	56	58	58	57	57	57
Alle Unternehmen	**27**	**28**	**27**	**31**	**38**	**43**	**40**	**36**	**37**	**38**	**41**	**44**	**42**	**41**

Hinweis: Berichtet werden die Medianwerte über die CDAX®-Unternehmen; Berücksichtigung finden nur Unternehmen mit positivem Eigenkapital, Eigenkapitalquoten basieren auf Bilanzzahlen; die Industrieklassifizierung wurde entsprechend dem jeweiligen ICB-Code vorgenommen.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Abb. 27: Zusammenhang zwischen Sachanlagenintensität und Eigenkapitalquote



Hinweis: Grundgesamtheit stellen die CDAX®-Unternehmen ohne Finanzdienstleister dar; Berücksichtigung finden nur Unternehmen mit positivem Eigenkapital; die Sachanlagenintensität wird gemessen als Anteil des Anlagevermögens an der Bilanzsumme; die Eigenkapitalquoten basieren auf Bilanzzahlen.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Unternehmen mit hoher Sachanlagenintensität haben niedrigere Eigenkapitalquoten

Im nächsten Schritt werden die Determinanten der Eigenkapitalbasis etwas näher beleuchtet. Dabei ist vorauszuschicken, dass es für die Kapitalstrukturentscheidung in der ökonomischen Literatur nach wie vor keine Übereinstimmung darüber gibt, welches theoretische Modell diese am besten erklärt. Insofern sollen hier lediglich einige wenige – auch unter theoretischen Gesichtspunkten unumstrittene – Aspekte herausgegriffen werden. So kann man erstens feststellen, dass eine Fremdkapitalfinanzierung dann begünstigt wird, wenn das Unternehmen über Anlagevermögen verfügt, welches als Sicherheit eingesetzt werden kann. Für den Fremdkapitalgeber werden damit Moral Hazard Risiken[49)] begrenzt, was zu niedrigeren Kapitalkosten führt. Aus dieser „Assets in Place"-Perspektive ist zu erwarten, dass Unternehmen mit höherer Sachanlagenintensität, also einem höheren Anteil des Sachanlagevermögens an der Bilanzsumme, über niedrigere Eigenkapitalquoten verfügen. Abbildung 27 bestätigt diese Vermutung. Der Effekt ist über die Zeit stabil und ökonomisch relevant, da zwischen dem ersten und dem letzten Dezil eine Differenz in der medianen Eigenkapitalquote von mehr als 20 Prozentpunkten zu finden ist.

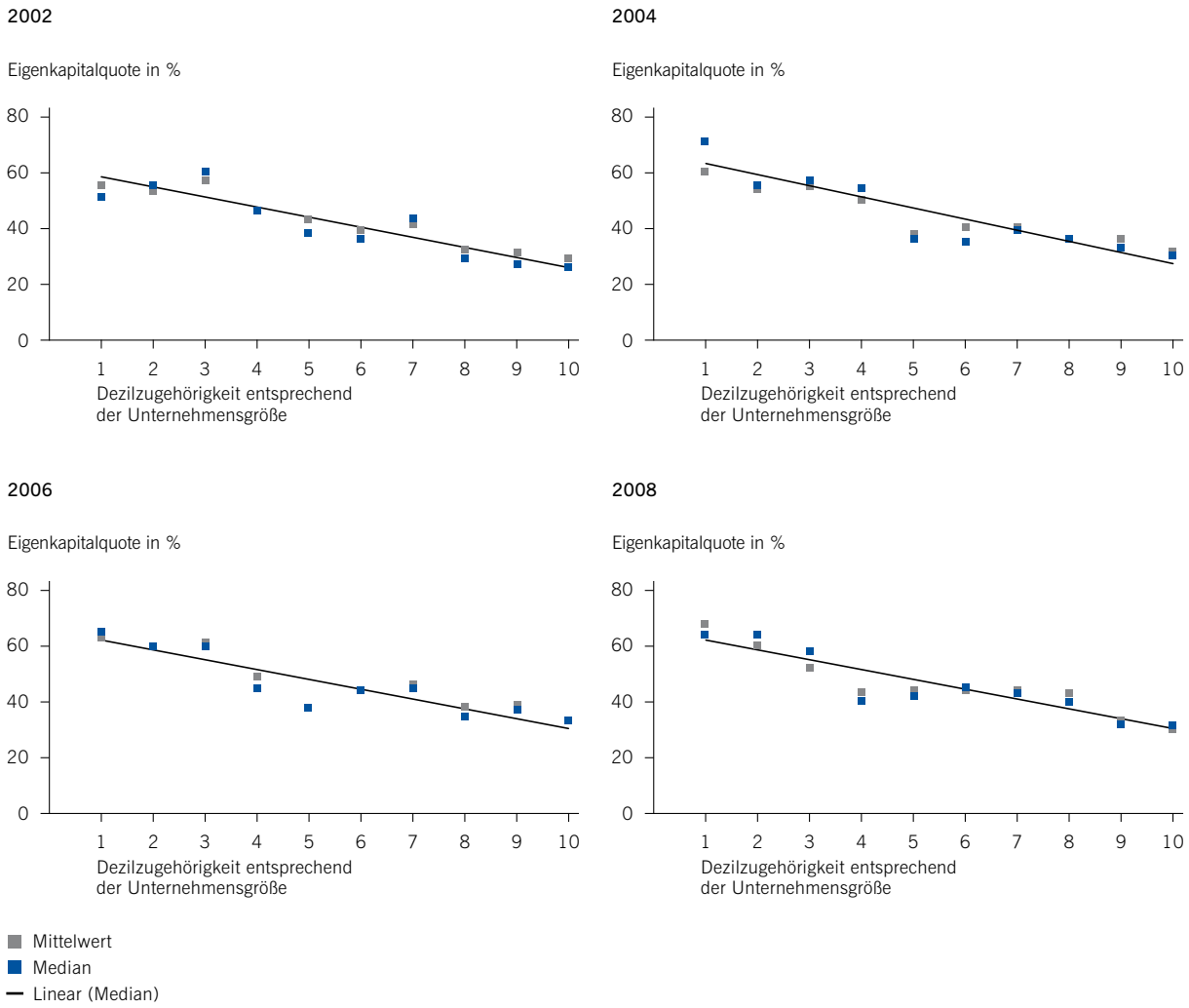
Größere Unternehmen haben tendenziell niedrigere Eigenkapitalquoten

Hingegen ist es a priori unklar, wie sich die Unternehmensgröße auf die Eigenkapitalquote auswirkt. In Abbildung 19 wurde gezeigt, dass sich bei nicht börsennotierten Unternehmen die Unternehmensgröße positiv auf die Eigenkapitalquote auswirkt, wenngleich dieser Effekt in den letzten Jahren abgenommen hat. Dort könnte mit der Vermutung argumentiert werden, dass Finanzierungsrestriktionen tendenziell öfter bei kleineren Unternehmen auftreten. Dieser Effekt sollte bei börsennotierten Unternehmen nicht so ausgeprägt sein. Hingegen könnte dort ein anderer Effekt überwiegen, nämlich der, dass Anlageintensität positiv mit Unternehmensgröße korreliert. In diesem Fall wäre dann zu vermuten, dass die Eigenkapitalquote bei größeren Unternehmen tendenziell niedriger ist.

Diese Vermutung wird in Abbildung 28 bestätigt. Der Effekt ist über die Zeit stabil und ökonomisch bedeutsam, weil sich die mediane Eigenkapitalquote zwischen dem niedrigsten und dem höchsten Umsatzdezil um mehr als 30 Prozentpunkte unterscheidet.

49) Unter *Moral Hazard* versteht man eigennütziges Verhalten, bei dem sich ein Agent (Auftragnehmer, Manager) zu Lasten des Prinzipals (Auftraggebers, Investor) bereichert. Weil die Handlungen des Agenten nicht perfekt beobachtbar sind, kann dieses *Moral Hazard* Verhalten nicht durch vertragliche Vereinbarungen eliminiert werden. Ein Beispiel hierfür wäre etwa die Entscheidung des Managements, nach Erhalt eines Kredits das geschäftspolitische Risiko zu erhöhen. Somit müssen Finanzmärkte andere Mechanismen zum Umgang mit diesen Risiken finden. Im Bereich der Kreditverträge wäre etwa der Einsatz von Sicherheiten ein solcher Mechanismus. Im Verhältnis zwischen Aktionär und Manager können anreizkompatible Entlohnungsverträge, etwa über Erfolgsbeteiligungen, einen solchen Mechanismus darstellen.

Abb. 28: Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Eigenkapitalquote



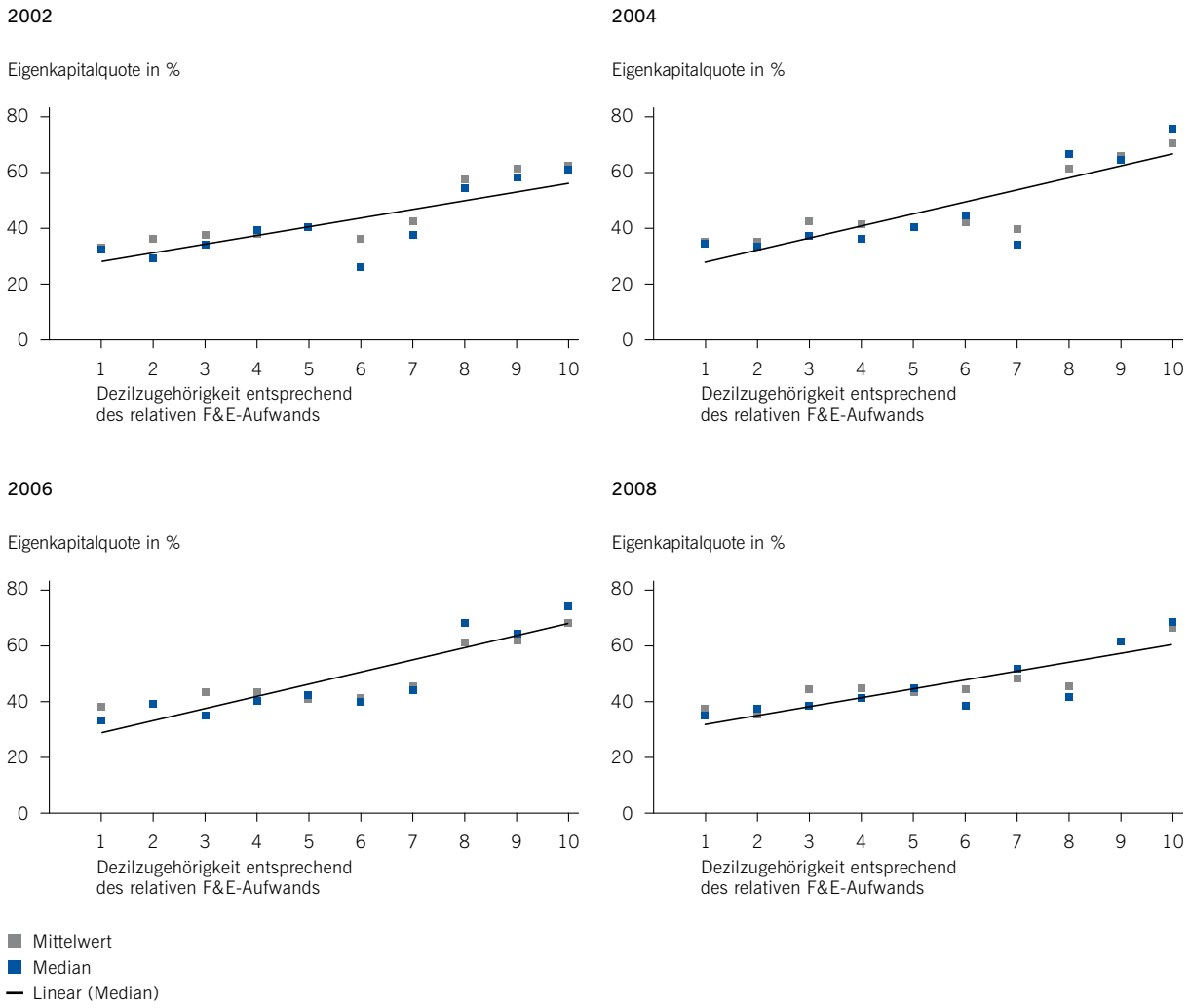
Hinweis: Berücksichtigung finden alle CDAX®-Unternehmen mit positivem Eigenkapital in den Jahren 2002, 2004, 2006 bzw. 2008; die Einteilung in Größenklassen erfolgt nach dem Umsatz; die Eigenkapitalquote wird auf der Basis von Bilanzzahlen ermittelt.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Forschungsintensive Unternehmen haben deutlich höhere Eigenkapitalquoten

Als zweiter Aspekt, der die Kapitalstruktur eines Unternehmens wesentlich beeinflusst, wurde bereits im vorangegangenen Abschnitt das geschäftspolitische Risiko des Unternehmens hervorgehoben. Hierzu wurde in Abbildung 24 bereits gezeigt, dass es zumindest bei börsennotierten Unternehmen einen klaren positiven Zusammenhang zwischen der Variabilität der Gesamtkapitalrendite und der Eigenkapitalquote gibt. Unter theoretischen Gesichtspunkten kann dieser Effekt zum einen damit erklärt werden, dass es für Fremdkapitalgeber schwierig ist, bei hoher Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Cashflows des Unternehmens eine adäquate Risikoprämie in die Kreditverträge einzubauen. Eine in der Realität genutzte Möglichkeit besteht in hybriden Vertragsgestaltungen, bei denen der Fremdkapitalgeber am Erfolg des Unternehmens partizipiert. Man spricht dann auch von einem „Equity Kicker“ oder allgemeiner von Mezzanine-Kapital. Damit transformiert sich aber Fremdkapital zumindest wirtschaftlich in ein eigenkapitalnahes Instrument. Verschärft wird diese Problematik durch die mit dieser Unsicherheit einhergehenden Moral Hazard Risiken. Diese lassen sich über eigenkapitalbasierte Finanzierungen tendenziell besser in den Griff bekommen, weil die Kapitalgeber dann über größere Kontroll- und Mitspracherechte verfügen und gleichzeitig die Anreize reduziert werden, sich zu Lasten der Fremdkapitalgeber zu bereichern.

Diese Überlegungen haben auch eine direkte Auswirkung auf die Innovationsfinanzierung, weil dort typischerweise die Unsicherheiten bezüglich des Projekterfolgs – einschließlich der Moral Hazard Risiken – besonders hoch sind. Aus dieser Geschäftsmodell-Perspektive ist somit zu erwarten, dass innovationsorientierte Unternehmen tendenziell höhere Eigenkapitalquoten aufweisen. Dieser Zusammenhang wird in Abbildung 29 bestätigt. Als Maß für die Innovationsorientierung eines Unternehmens wurde dort die F&E-Quote, also der Forschungs- und Entwicklungsaufwand in Prozent des Umsatzes, genommen. Wie man sieht, findet sich ein über die Zeit stabiler positiver Zusammenhang. Je höher die F&E-Quote eines Unternehmens, umso höher dessen Eigenkapitalquote. Zudem ist der Effekt ökonomisch äußerst relevant, weil der Unterschied in der Eigenkapitalquote zwischen dem höchsten und dem niedrigsten F&E-Quoten-Dezil bei mehr als 35 Prozentpunkten liegt. Damit ist einmal mehr die Bedeutung des Eigenkapitals als Instrument der Innovationsfinanzierung – oder allgemeiner der Finanzierung riskanter Investitionsvorhaben – dokumentiert.

Abb. 29: Zusammenhang zwischen F&E-Quote und Eigenkapitalquote



Hinweis: Grundgesamtheit stellen die CDAX®-Unternehmen ohne Finanzdienstleister dar; Berücksichtigung finden nur Unternehmen mit positivem Eigenkapital und positivem F&E-Aufwand; Eigenkapitalquoten basieren auf Bilanzkennzahlen.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Zusammenfassend kann man also festhalten:

- Mitte der 90er Jahre lag die durchschnittliche bilanzielle Eigenkapitalquote der CDAX®-Unternehmen bei rund 30 Prozent. Zur Jahrtausendwende stieg diese dann auf etwas über 40 Prozent an und stabilisierte sich seither auf diesem Niveau.

- Es wurde dargelegt, dass gemäß der sogenannten „Assets in Place"-Perspektive zu erwarten ist, dass Unternehmen mit höherer Sachanlagenintensität über niedrigere Eigenkapitalquoten verfügen. Diese Vermutung konnte bestätigt werden. Zudem ist der Effekt ökonomisch relevant, da zwischen dem ersten und dem letzten Dezil der Sachanlagenintensität eine Differenz in der medianen Eigenkapitalquote von mehr als 20 Prozentpunkten zu finden ist.

- Obwohl sich hinsichtlich der Unternehmensgröße aus theoretischen Gründen keine klare Vermutung ergibt, wie diese sich auf die Eigenkapitalquoten auswirken sollte, konnte gezeigt werden, dass es einen stabilen und ökonomisch bedeutsamen Effekt gibt. Danach haben die nach Umsatz 10 Prozent größten Unternehmen eine mittlere Eigenkapitalquote, die um mehr als 30 Prozentpunkte niedriger ist, als die Eigenkapitalquote der nach Umsatz 10 Prozent kleinsten Unternehmen.

- Aus theoretischen Gründen ist zu erwarten, dass mit einer steigenden F&E-Quote auch die Eigenkapitalquote dieser Unternehmen steigt. Dieser Zusammenhang konnte bestätigt werden. Zudem ist er ökonomisch äußerst relevant, weil der Unterschied in der Eigenkapitalquote zwischen dem höchsten und dem niedrigsten F&E-Quoten-Dezil bei mehr als 35 Prozentpunkten liegt. Damit ist einmal mehr die Bedeutung des Eigenkapitals als Instrument der Innovationsfinanzierung – oder allgemeiner der Finanzierung riskanter Investitionsvorhaben – dokumentiert.

4. Wege der Eigenkapitalfinanzierung für den deutschen Mittelstand

4.1 Allgemeiner Überblick und aktuelle Umfrage Mittelstand

Jedes Unternehmen sieht sich heute mit einer hohen Zahl an Finanzierungsalternativen konfrontiert. Dies gilt auch für die Eigenkapitalfinanzierung. Zur Einordnung dieser Finanzierungsart ist es notwendig, die Begriffspaare Innen- und Außenfinanzierung sowie Eigen- und Fremdkapital voneinander abzugrenzen.

Innen- versus Außenfinanzierung

Die Innenfinanzierung ist die grundlegende Kraftquelle jedes Unternehmens und erfolgt aus dem operativen Umsatzprozess und dem angesammelten Vermögen auf der Aktivseite der Bilanz. Es lassen sich folgende Formen unterscheiden:

Abb. 30: Innenfinanzierung

Finanzierungsformen	Beispiele
Finanzierung aus operativem Cashflow	■ Finanzierung aus zurückbehaltenen Gewinnen (Selbstfinanzierung: entweder offen über Thesaurierung oder still über unterbewertete Aktiva bzw. überbewertete Passiva) ■ Finanzierung aus Abschreibungsgegenwerten ■ Finanzierung aus Rückstellungsgegenwerten (z. B. Pensionsrückstellungen)
Finanzierung aus sonstigen Kapitalfreisetzungen	■ Freisetzung von Cashflow durch Optimierung des Working Capital (Vorratsmanagement, Debitorenmanagement, Kreditorenmanagement) ■ Desinvestments/Liquidationen von Wertpapieren des Umlaufvermögens, Finanzbeteiligungen oder sonstigem Anlagevermögen

Quelle: Darstellung von Ernst & Young

Im Gegensatz zu der Innenfinanzierung beschafft das Unternehmen bei der Außenfinanzierung Eigen- oder Fremdkapital zum Zwecke der Finanzierung ausschließlich von Dritten.

Abb. 31: Außenfinanzierung

Finanzierungsformen	Beispiele
Beteiligungs-finanzierung (Eigenfinanzierung)	■ Eigenkapitalfinanzierung durch verschiedene Parteien (Gesellschafter, strategische Investoren, Finanz-investoren, private Investoren, Börse)
Kreditfinanzierung (Fremdfinanzierung)	■ Kredite von Banken (lang-, kurzfristig) ■ Subventionsfinanzierung ■ Kreditsubstitute (ABS, Factoring, Leasing) ■ Subventionsfinanzierung

Quelle: Darstellung von Ernst & Young

Eigen- versus Fremdkapital

Eigen- und Fremdkapital bezeichnet nicht, woher das Kapital kommt (aus dem internen Wertschöpfungsprozess oder durch Kapitalaufnahme von außen), sondern wie es auf der Passivseite der Bilanz zu verbuchen ist. Zum Eigenkapital zählen das von den Gesellschaftern eingezahlte Gesellschaftskapital (bei der Aktiengesellschaft das Grundkapital, bei der GmbH das Stammkapital) sowie die freien Rücklagen und ein etwaiger Gewinnvortrag. Eine Außenfinanzierung kann daher sowohl Eigen- als auch Fremdkapital darstellen: Private Equity im Sinne der Aufnahme neuer Gesellschafter ist eine Außenfinanzierung, die das Eigenkapital erhöht. Die Darlehensaufnahme hingegen stellt eine Außenfinanzierung von Fremdkapital dar.

Das Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital drückt sich in der Eigenkapitalquote aus (Eigenkapital/Bilanzsumme). Die Eigenkapitalquote ist in ihrer Bedeutung in den letzten Jahren gestiegen, da ihre Höhe unmittelbaren Einfluss auf das Rating eines Unternehmens hat – sei es auch nur in Form des internen Ratings, das inzwischen jede Bank ihren Kreditnehmern erteilt. Im Zuge von Basel II rücken daher eigenkapitalstärkende Finanzierungsvarianten zunehmend in den Fokus des Mittelstandes.

Formen der Eigenkapitalfinanzierung

Private Equity

Private Equity (engl. für: privates Beteiligungskapital) beschreibt das grundsätzlich von Privatanlegern oder von institutionellen bzw. strategischen Investoren zur Verfügung gestellte Eigenkapital und eigenkapitalähnliche Beteiligungen an Unternehmen, die nicht börsennotiert sind. Gegenstück ist der englische Begriff Public Equity – welches an der Börse beschafftes Kapital beschreibt.

Aufgrund der in der aktuellen Wirtschaftskrise zunehmenden Bedeutung von strategischen Investoren und Finanzinvestoren erscheint eine Abgrenzung hilfreich:

Abb. 32: Abgrenzung Strategischer Investor versus Finanzinvestor

	Strategischer Investor	Finanzinvestor
Art	Unternehmen bzw. Unternehmer (häufig aus der gleichen Branche)	Institutioneller Investor (Kapitalgeber sind wohlhabende Privatpersonen sowie Pensionsfonds und Versicherungen)
Dauer des Engagements	In der Regel unbegrenzt	Meistens 3 bis 7 Jahre
Form der Beteiligung	Mehrheitsbeteiligung	Alle Varianten
Grund des Engagements	Gewinnung von Marktanteilen, Nutzung von Synergieeffekten, Einbindung in vorhandene Strukturen	Erzielung einer überdurchschnittlichen Rendite in relativ kurzem Zeitraum
Einbindung Management (Kapitalbeteiligung)	In der Regel nicht	Ja, speziell bei Buy-out-Lösungen

Quelle: Darstellung von Ernst & Young

Als Oberbegriff für Eigenkapital-Anlageformen umfasst Private Equity zahlreiche Beteiligungsformen.

Anders als bei der Aufnahme von Fremdkapital wird dem Unternehmen bei diesen Formen der Außenfinanzierung Beteiligungskapital ohne bankübliche Sicherheiten auf Zeit zur Verfügung gestellt. Merkmal aller „Private-Investitionen“ mit Ausnahme des strategischen Investors ist, dass der Investor sich eine Beteiligung am Unternehmen einräumen lässt, die er nach Erreichen des durch die Finanzierung beabsichtigten Ziels kurz bis mittelfristig (meistens innerhalb von drei bis sieben Jahren) gewinnbringend zu verkaufen versucht. Entscheidend für die Beteiligungsform ist dabei insbesondere die verfolgte Exit-Strategie, sei es im Zuge einer Börseneinführung des Unternehmens (Going Public), durch Beteiligungsverkauf an ein anderes Unternehmen (Trade Sale) bzw. einen anderen Investor (Secondary Sale) oder durch Rückkauf der Beteiligung durch das Unternehmen selbst (Company Buy-back).

Die Erzielung einer angemessenen Rendite (Internal Rate of Return) während der Beteiligung und eines – möglichst – steueroptimierten Veräußerungsgewinns bei deren Beendigung stellt damit die zentrale Motivation für das Engagement des Investors dar. Dieses Ziel kann dieser dadurch erreichen, dass das finanzierte Unternehmen mithilfe des von ihm gestellten Kapitals, seines Know-hows, seines unternehmerischen Einflusses sowie seiner Managementunterstützung entscheidende Investitionen tätigen und höhere Umsätze generieren kann. Zielgruppe von Private Equity-Investoren sind in der Regel mittelgroße – nicht börsennotierte – Unternehmen, die aus unterschiedlichsten Finanzierungserfordernissen auf privates Beteiligungskapital zurückgreifen möchten, z. B. für die Konkretisierung und Umsetzung eines neuen Geschäftskonzeptes (Seed-Finanzierung) oder für die Finanzierung der Entwicklungsarbeiten bis zur Marktreife des Produkts (Start up-Finanzierung) in der frühen Lebensphase des Unternehmens (Early Stage) bis hin zur Expansionsfinanzierung oder der Durchführung von Buy-outs.

Venture Capital

Venture Capital, auch Risikokapital oder Wagniskapital genannt, wird dem Unternehmen entweder in Form von Eigenkapital oder eigenkapitalähnlichen Finanzierungsinstrumenten zur Verfügung gestellt. Venture Capital ist meist zinslos überlassenes Geld; der Gewinn des Investors entsteht durch Partizipation am erwarteten Wertezuwachs des Unternehmens, den er nach einigen Jahren mit der Veräußerung seiner Beteiligung realisieren kann.

Venture Capital-Beteiligungen finden üblicherweise durch Übernahme von Anteilen im Rahmen einer Kapitalerhöhung statt. Der Investor von Risikokapital beteiligt sich direkt am Eigenkapital des Unternehmens. Institutionelle Venture Capital-Investoren verlangen sogar regelmäßig eine Mehrheitsbeteiligung (also über 50 Prozent) sowie eine Mehrheit in Kontrollgremien wie dem Aufsichtsrat oder Beirat.

In Deutschland erfolgt die Beteiligung meistens durch spezielle Venture Capital- bzw. Beteiligungsfonds in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG. Der einzelne Investor beteiligt sich also nicht direkt am Unternehmen, sondern er wird Kommanditist des Fonds und haftet mit seiner Einlage. Verwaltet wird das Geld der Kapitalanleger durch Fondsmanager,

die durch die Beteiligung an verschiedenen Unternehmen eine Risikostreuung anstreben, die das Verlustrisiko der Kapitalanleger senkt.

Die Modalitäten des Einstiegs, die geplante Exit-Strategie sowie die mit der Beteiligung des Venture Capital-Fonds verbundenen Rechte werden im Gesellschaftsvertrag bzw. ergänzend in einem Beteiligungsvertrag geregelt. Üblich sind in solchen Verträgen insbesondere Klauseln, nach denen die finanzierte Gesellschaft sich verpflichtet, dem Venture Capital-Fonds regelmäßig Bericht über ihre wirtschaftliche und finanzielle Lage zu erstatten. Ferner verlangen Venture Capital-Investoren regelmäßig Sitze in einem Kontrollgremium (Aufsichts- oder Beirat). Fondsmanager benötigen diese Rechte, da sie ihren Kapitalanlegern wiederum selbst berichtspflichtig sind und diesen gegenüber die Investition in die Gesellschaft rechtfertigen müssen.

Stille Beteiligung

Eine weitere Finanzierungsmöglichkeit für Unternehmen bietet die Beteiligung von Investoren in Form einer stillen Beteiligung. Wie bereits der Name „stille“ Beteiligung erahnen lässt, tritt als Handelnder nach außen nur der Inhaber des Geschäftsbetriebes in Erscheinung. Der stille Gesellschafter hat keine organschaftlichen Vertretungsbefugnisse, grundsätzlich nur Informations-, aber keine Mitspracherechte und beschränkt sich im Wesentlichen auf seine Finanzierungsfunktion im Hintergrund. Die stille Beteiligung zählt bei richtiger Ausgestaltung zum wirtschaftlichen, unter Umständen sogar zum bilanziellen Eigenkapital. Bei der sogenannten atypisch stillen Beteiligung ist der „Stille“ auch an den stillen Reserven sowie den Verlusten beteiligt und erhält zusätzliche Zustimmungsrechte.

Private Placement

Private Placement (engl. für: Privatplatzierung) umschreibt im Zusammenhang mit Private Equity die Aufnahme von Eigenkapital im Wege der außerbörslichen Platzierung von Aktien, GmbH- oder Kommanditanteilen. Der Gegensatz ist ein Public Offering (engl. für: öffentliches Angebot) unter Inanspruchnahme der Börse. Die Aktien werden meist direkt einem ausgewählten kleinen Kreis von institutionellen und/oder Privatanlegern zur Zeichnung angeboten. Es erfolgt keine öffentliche Werbung. Die Aktien, die von Investoren außerbörslich erworben werden, können entweder von den Altaktionären oder aus einer Kapitalerhöhung stammen. Die Aktien werden nicht öffentlich verkauft und gehandelt, sondern verbleiben in der Regel nach ihrem Verkauf in der Hand des ersten Investors.

Abgesehen von Private Equity-Finanzierungen ist das Spektrum der Beteiligungsmöglichkeiten, die im Rahmen einer Privatemission angeboten werden können, sehr viel breiter als eine Wertpapieremission über die Börse und deckt auch Fremdkapitalprodukte, wie z. B. Inhaberschuldverschreibungen, und den gesamten Bereich mezzaniner Finanzinstrumente, wie z. B. stille Beteiligungen oder Genussscheine (siehe nächster Abschnitt), ab.

Genussscheine

Als mezzanines Finanzierungsinstrument kommt insbesondere Genussrechtskapital in Betracht. Bei Genussrechten handelt es sich um schuldrechtliche Vermögensrechte, die in der Regel auf einen bestimmten Nennbetrag lauten, mit einem Gewinn- oder Zinsanspruch versehen sind und für eine bestimme Laufzeit gewährt werden. Genussrechtskapital kann mangels gesetzlicher Vorschriften sehr individuell ausgestaltet werden. Werden Genussrechte in Wertpapieren verbrieft, spricht man von Genussscheinen. Diese können an der Börse gelistet werden. Jedes Unternehmen gleich welcher Rechtsform kann Genussrechtskapital aufnehmen. Dem Genussrechtsbeteiligten stehen regelmäßig weder Einfluss- noch Stimmrechte in der Gesellschafterversammlung zu. Der größte Vorteil des Genussrechtskapitals ist, dass es bei entsprechender Ausgestaltung in der Bilanz im Eigenkapital ausgewiesen werden kann.

Initial Public Offering (IPO), Börsengang

Als Initial Public Offering, kurz IPO oder Börsengang, wird die erstmalige Veräußerung von Unternehmensanteilen (Aktien) an die Öffentlichkeit bezeichnet. Typischerweise erfolgt dies im Rahmen eines Börsenganges einer Aktiengesellschaft. Das Gegenteil eines IPOs ist das Going Private oder Delisting.

Börsengänge werden typischerweise von Investmentbanken begleitet. Sie bilden sich zunächst eine Meinung über den indikativen Unternehmenswert, beraten zu der zu wählenden Börse und den Börsensegmenten, initiieren eine ausführliche Due Diligence (Prüfung des Unternehmens) und unterstützen bei der Prospekterstellung und insbesondere bei der Gewinnung von Investoren durch die öffentliche Vorstellung des Unternehmens (Roadshow).

Nachdem nun kurz ein grober Überblick über die wesentlichen Eigenkapitalformen gegeben wurde, erscheint es sinnvoll, der Frage nachzugehen, welche Wege der Mittelstand in Bezug auf seine Eigenkapitalfinanzierung einzuschlagen gedenkt.

Grundlage der folgenden Informationen bildet das schon erwähnte Mittelstandsbarometer von Ernst & Young vom Juli 2009, in dem eine spezielle Befragung in Bezug auf die Eigenkapitalthematik durchgeführt wurde.

Als erstes wurden die Unternehmen dahingehend befragt, ob sie in den letzten Monaten angesichts der aktuellen Wirtschafts- und Finanzkrise ihre Finanzierung umgestellt haben.

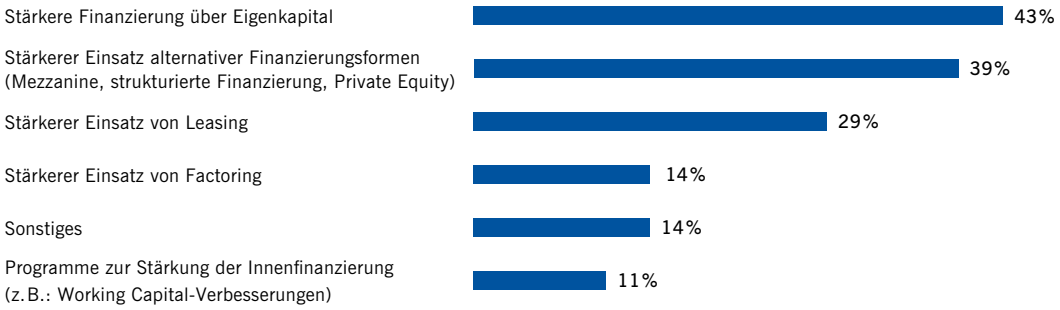
Abb. 33: Umstellung der Finanzierung im Zuge der Finanzkrise
Frage 1: Haben Sie angesichts der Finanzkrise Ihre Finanzierung umgestellt?

Quelle: Ernst & Young: Mittelstandsbarometer Update Sommer 2009

Nur jedes siebte Unternehmen (15 Prozent) hat danach grundlegende Veränderungen in der Finanzierung vorgenommen. Ob diese geringe Anzahl in der guten Finanzverfassung der befragten Unternehmen oder in dem derzeit noch fehlenden Handlungsdruck begründet liegt, muss offen gelassen werden.

Als nächstes wurden diejenigen Unternehmen, die ihre Finanzierung verändert haben, nach ihrem konkreten Handeln gefragt.

Abb. 34: Eingesetzte Instrumente bei der Umstellung der Finanzierung
Frage 2: Inwiefern haben Sie die Finanzierung umgestellt?



Quelle: Ernst & Young: Mittelstandsbarometer Update Sommer 2009

Aus den Antworten wird deutlich, dass die aktiven Unternehmen sich mit klarer Mehrheit für eigenkapitalverstärkende Maßnahmen entschieden haben. Leasing, Factoring und Working Capital-Optimierungen spielen demgegenüber nur eine untergeordnete Rolle.

Neben dem Handeln der letzten Monate ist natürlich auch ein Blick auf die zukünftigen Planungen der Unternehmen wichtig. Die Frage, ob in der nächsten Zeit eine Finanzierungsumstellung geplant ist, beantwortete ebenfalls gut jedes siebte der befragten Unternehmen (15 Prozent) mit „ja“, so dass insgesamt festgehalten werden kann, dass knapp 30 Prozent der Unternehmen mit Themen der Finanzierungsumstellung beschäftigt waren oder sind.

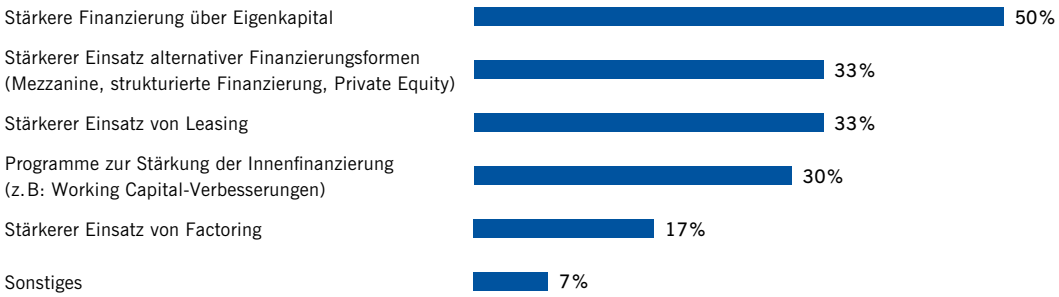
Auf die Frage, in welche konkrete Richtung die Finanzierung umgestellt werden soll, antworteten die Hälfte der Unternehmen, dass sie eine stärkere Finanzierung über Eigenkapital präferieren. Dieser hohe Zustimmungswert, gekoppelt mit der Tatsache, dass ungefähr ein Drittel der Unternehmen in Zukunft andere eigenkapitalstärkende Alternativfinanzierungen wie Private Equity oder Mezzanine-Kapital ins Auge fassen, zeigt einen klaren Trend in Richtung Eigenkapital auf.

Befragt nach den Gründen für die Präferenz der Eigenkapitalseite dominieren zwei Argumentationen. Zum einen die traditionelle Begründung für den Eigenkapitaleinsatz, nämlich seine Funktion als Risikopuffer, der durch die Verbesserung der Haftbasis der Unternehmen genug Spielraum auch für Krisenzeiten bietet. Der mit über 40 Prozent wichtigste Grund für die verstärkte Eigenkapitalausrichtung liegt aber in der Sicherung der unternehmerischen Unabhängigkeit gegenüber Banken. Zwar bleibt in der Antwort offen, ob diese sich primär auf den Unabhängigkeitswunsch oder in erster Linie gegen die gegenwärtige Kreditvergabepolitik der Banken richtet, es sprechen aktuell jedoch starke Gründe für die zweite Variante. Da ein Fremdkapitalerhalt im Gegensatz zu den letzten Jahren derzeit schwierig und an immer höher werdende Auflagen bezüglich Informationspolitik, Transparenz, Sicherheitenstellung und Bonität geknüpft ist, entscheiden sich immer mehr Unternehmen offenbar gegen Fremdkapital und für Eigenkapital. Die aktuelle Krise hat offensichtlich die bisherige Präferenz für eine bankenseitige Finanzierung deutlich ins Wanken gebracht.

Abschließend wurden die Unternehmen nach ihren aktuell eingesetzten bzw. geplanten Maßnahmen zur Eigenkapitalstärkung befragt.

Abb. 35: Einsatz von Finanzierungsinstrumenten bei zukünftiger Umstellung der Finanzierung

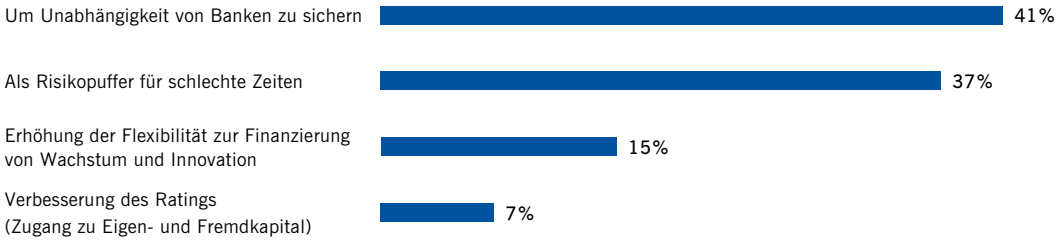
Frage 3: Inwiefern werden Sie die Finanzierung umstellen?



Quelle: Ernst & Young: Mittelstandsbarometer Update Sommer 2009

Abb. 36: Aspekte der Eigenmittelfinanzierung

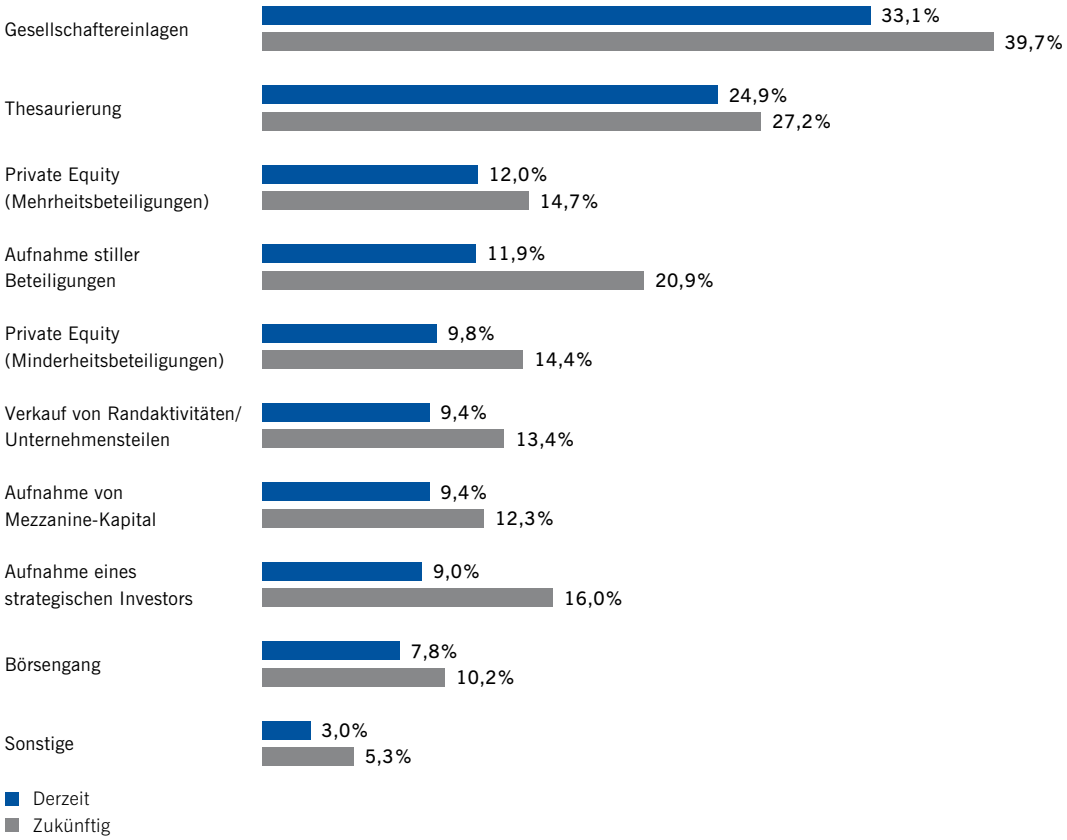
Frage 4: Welcher Aspekt der Eigenmittelfinanzierung ist für Sie derzeit von besonders großer Bedeutung?



Quelle: Ernst & Young: Mittelstandsbarometer Update Sommer 2009

Abb. 37: Derzeitige und zukünftige Maßnahmen zur Eigenkapitalstärkung

Frage 5: Welche Maßnahmen zur direkten Eigenkapitalstärkung setzen Sie bzw. Ihr Unternehmen derzeit ein? Welche Maßnahmen zur direkten Eigenkapitalstärkung planen Sie zukünftig einzusetzen?



Quelle: Ernst & Young: Mittelstandsbarometer Update Sommer 2009

Das Ergebnis dieser Befragung führt zu einem durchaus überraschenden Ergebnis. Zwar dominieren aktuell und auch zukünftig die traditionellen Formen der Eigenkapitalstärkung, also Gesellschaftereinlagen und die Thesaurierung von Gewinnen. Doch die neuen und alternativen Finanzierungsinstrumente holen deutlich auf und werden, so die befragten Unternehmen, deutlich an Gewicht gewinnen. Ihre erwarteten Wachstumsraten sind, natürlich von einer noch relativ schmalen Basis aus, beeindruckend:

- Aufnahme eines strategischen Investors: +78%
- Stille Beteiligung: +76%
- Private Equity (Minderheitenbeteiligung): +45%
- Verkauf von Randaktivitäten: +43%
- Börsengang: +31%
- Mezzanine: +31%
- Private Equity (Mehrheitsbeteiligung): +23%

Offenbar denkt selbst der bislang diesen Formen eher ablehnend gegenüberstehende Mittelstand langsam um und öffnet sich verstärkt für neue Investoren.

4.2 Motive der Eigenkapitalfinanzierung

Sind Unternehmen mit einem starken Eigenkapitalfokus erfolgreicher als Unternehmen, die eher auf Fremdfinanzierung setzen? Gibt es eine „Roadmap“ zum nachhaltigen Unternehmenserfolg über die Eigenfinanzierung? Wie sieht die optimale Kapitalstruktur aus?

Auf all diese Fragen gibt es keine eindeutigen oder endgültigen Antworten. Dies liegt zum einen an der hohen Komplexität innerhalb und außerhalb eines Unternehmens. Sowohl die individuelle Unternehmensführung als auch die rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen in einzelnen Regionen und Ländern sowie die dort vorherrschende „Eigen- bzw. Fremdkapitalmentalität“ sind für die Finanzierung und den Unternehmenserfolg ebenfalls bestimmend, so dass die einfache Kausalkette „Starke Eigenkapitalfinanzierung führt zum Unternehmenserfolg“ einer näheren Überprüfung nicht standhält.

Weiter ist festzuhalten, dass es sich bei der Kapitalstrukturentscheidung um einen sogenannten „Trade off“, einen Zielkonflikt handelt:[50] Während die Unternehmensziele „Rentabilität“ und „Steueroptimierung“ eine Präferenz für Fremdkapital nahe legen, verlangen die Ziele „Unabhängigkeit“ und „Risikodiversifikation“ einen starken Eigenkapitalfokus.

Abb. 38: Kapitalstrukturentscheidung nach Unternehmenszielen

Kriterium	Kapitalstruktur	Vorteile	Nachteile
Unabhängigkeit	▪ Hohe Eigenkapitalquote/ geringe Fremdkapitalaufnahme	▪ Hohe strategische Spielräume ▪ Unabhängigkeit von Bankenpolitik/ kurzfristig denkenden Finanzinvestoren	▪ Verzicht auf Rendite (Leverage-Effekt; Eigenkapital kostet mehr als Fremdkapital) ▪ Möglicherweise zu geringer interner Druck auf das Management (abhängig von der Investorenstruktur)
Unternehmenswert/ Rentabilität	▪ Aufnahme von Fremdkapital in Höhe des nachhaltigen Verschuldungspotenzials	▪ Optimierung von Unternehmenswert und Eigenkapitalrendite ▪ Wahrnehmung von Wachstumschancen	▪ Erhöhte Gefahr finanzieller Notlagen/erhöhte finanzielle Risiken ▪ Falsche Strategie bei fehlenden Wachstumschancen
Risikodiversifikation	▪ Stark diversifizierte Passivseite (Einbeziehung Mezzanine, strukturierte Finanzierungen, off-balance-Finanzierungen)	▪ Vermeidung von „Klumpenrisiken“ ▪ Positive Kosten- und Rating-Auswirkungen	▪ Steigende Komplexitätskosten bei überzogener Diversifizierung
Steueroptimierung	▪ Erhöhte Fremdkapitalaufnahme ▪ Strukturierung Eigenkapitalquoten der Tochtergesellschaften zur Vermeidung Zinsschranke („Escape-Klausel“)	▪ Renditesteigerung	▪ Steuerliche Erwägungen sollten Zielkapitalstruktur nicht dominieren

Quelle: Darstellung von Ernst & Young

50) Vgl. Bessler W./Thies S.: Theoretische Überlegungen zur optimalen Kapitalstruktur, in: Achleitner, A-K./Thoma. G. (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance, 2000, Abschnitt 3.4.2, S. 1 – 24.

Mehrere Studien über den wachstumsstarken deutschen Mittelstand und hier insbesondere über inhabergeführte Unternehmen lassen es dennoch als durchaus plausibel erscheinen, dass der Weg zu Wachstum und Unternehmenserfolg häufig mit einer starken Eigenkapitalorientierung verbunden ist.

Als erstes ist hier eine empirische Studie der Beratungsgesellschaft INTES zusammen mit der Otto Beisheim School of Management (WHU) von 2006 zu nennen.[51] Alle teilnehmenden Unternehmen waren inhabergeführt. Ihre Eigenkapitalquote betrug durchschnittlich 36,3 Prozent, (bei großen Unternehmen mit einem Umsatz von mehr als 50 Millionen € lag sie bei 38,3 Prozent). Fast jedes zehnte der befragten Unternehmen wies sogar eine Eigenkapitalquote von 70 Prozent oder höher auf.

Auch die sogenannten „Hidden Champions“, überwiegend mittelständische deutsche Weltmarktführer, haben eine hohe Eigenkapitalpräferenz.[52] Ihre durchschnittliche Eigenkapitalquote liegt sogar bei 41,3 Prozent. Mehr als ein Drittel der Firmen hat sogar eine Eigenkapitalquote von 50 Prozent und mehr. Der wichtigste Grund für diese hohen Werte liegt laut den befragten Unternehmen in den durch das vorhandene hohe Eigenkapital geschaffenen strategischen Spielräumen zur Wachstumsfinanzierung. Über die von den „Hidden Champions“ genutzten und in Zukunft präferierten Finanzierungsquellen können folgende Aussagen getroffen werden:

- Wichtigste Finanzierungsquelle ist und bleibt die Selbstfinanzierung.
- Traditionelle Bankkredite verlieren für erfolgreiche Wachstumsunternehmen in der Zukunft stark an Bedeutung.
- Gegenüber Private Equity-Investoren besteht eine grundlegend skeptische Haltung, die überwiegend mit der eigenen langfristigen Unternehmensausrichtung begründet wird. Diese kollidiert mit der eher kurz- und mittelfristigen Exit-Strategie vieler Investoren.
- Kapitalmarktinstrumente, zu denen auch der Börsengang zählt, gewinnen laut der Befragung in Zukunft deutlich an Bedeutung. Das Thema IPO wird dabei durchaus kontrovers gesehen:
  - Während bei der ersten Untersuchung von „Hidden Champions“ nur 2,4 Prozent der Unternehmen börsennotiert waren, stieg deren Anteil in 2006 auf 9,5 Prozent, was eine zunehmende Börsenpräferenz nahe legt.
  - Viele der befragten Unternehmen äußerten sich dennoch skeptisch zum Thema Börsengang. Die Zurückhaltung wurde vor allem mit den Berichts- und Publizitätspflichten für börsennotierte Unternehmen, aber auch mit der Gefahr einer nicht adäquaten Börsenbewertung aufgrund der von den Unternehmen gewählten Nischenmärkte begründet.

51) Vgl. Redlefsen, M./Eiben J.: Finanzierung von Familienunternehmen, 2006.
52) Vgl. Simon, H.: Hidden Champions des 21. Jahrhunderts, 2007, S. 257 – 262.

Abschließend kann auch auf die in 2007 erstellte Ernst & Young-Studie „Märkte im Fokus“ aus der Reihe „Siegerstrategien im deutschen Mittelstand“ und das darauf aufbauende „Exceptional-Enterprise-Model“ verwiesen werden.[53] Hierfür wurden 250 Finalisten des Wettbewerbs „Entrepreneur des Jahres“ anhand quantitativer Kriterien und qualitativen Tiefeninterviews befragt und analysiert. Die wesentlichen Ergebnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Erfolgreiche Entrepreneure präferieren wie die „Hidden Champions“ (zu denen es wahrscheinlich Überschneidungen gibt) eine konservative Finanzierungsstruktur mit einem hohen Eigenkapitalanteil und einer ausgewiesenen Thesaurierungspolitik.

- Knapp ein Achtel der Unternehmen nutzen Private Equity-Investorenmodelle.

- Über ein Drittel der Firmen bekundeten ein prinzipielles Interesse für einen Börsengang. Gut 10 Prozent der Unternehmen, die noch nicht börsengelistet sind, haben bereits feste Pläne für einen Börsengang.

- Die Unternehmensfinanzierung wird von den Unternehmen als einer von sechs zentralen Erfolgsfaktoren zur Erreichung und Verteidigung einer führenden Markt- und Wettbewerbsposition angesehen.

Unternehmen entscheiden sich aus unterschiedlichen Erwägungen für einen Börsengang. Dabei spielt sowohl das Kapitalmarktumfeld als auch die vom Börsenbetreiber gebotenen Rahmenbedingungen eine wichtige Rolle. Ist der Schritt an die Börse getan, so zeigt sich, dass die Unternehmen ihre Wachstums- und Investitionsziele – im In- und Ausland – realisieren können. Damit einher geht auch ein kräftiges Wachstum der Mitarbeiterzahl sowie des Forschungs- und Entwicklungsaufwands. Zudem sind die Unternehmen in der Lage, ihre Abhängigkeit von einem oder einigen wenigen Geschäftsbereichen zu reduzieren. Teilweise ist das auf eine gestiegene M&A-Aktivität zurückzuführen. Schließlich finden sich auch klare Befunde dafür, dass die Unternehmen nach dem Börsengang ihren Finanzierungsspielraum ausdehnen können.

Gründe für einen Börsengang

Die Gründe für einen Börsengang können vielfältig sein. Aus einer finanzwirtschaftlichen Perspektive sind vor allem drei Gründe zu nennen: die Finanzierung von Wachstum, die Stärkung der Eigenkapitalbasis oder die Veräußerung von Unternehmensanteilen. Steht erstens die Beschaffung von Finanzmitteln zur Realisierung von Wachstumsopportunitäten im Vordergrund, so suchen die Unternehmen neues Eigenkapital um bestimmte Investitionsvorhaben zu realisieren. Es kann dabei um die Entwicklung neuer Produkte oder Dienstleistungen, die Erschließung neuer Märkte, die Modernisierung von Produktionsanlagen oder sonstiger Infrastruktur im Unternehmen oder ähnlich gelagerter Vorhaben gehen. Eine Bereitstellung dieser Investitionsmittel aus intern generierten Cashflows ist dabei als Alternative zwar denkbar, scheidet aber dann regelmäßig aus, wenn die Investitionsvorhaben ein im Vergleich zur Unternehmensgröße nennenswertes Volumen haben. Will man zudem eine Finanzierung über Fremdkapital aus Motiven, die gleich noch beleuchtet werden, vermeiden, bleibt lediglich die Durchführung einer Kapi-

53) Vgl. Ernst & Young: Siegerstrategien im deutschen Mittelstand 2007.

talerhöhung als Alternative übrig. Dabei gibt es grundsätzlich die Wahl, die aus einer solchen Kapitalerhöhung stammenden jungen Aktien entweder auf einem nicht organisierten oder einem organisierten Markt zu platzieren. Im zuerst genannten Fall würden diese von den bestehenden Gesellschaftern oder – im Rahmen einer Privatplatzierung – von einem eng abgegrenzten Investorenkreis erworben werden, wie etwa Private Equity-Fonds oder strategischen Investoren. Hingegen könnte über ein öffentliches Angebot der Kreis der potentiellen Investoren bei der zweiten Alternative deutlich ausgeweitet werden. In diesem Fall würde ein Initial Public Offering (IPO) durchgeführt werden. Zwar haben beide Varianten aus der Sicht der Altaktionäre den Nachteil, dass externe Investoren Mitgliedschaftsrechte im Unternehmen erwerben, im Falle eines IPOs kommt aber noch hinzu, dass es schwierig wird, die Kontrolle darüber zu behalten, welche Investoren sich am Unternehmen beteiligen. Zwar kann der Einfluss dieser Investoren über Konstruktionen wie Vorzugsaktien oder die Veräußerung von Minderheitsanteilen begrenzt werden, jedoch muss man dafür auch einen Preis in Form eines Bewertungsabschlags auf die Unternehmensanteile hinnehmen.

Zweitens könnte auch die Stärkung der Eigenkapitalbasis das Motiv für die Durchführung einer Kapitalerhöhung sein. Letztlich geht es dabei um die Frage, ob die bestehende Kapitalstruktur des Unternehmens verbessert und damit die Kapitalkosten gesenkt werden können. Ergänzt werden solche Überlegungen häufig um Liquiditätsaspekte, die für Unternehmen gerade vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise eine immer größere Rolle spielen. Selbstredend gehen diese Überlegungen häufig einher mit dem Wunsch, die hereingenommenen Mittel zur Wahrnehmung von Wachstumschancen zu nutzen. Insofern ist dann die Frage der Wachstumsfinanzierung simultan mit der Frage nach der gewünschten Kapitalstruktur zu beantworten. Zwar können die Unternehmen ihre Eigenkapitalquote über eine Gewinnthesaurierung über die Jahre kontinuierlich erhöhen, jedoch ist dies ein eher langsamer Prozess. Möchte man eine schnelle und signifikante Anpassung der Kapitalstruktur vornehmen, so ist eine Kapitalerhöhung notwendig. Dabei stehen, genau wie weiter oben schon ausgeführt, der Weg einer Privatplatzierung oder eines öffentlichen Angebots zur Verfügung.

Schließlich muss man drittens beachten, dass aus der Sicht der Altaktionäre der Börsengang auch unter dem Aspekt einer Risikodiversifizierung von Bedeutung ist. Geht man von dem klassischen Fall eines Unternehmens aus, welches von einer Einzelperson oder einer Familie gegründet wurde, stehen diese Gründer bei erfolgreicher Entwicklung des Unternehmens häufig vor der Situation, dass ein ganz erheblicher Teil ihres Privatvermögens in diesem Unternehmen gebunden ist. Daher kann es sinnvoll sein, einen Teil dieser Anteile zu veräußern und diesen Erlös dann breit diversifiziert am Kapitalmarkt anzulegen. Begleitet oder gar verstärkt werden solche Überlegungen, wenn eine Nachfolgeproblematik entsteht. In diesem Fall gibt es für die Gründer ein zusätzliches Motiv für einen Rückzug aus dem Unternehmen. Dieser Rückzug kann dann wiederum durch eine Privatplatzierung eines Teils des Aktienpaktes der Gründer erfolgen oder durch dessen Veräußerung über ein öffentliches Angebot an der Börse.

In Abbildung 39 sind diese Überlegungen zu den finanzwirtschaftlichen Motiven eines Börsengangs und seiner Alternativen zusammengefasst.

Abb. 39: Finanzwirtschaftliche Motive eines Börsengangs und seiner Alternativen

	Wachstumspotentiale realisieren	Eigenkapital stärken	Veräußerung von Anteilen
Gründe	▪ Realisierung von Investitionsvorhaben ▪ Internationalisierung	▪ Senkung der Kapitalkosten durch optimierte Kapitalstruktur ▪ Verbesserung der Liquidität	▪ Nachfolgeproblematik ▪ Risikodiversifizierung
Interne Möglichkeiten	▪ Generierung interner Mittel aus operativer Tätigkeit ▪ Veräußerung von Vermögensgegenständen	▪ Gewinnthesaurierung	▪ Kapitalherabsetzungen ▪ Dividenden ▪ Aktienrückkäufe (bei Aktiengesellschaften)
Externe Möglichkeiten auf nicht organisierten Märkten	▪ Kapitalerhöhung durch bestehenden Gesellschafterkreis oder externe Investoren (z. B. Private Equity-Fonds, strategische Investoren, etc.)		▪ Altaktienverkauf an bestehende Gesellschafter oder externe Investoren (z. B. Private Equity-Fonds, strategische Investoren, etc.)
Externe Möglichkeiten auf organisierten Märkten	▪ Kapitalerhöhung im Rahmen eines IPOs		▪ Altaktienveräußerung im Rahmen eines IPOs

Quelle: Darstellungen der TU München

Zu beachten ist, dass in der Realität häufig alle drei genannten Motive für einen Börsengang eine Rolle spielen, wenngleich durchaus eines dieser Motive überwiegen kann. In der Praxis zeigt sich, dass die beiden zuerst genannten Motive insofern überwiegen, als dass in genau der Hälfte aller in Deutschland durchgeführten IPOs zwischen den Jahren 2004 und 2007 der Anteil junger Aktien an dem gesamten Platzierungsvolumen mindestens 80 Prozent betrug. Einen Anteil von mindestens 50 Prozent hatten sogar 79 Prozent aller IPOs. Der Börsengang ist damit nicht primär ein Exitinstrument für Alteigentümer, sondern dient tatsächlich der Eigenkapitalbeschaffung für das Unternehmen. Dies kommt auch in der gängigen Praxis der Lock-up-Agreements zum Ausdruck, wodurch sich die Alteigentümer verpflichten, ihre Aktien für einen bestimmten Zeitraum, meistens zwölf Monate, nicht zu veräußern. Davon unberührt bleibt natürlich die Möglichkeit, sich zu späteren Zeitpunkten von diesen Aktien zu trennen, was auch regelmäßig geschieht.

4.3 Erfolgsmodelle der Eigenkapitalfinanzierung über die Börse

Kapitalmarktumfeld und Primärmarktaktivitäten

Unabhängig von dieser Motivlage hängt die Wahl des Zeitpunktes des Börsengangs vom aktuellen Kapitalmarktumfeld ab. So muss man bedenken, dass ein Börsengang – ebenso wie andere Formen der Kapitalbeschaffung – Kosten verursacht. Wie man in der linken Hälfte von Abbildung 40 erkennen kann, liegen in Deutschland die durchschnittlichen Emissionskosten bei etwa 8 Prozent des Emissionserlöses. Im Vergleich der wichtigsten Emissionsplätze weltweit liegt dieser Betrag eher am unteren Ende. Zu beachten ist natürlich, dass diese Kosten insbesondere in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße variieren.

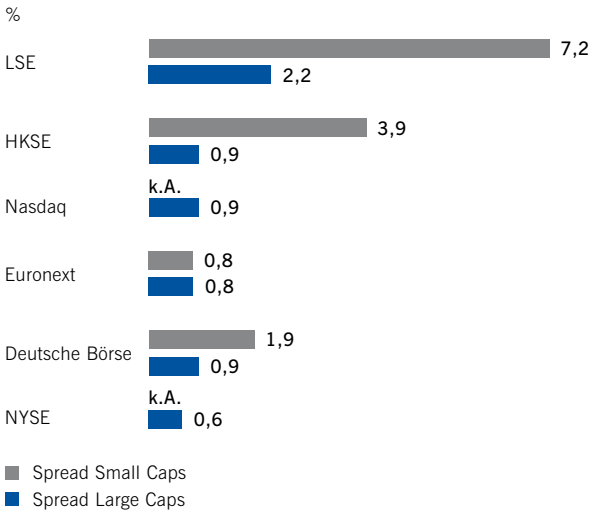
Entscheidend ist aber, dass aus der Sicht des Unternehmens ein Börsengang um so attraktiver ist, je höher die erwartete Bewertung am Kapitalmarkt ist und damit um so geringer die Kapitalkosten sind. Dieser Effekt überlagert die oben dargestellten Motive und führt somit zu einer zeitlich stark korrelierten Verteilung der Börsengänge. In der Tat kann man beobachten, dass das Primärmarktgeschäft stark zyklisch geprägt ist.

Diese Überlegungen könnten im Übrigen auch dazu führen, dass die Unternehmen die Frage, an welcher Börse sie ihre Aktien notieren lassen, von dem dortigen Kapitalmarktumfeld abhängig machen. In der Praxis zeigt sich allerdings, dass die Unternehmen bei ihren Börsengängen eine deutliche Präferenz für ihre Heimatbörse haben, sofern sich eine solche überhaupt definieren lässt. Insbesondere im europäischen Kontext gibt es gewisse Anzeichen dafür, dass die Präferenz für die jeweilige Heimatbörse durch eine Präferenz für ein adäquates Kapitalmarktumfeld überlagert wird. Jedenfalls zeigt sich mittlerweile am europäischen Primärmarkt, dass es ein branchenspezifisches Clustering bei den Börsengängen gibt.[54)]

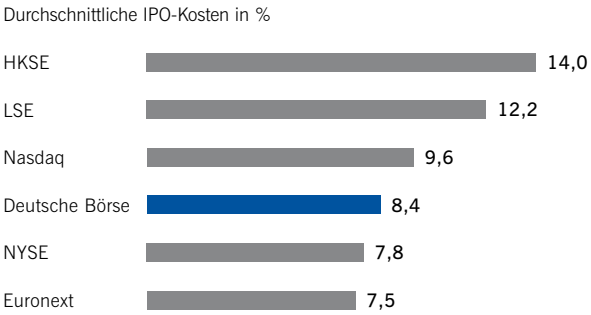
54) Vgl. hierzu Kaserer, C./Schiereck, D.: Primary Market Activity and the Cost of Going and Being Public, 2008, verfügbar unter: www.cefs.de und www.deutsche-boerse.com

Abb. 40: Attraktivität des Primärmarktes an der Deutschen Börse im internationalen Vergleich

Mittelwerte der Geld-/Briefspannen für Small und Large Caps

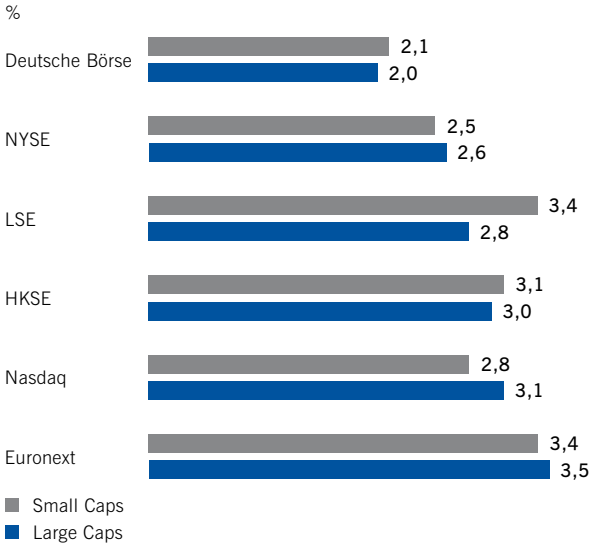


IPO-Kosten und Handelskosten an ausgewählten internationalen Börsen*



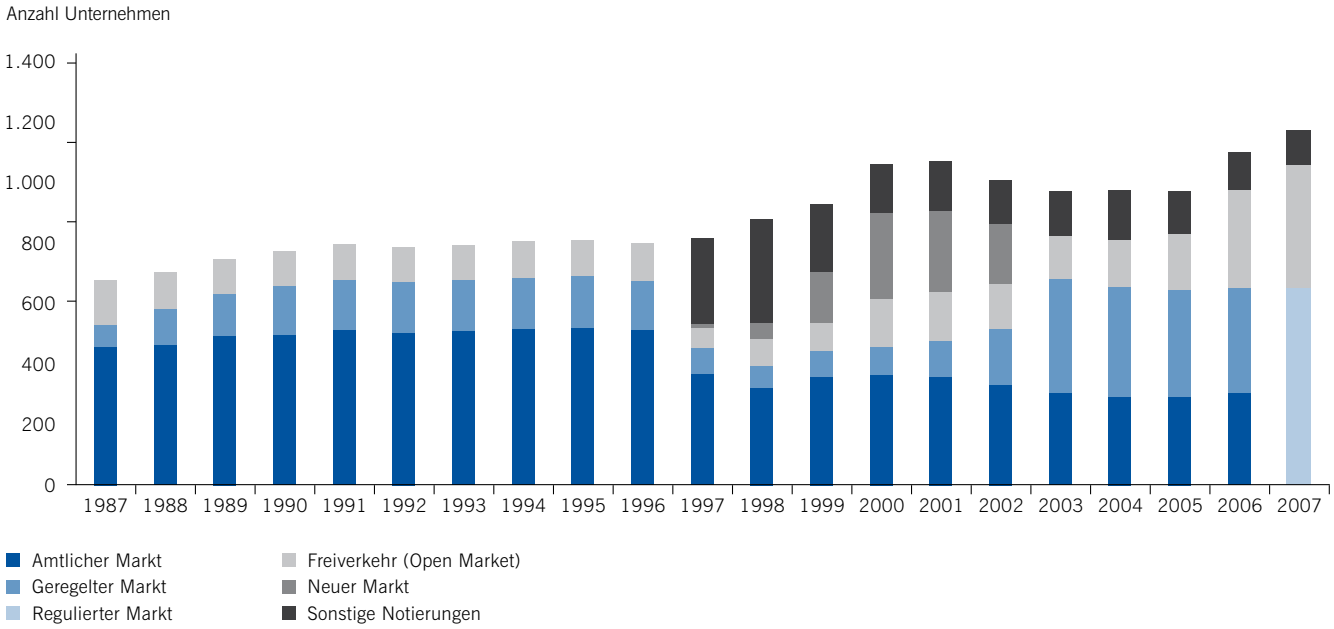
*Die Werte geben die durchschnittlichen Kosten eines Unternehmens für 2008 an.

Scoring im internationalen Vergleich: Small Caps versus Large Caps (Werte für 2008)



Hinweis: Die IPO-Kosten sind als Prozentsatz des Emissionsvolumens gemessen; die Geld-Briefspannen als Prozentsatz des mittleren Geld-Briefkurses.
Die Listingbedingungen wurden mit einem Scoringmodell bewertet, in welches acht verschiedene Kriterien eingingen, nämlich vier verschiedene Liquiditätsmaße, die Kosten von Börsengängen und Kapitalerhöhungen sowie die Börseneinführungsgebühren und die Notierungsgebühren. Bei jedem Kriterium wurde eine Note zwischen 1 (sehr gut) und 5 (ungenügend) vergeben, wobei diese Beurteilung von einem relativen Ranking der verglichenen Börsenplätze abhängig gemacht wurde. Der oben dargestellte Wert ergab sich dann als Mittelwert aus diesen acht Einzelbewertungen.
Quelle: Kaserer, C./Schiereck, D.: Primary Market Activity and the Cost of Going and Being Public, 2008.

Abb. 41: Anzahl börsennotierter inländischer Aktien im Zeitablauf



Hinweis: Ab dem Jahr 2005 wurde der Entry Standard eingeführt, der in den Zahlen des Freiverkehrs (Open Market) enthalten ist.
Quelle: DAI Factobook 2009

Zu beachten ist schließlich noch, dass es neben diesen finanzwirtschaftlichen Motiven eine Reihe weiterer Motive für einen Börsengang gibt, die teilweise auch – direkt oder indirekt – finanzwirtschaftliche Aspekte haben. So kann die Tatsache, dass man mit dem Börsengang den Bekanntheitsgrad des Unternehmens steigert oder dass man den Mitarbeitern aktienbasierte Vergütungssysteme anbieten kann, eine Rolle spielen. Von besonderer Bedeutung ist weiterhin die Tatsache, dass das Unternehmen, sobald es börsennotiert ist, einen wesentlich flexibleren Zugang zu externen Finanzierungsquellen hat, verglichen mit der Situation eines nicht börsennotierten Unternehmens, dessen Finanzierung sehr stark von den Banken oder von unterschiedlichen Quellen auf nicht organisierten Kapitalmärkten abhängt. Schließlich ist als weiteres wichtiges Motiv auch zu bedenken, dass Aktien eines börsennotierten Unternehmens als „Währung“ bei Übernahmen eingesetzt werden können.

Schließlich sei noch kurz ein Blick auf die Primärmarktaktivitäten an der Deutschen Börse geworfen. Wie bereits in Abbildung 15 auf Seite 34 gezeigt wurde, gibt es weltweit einen Trend wachsender Eigenkapitalmärkte, der sich insbesondere auch in Deutschland bemerkbar macht. Damit einher geht eine steigende Marktkapitalisierung der inländischen börsennotierten Unternehmen, welche neben Bewertungsschwankungen insbesondere durch eine steigende Zahl börsennotierter Unternehmen verursacht wird. Dies kann man in Abbildung 41 erkennen.

Kapitalmarktregulierung und alternative Wege zur Börsennotierung

Interessant ist im Übrigen auch, dass sich in den letzten Jahren alternative Wege zur Notierungsaufnahme entwickelt haben. Dies ist nicht zuletzt vor dem Hintergrund der zunehmenden Regulierungsdichte auf den Kapitalmärkten der EU-Länder zu sehen. Um die Vision eines freien und einheitlichen europäischen Wertpapiermarktes erfolgreich auf nationaler Ebene umzusetzen, hat die Europäische Kommission 2001 zwei neue Ausschüsse eingerichtet: Der Europäische Wertpapierausschuss (EWA) berät die Kommission seitdem in Fragen der Wertpapierpolitik. Der Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (AEWRB)[55] berät die Kommission als unabhängige Beratungsinstanz in allen technischen Detailfragen. Der AEWRB setzt sich aus Vertretern der nationalen Wertpapieraufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten zusammen und bildet somit gleichzeitig das Bindeglied zwischen der Kommission und den nationalen Aufsichtsbehörden. In der Zusammenarbeit mit diesen beiden Ausschüssen hat die Europäische Kommission in den vergangenen Jahren neben weiteren Richtlinien auch die Prospektrichtlinie entwickelt. Die EU-Prospektrichtlinie 2003/71/EG, die 2003 verabschiedet und bis spätestens 2005 von den nationalen Wertpapieraufsichtsbehörden in nationales Recht umgewandelt werden musste, hatte weit reichende Folgen für den Verkauf von Wertpapieren mittels eines öffentlichen Angebots.

Die EU-Prospektrichtlinie 2003/71/EG wurde mit der Maßgabe erstellt, zur Vollendung des europäischen Binnenmarktes beizutragen. Dazu sollte die grenzüberschreitende Emission von Wertpapieren erleichtert werden. Bis zur Verabschiedung der Prospektrichtlinie waren die nationalen Regulierungsbehörden in Eigenregie dafür verantwortlich, Regeln für Art, Umfang, und Inhalt des Emissionsprospekts zu definieren. Als Resultat war das Regelwerk bezüglich der Regulierung von Neuemissionen in den einzelnen EU-Ländern stark heterogen. Im Rahmen der Prospektrichtlinie erfolgte erstmals eine Definition des Begriffs „öffentliches Angebot“.[56] Das Fehlen einer eindeutigen Definition führte in der Praxis regelmäßig zu Abgrenzungsschwierigkeiten zwischen IPOs und Privatplatzierungen, wodurch Vergleiche von Primärmarktaktivitäten an verschiedenen europäischen Börsenplätzen verzerrt wurden.[57]

Die Richtlinie nennt einige wenige Ausnahmen von der Verpflichtung, einen Prospekt zu veröffentlichen. So sind insbesondere Angebote, die sich ausschließlich an qualifizierte Anleger richten, von der Prospektpflicht ausgenommen. Die Prospektrichtlinie verpflichtet die Mitgliedstaaten überdies dazu, in ihren nationalen Gesetzen eine Haftung für die Verantwortlichen des Prospekts vorzusehen. Von besonderer Bedeutung ist zudem die Gleichsetzung des Prospektes mit einem „europäischen Pass für Emittenten“, die durch die Prospektrichtlinie erfolgt. Der auf Grundlage der Prospektrichtlinie herausgegebene Prospekt dient hierbei gleichzeitig als „europäischer

55) Der Ausschuss ist besser bekannt unter seiner englischsprachigen Bezeichnung: Committee of European Securities Regulators (CESR).
56) Art. 2, Abs. 1 lit. D der EU-Prospektrichtlinie 2003/71/EG definiert ein „öffentliches Angebot von Wertpapieren“ als eine Mitteilung an das Publikum in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und die anzubietenden Wertpapiere enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, sich für den Kauf oder die Zeichnung dieser Wertpapiere zu entscheiden. Diese Definition gilt auch für die Platzierung von Wertpapieren durch Finanzintermediäre.
57) Vgl. zu dieser Problematik Kaserer, C./Schiereck, D.: Primary Market Activity and the Cost of Going and Being Public, 2008, verfügbar unter: www.cefs.de und www.deutsche-boerse.com; siehe auch Fußnote 59.

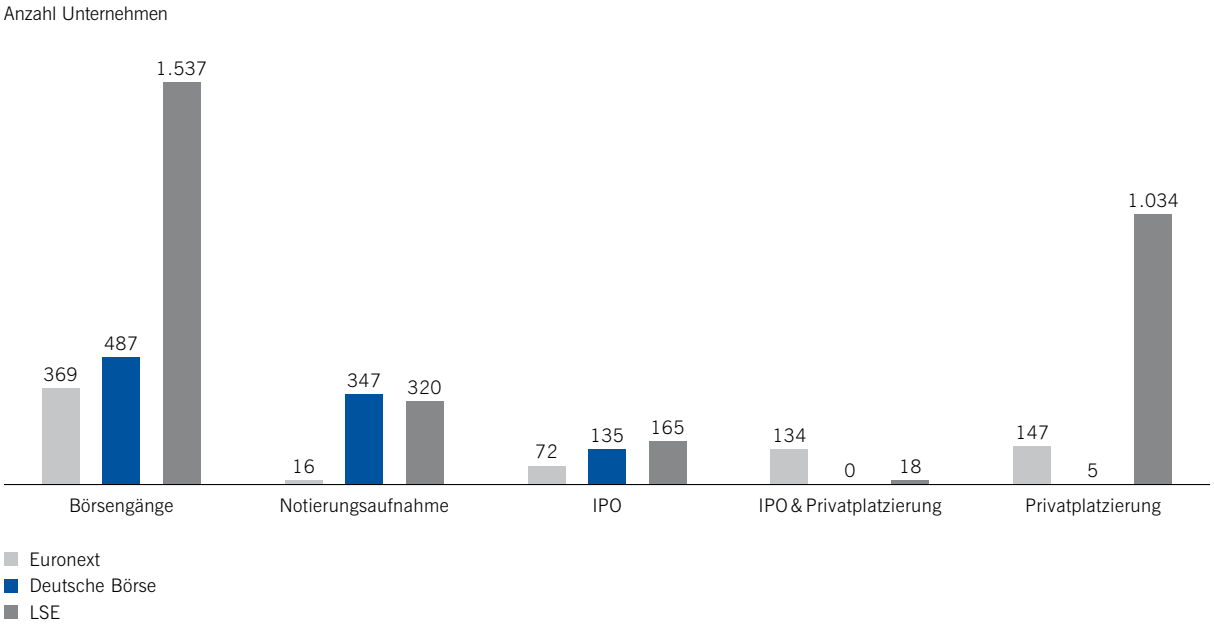
Pass“ für Emittenten von Wertpapieren, die ihre Wertpapiere in mehreren Mitgliedsstaaten anbieten möchten. Nach der Billigung des Prospekts durch die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedsstaats kann der Prospekt als „europäischer Pass“ ohne weitere Genehmigung auch in anderen Mitgliedsländern veröffentlicht werden. Dadurch entfällt die aufwendige Verpflichtung, den erstellten Prospekt in jedem Mitgliedsland einzeln genehmigen zu lassen. Als Resultat soll eine über nationale Grenzen hinweggehende Emission nun viel leichter durchführbar sein.

Die damit ausgelöste Intensivierung des Wettbewerbs auf den europäischen Primärmärkten hat auch zu einem Regulierungswettbewerb geführt. Nachdem Neuemissionen unter der Prospektrichtlinie EU-weit einheitlich geregelt wurden, haben die Börsenbetreiber damit begonnen, Marktsegmente außerhalb dieses EU-regulierten Marktes zu etablieren, für die dann etwa auch die Vorschriften der Transparenzrichtlinie nicht gelten. Unter Beachtung der weiter oben beschriebenen Ausnahmeregelungen von der Prospektrichtlinie, können Emittenten den Zugang zu diesen nicht regulierten Märkten auch ohne Emissionsprospekt erwirken, wobei die Vorschriften des Börsenbetreibers und ggf. weitere nationale Vorschriften zu beachten sind. Der AIM in London oder der Entry Standard in Frankfurt sind Beispiele für solche nicht EU-regulierten Börsensegmente.

So hat sich gezeigt, dass die Unternehmen seit 2005 vermehrt Wege für einen Börsengang suchen, mit denen ein IPO und die damit zusammenhängende Prospektpflicht vermieden werden kann. Wie man in Abbildung 42 sehen kann, ist dies am Londoner AIM-Markt vor allem durch Privatplatzierungen geschehen, während an der Deutschen Börse in Frankfurt es zu einer großen Zahl von Notierungsaufnahmen am nicht regulierten Markt kam. Konkret stellt Abbildung 42 die Anzahl der Börsengänge für den Zeitraum von Januar 2005 bis März 2008 graphisch dar. Betrachtet man die Gesamtzahl neuer Börsennotierungen an den einzelnen Börsenplätzen, so liegt die LSE mit 1.537 Notierungen vor der DBAG mit 487 und der Euronext mit 369 Notierungen.[58)]

58) Die hier verwendeten Zahlen stammen aus Kaserer, C./Schiereck, D.: Primary Market Activity and the Cost of Going and Being Public, 2008, verfügbar unter: www.cefs.de und deutsche-boerse.com; die Autoren haben diese Zahlen wiederum den von den Börsenbetreibern veröffentlichten Statistiken entnommen.

Abb. 42: Verschiedene Formen des Börsengangs im europäischen Vergleich



Hinweis: Dargestellt wird hier die Anzahl der neuen Unternehmen im Zeitraum von Januar 2005 bis Ende März 2008.
Quelle: Kaserer, C./Schiereck, D.: Primary Market Activity and the Cost of Going and Being Public, 2008

Die DBAG verzeichnet für den Betrachtungszeitraum 347 reine Notierungsaufnahmen. Während dies für die LSE ähnlich viele (320) sind, verzeichnet die Euronext nur 16 reine Notierungsaufnahmen. Die geringsten Unterschiede zwischen den Börsenplätzen gibt es bei den IPOs, wo die LSE mit 165 Fällen nur knapp vor der Deutschen Börse mit 135 Fällen liegt. Die Euronext folgt etwas abgeschlagen mit 72 IPOs. Eine Besonderheit der Euronext ist eine Mischform aus Neuemission und Privatplatzierung. Bei diesen Transaktionen werden durchschnittlich etwa 10 Prozent der Aktien über ein öffentliches Angebot verkauft und die restlichen 90 Prozent privat platziert. Im Beobachtungszeitraum fanden 134 solcher Transaktionen statt. An der LSE findet diese Mischform sehr selten statt, an der Deutschen Börse ist kein einziger Fall dokumentiert. Am größten sind die Unterschiede im Bereich der Privatplatzierungen. An der LSE machen Privatplatzierungen etwa zwei Drittel aller Transaktionen aus (1.034 von 1.537). An der Euronext sind 147 Privatplatzierungen dokumentiert, an der Deutschen Börse lediglich fünf.[59)]

59) Es ist zu vermuten, dass diese großen Unterschiede auf unterschiedliche Erhebungsmethoden an den verschiedenen Börsenplätzen zurückgehen. Da eine Privatplatzierung außerhalb der Börse und ohne formales Genehmigungsverfahren stattfindet, bleibt unklar, mittels welcher Methoden die Börsen hier überhaupt in der Lage sind, zuverlässige Statistiken zu erheben. Insoweit sollten diese Ergebnisse, die sich ja auf Veröffentlichungen der Börsen stützen, mit großer Vorsicht interpretiert werden.

Unternehmensentwicklung nach einem Börsengang ...

Wir wenden uns nun in diesem Abschnitt der entscheidenden Frage zu: Lohnt sich aus der Sicht des Unternehmens die Börsennotierung? Natürlich hat diese Fragestellung sehr viele Facetten und ist insofern in ihrer Komplexität auch schwierig zu beantworten. Daher soll im Folgenden lediglich die Entwicklung von Unternehmen nach ihrem Börsengang etwas näher beleuchtet werden. Daraus lassen sich vorsichtige Rückschlüsse ziehen, inwiefern sich der Börsengang im Querschnitt der betrachteten Unternehmen gelohnt hat. Dazu betrachten wir alle 106 Unternehmen, welche im Zeitraum 2004 bis einschließlich 2006 ihren IPO durchgeführt haben. Im Vordergrund steht die Frage, ob die Unternehmen den Börsengang tatsächlich dazu nutzen konnten, Wachstumspotentiale zu realisieren, die Unternehmensentwicklung zu stabilisieren und Finanzierungsrestriktionen zu überwinden. Vorausgeschickt werden sollte, dass hier keine Ursache-Wirkungsanalyse erstellt werden kann, bei der die alleinigen Wirkungen des Börsengangs isoliert werden können. Dazu wäre ein Vergleich der Unternehmen, die sich für einen Börsengang entschieden haben, mit einer Kontrollgruppe notwendig, bei der es keinen solchen Börsengang gab. Dies ist mangels Datenverfügbarkeit nicht möglich. Daher soll vielmehr verifiziert werden, ob die im vorangegangen Abschnitt genannten Chancen eines Börsengangs von einer Mehrheit der Unternehmen auch ergriffen werden konnten.

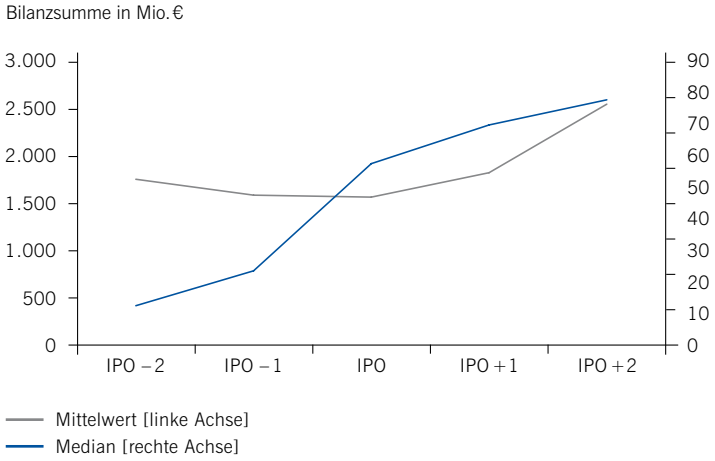
... in Bezug auf die Realisierung von Wachstumspotentialen

Hierzu beginnen wir mit der Fragestellung, ob es Unternehmen nach ihrem Börsengang tatsächlich gelingt, Wachstumspotentiale zu realisieren. Eine sehr einfache Methode dies zu messen besteht darin, sich die Entwicklung der Bilanzsumme anzuschauen. Eine Wachstumsstrategie sollte sich – in den meisten Fällen – auch an einer steigenden Bilanzsumme erkennen lassen. Dabei wird hier nicht zwischen einem internen oder organischen und einem externen Wachstum differenziert. Es mag also durchaus sein, dass ein Teil der im Folgenden dargestellten Wachstumseffekte auf Akquisitionen zurückgehen. Da diese Teil einer Wachstumsstrategie sind und zu vermuten ist, dass sie ohne den Börsengang nicht ohne weiteres hätten realisiert werden können, ist dies durchaus zweckmäßig.

Schließlich sei auch noch erwähnt, dass das hier dargestellte Wachstum der Unternehmen, die sich für einen Börsengang entschieden haben, nicht ohne weiteres verallgemeinert werden kann. Da wir Börsengänge im Zeitraum 2004 bis 2008 betrachten, liegen einige der betrachteten Zeiträume insoweit in einem günstigen Konjunkturzyklus, als im Jahr 2004 ein konjunktureller Aufschwung begann, der bis zum Jahre 2007 anhielt. Die Ergebnisse sind vor diesem Hintergrund mit Vorsicht zu interpretieren.

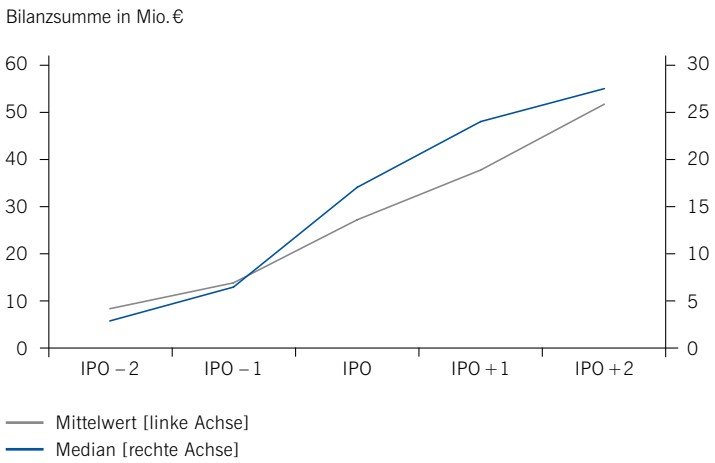
Wie man in Abbildung 43 erkennen kann, kommt es nach einem Börsengang tatsächlich zu einem Bilanzsummenwachstum, welches aber bei vielen Unternehmen schon vor dem Börsengang einsetzte. Dies steht in Einklang mit der Vermutung, dass der Börsengang durch Wachstumspotentiale verursacht wird. Diese Potentiale werden vermutlich zu einem Teil

Abb. 43: Entwicklung der Bilanzsumme vor und nach einem Börsengang



Hinweis: „IPO +x" bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Abb. 44: Entwicklung der Bilanzsumme kleinerer Unternehmen vor und nach einem Börsengang



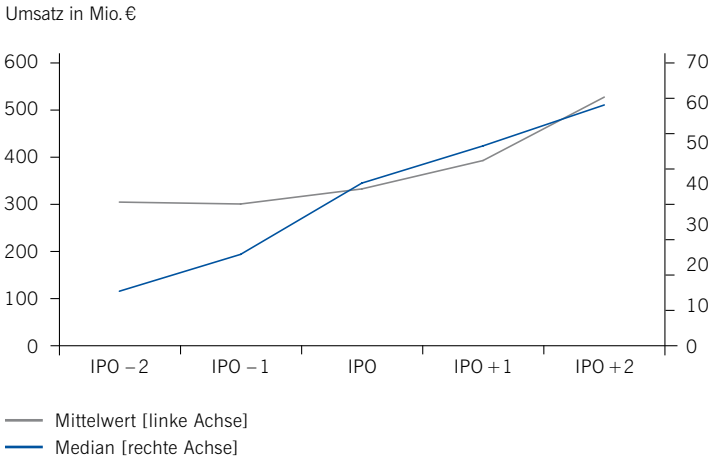
Hinweis: „IPO +x" bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde; ein Unternehmen wurde als „klein" definiert, wenn es zum Zeitpunkt des Börsengangs eine Marktkapitalisierung von weniger als 100 Mio. € hatte.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

schon vor dem Börsengang realisiert. Dabei stellt sich aber heraus, dass es für ein nachhaltiges Wachstum umfangreicherer Finanzierungsquellen bedarf. Diese Erkenntnis führt das Management unmittelbar zur Frage, ob das Unternehmen börsenfähig ist. Man kann diesen Aspekt im Übrigen auch von der Kapitalmarktseite aus betrachten. Die Platzierung eines IPOs beim Anlegerpublikum wird umso leichter sein, je überzeugender dieses Unternehmen seine Wachstumsperspektiven darstellen kann. Dies wird sich auch in der Bewertung des Unternehmens bemerkbar machen. Folglich werden Unternehmen, die nicht über solche überzeugenden Perspektiven verfügen, eher von einem Börsengang absehen.

Wie man in Abbildung 44 erkennen kann, ändert sich das Bild nicht, wenn man nur kleinere IPOs betrachtet, also solche Unternehmen, die zum Zeitpunkt des Börsengangs eine Marktkapitalisierung von weniger als 100 Millionen € aufzuweisen hatten. Dabei ist auch nicht überraschend, dass das Bilanzsummenwachstum bei den kleineren Unternehmen über den betrachteten Fünfjahreszeitraum mit durchschnittlich 67 Prozent p.a. deutlich höher ist als bei allen Unternehmen, wo es nur 10 Prozent p.a. beträgt.

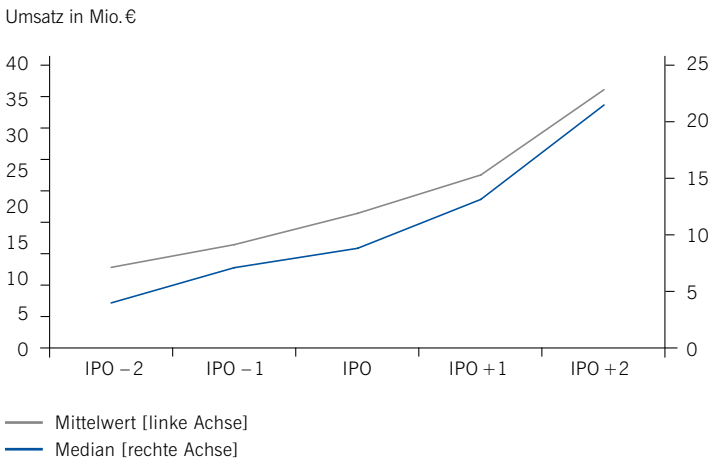
Um die Wachstumseffekte auch solcher Unternehmen zu erfassen, die aufgrund ihres Geschäftsmodells eine geringe Anlagenintensität haben, also etwa Dienstleistungsunternehmen im Hochtechnologiebereich, wird im nächsten Schritt die Umsatzentwicklung betrachtet. Es zeigt sich ein analoges Bild, wie man in Abbildung 45 und Abbildung 46 erkennen kann. Im Durchschnitt über die betrachteten fünf Jahre liegt das Umsatzwachstum bei allen IPO-Unternehmen bei 15 Prozent p.a., bei der Gruppe der kleineren Unternehmen bei 34 Prozent.

Abb. 45: Umsatzentwicklung vor und nach einem Börsengang



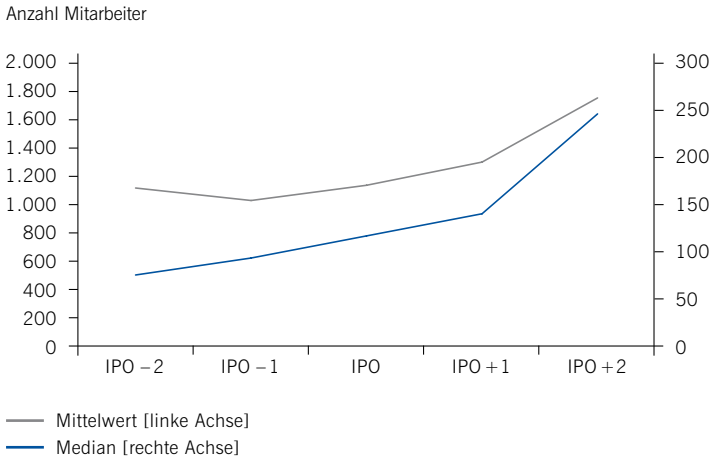
Hinweis: „IPO +x“ bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Abb. 46: Umsatzentwicklung von kleineren Unternehmen vor und nach einem Börsengang



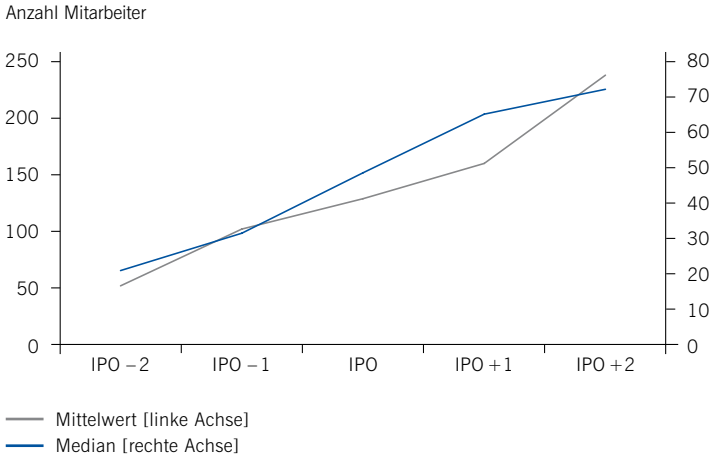
Hinweis: „IPO+x“ bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde; ein Unternehmen wurde als „klein“ definiert, wenn es zum Zeitpunkt des Börsengangs eine Marktkapitalisierung von weniger als 100 Mio. € hatte.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Abb. 47: Entwicklung der Mitarbeiterzahl vor und nach einem Börsengang



Hinweis: „IPO +x" bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Abb. 48: Entwicklung der Mitarbeiterzahl bei kleineren Unternehmen vor und nach einem Börsengang



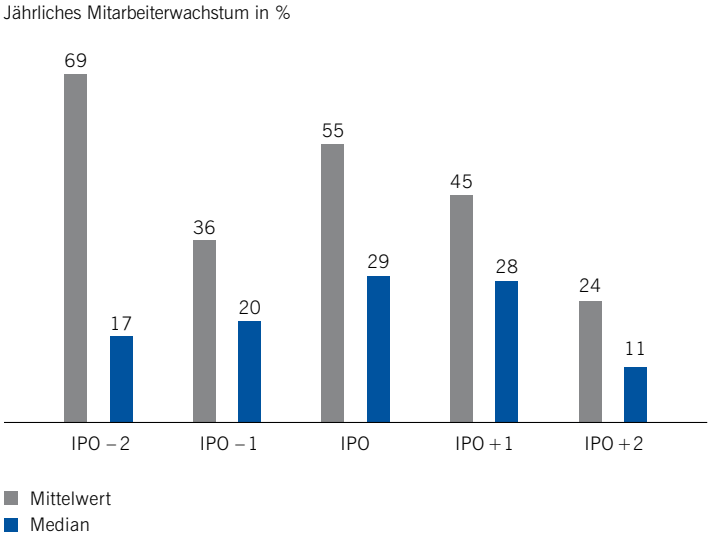
Hinweis: „IPO+x" bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde; ein Unternehmen wurde als „klein" definiert, wenn es zum Zeitpunkt des Börsengangs eine Marktkapitalisierung von weniger als 100 Mio. € hatte.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

… in Bezug auf die Entwicklung der Mitarbeiterzahl

Es ist nicht überraschend, dass diese Entwicklung mit einer kräftigen Zunahme in der Mitarbeiterzahl einhergeht. Wie man in Abbildung 47 und Abbildung 48 sieht, nimmt die Zahl der Mitarbeiter ausgehend von dem Zeitpunkt zwei Jahre vor dem Börsengang bis zwei Jahre nach dem Börsengang um durchschnittlich 12 Prozent p.a. zu. Bei den kleineren Unternehmen ist dieses Wachstum noch ausgeprägter, es beträgt dort 46 Prozent. Die Börsengänge der letzten Jahre sind somit mit einer deutlichen Aufstockung des Personalstamms einhergegangen.

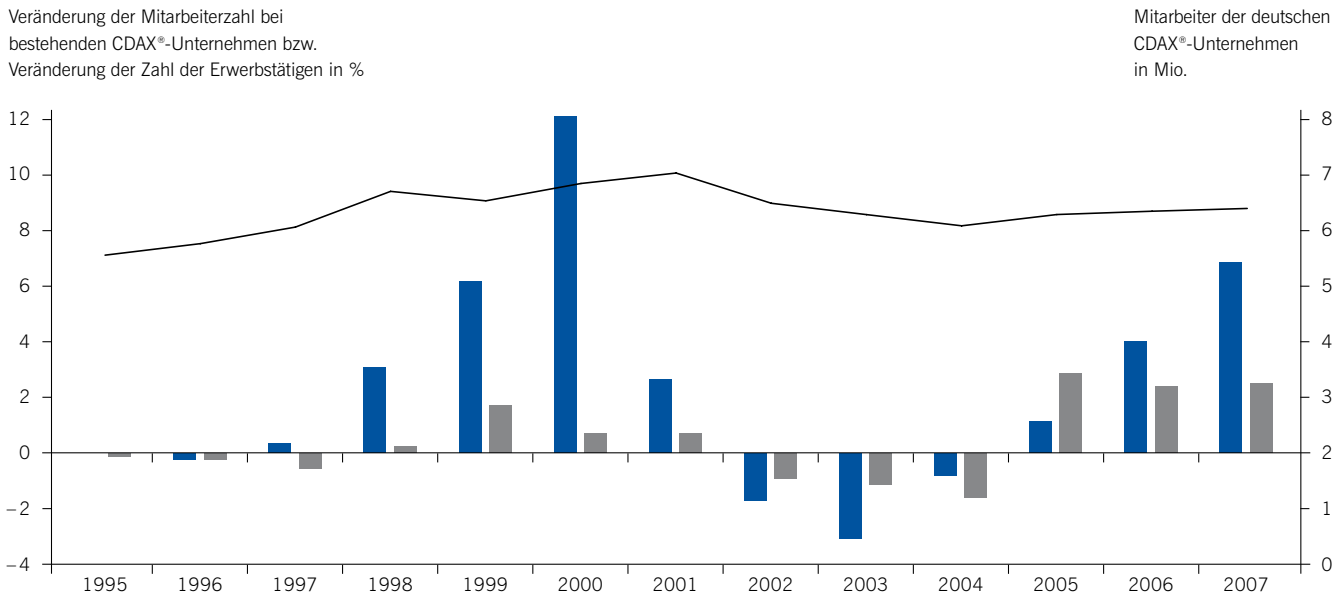
Obwohl es aus den vorangegangenen Abbildungen nicht unmittelbar zu erkennen ist, vermutet man doch aus theoretischen Gründen, dass das Wachstum der Unternehmen nach dem Börsengang besonders hoch sein sollte, sich danach aber langsam abschwächen müsste. Dies hängt einfach damit zusammen, dass die aus dem Börsengang generierten Finanzmittel für die relativ schnelle Realisierung von neuen Investitionsvorhaben genutzt werden, so dass sich der damit verbundene Wachstumseffekt auch schnell bemerkbar machen sollte. Zudem kommt ein Basiseffekt insoweit hinzu, als es ausgehend von einem höheren Niveau immer größerer Investitionsvolumina bedürfte, wollte man ein konstantes Wachstum aufrechterhalten. Exemplarisch sei dies am Beispiel des Mitarbeiterwachstums in Abbildung 49 dargestellt. Tatsächlich zeigt sich, dass die mediane Wachstumsrate im Jahr des Börsengangs am stärksten ist, während sie in den Folgejahren kontinuierlich zurückgeht, wenngleich sie nach wie vor auf einem hohen positiven Niveau verharrt.

Abb. 49: Jährliches Wachstum der Mitarbeiterzahl vor und nach einem Börsengang



Hinweis: „IPO +x“ bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Abb. 50: Entwicklung der Mitarbeiterzahl bei börsennotierten Unternehmen und der Zahl der Erwerbstätigen in Deutschland



■ Median der Veränderungsrate der Beschäftigtenzahl bei bestehenden CDAX®-Unternehmen
■ Veränderung der Zahl der Erwerbstätigen
— Zahl der in CDAX®-Unternehmen beschäftigten Personen

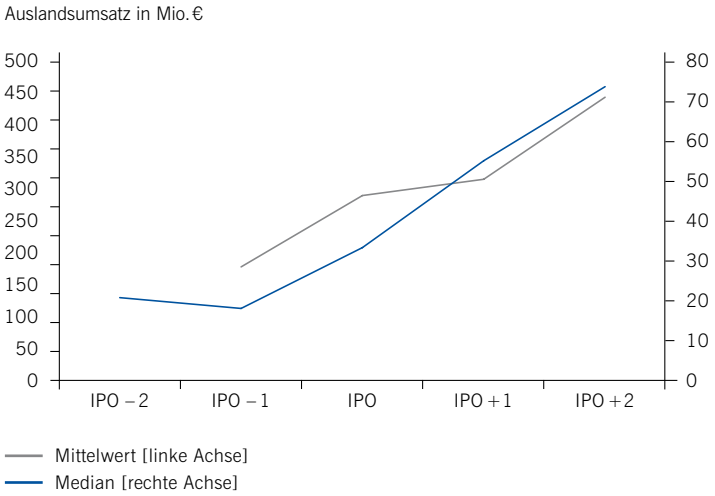
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Statistisches Bundesamt

Diese Ergebnisse lassen vermuten, dass börsennotierte Unternehmen insgesamt eine wichtige Arbeitgeberfunktion erfüllen. Tatsächlich ist der Anteil der bei börsennotierten Unternehmen beschäftigten Personen von etwa 5,6 Millionen im Jahr 1995 auf 6,4 Millionen im Jahr 2007 gestiegen, wie man in Abbildung 50 sehen kann. Der Anteil an den Erwerbstätigen insgesamt liegt in den letzten Jahren ziemlich konstant bei 17 Prozent. Um die Jahrtausendwende lag dieser Anteil vorübergehend sogar bei 19 Prozent, bis Mitte der 90er lag er unter 16 Prozent. Interessant ist an Abbildung 50 zudem die zeitliche Entwicklung der Mitarbeiterzahl bei den börsennotierten Unternehmen. Wie man sehen kann, sind insbesondere in den Börsenaufschwungphasen die Wachstumsraten deutlich höher als in der Gesamtwirtschaft, wohingegen in den Abschwungphasen der Arbeitsplatzabbau tendenziell stärker ausgeprägt ist als in der Gesamtwirtschaft.

… in Bezug auf das Wachstum des Auslandsgeschäfts

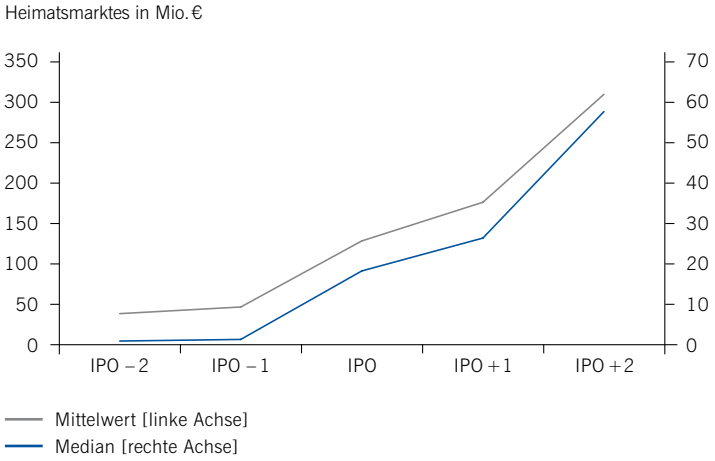
Dass ein Börsengang in vielen Fällen tatsächlich für die Realisierung von Wachstumsopportunitäten genutzt wird, lässt sich auch an anderen Indikatoren festmachen. So wäre zu vermuten, dass in einer globalisierten Welt Wachstumsstrategien häufig mit der Erschließung ausländischer Märkte einhergehen. Somit sollte sich bei wachstumsstarken Unternehmen – zumindest im Regelfall – der Anteil des im Ausland erwirtschafteten Umsatzes erhöhen. Dies wird durch Abbildung 51 tatsächlich belegt. Wie man sehen kann, steigt der Auslandsumsatz im Zeitraum zwei Jahre vor dem Börsengang bis zwei Jahre nach dem Börsengang um durchschnittlich 38 Prozent p.a. Dasselbe Bild zeigt sich auch, wenn man sich die Entwicklung der in den Auslandsaktivitäten gebundenen Vermögenswerte anschaut. Abbildung 52 weist hier sogar eine Wachstumsrate von 68 Prozent auf, wobei zu beachten ist, dass in dieser Darstellung ausnahmsweise nur Nicht-Finanzunternehmen betrachtet wurden, um Verzerrungen zu vermeiden, die sich aus der spezifischen Segmentberichterstattung von Finanzunternehmen ergeben.

Abb. 51: Entwicklung des Auslandsumsatzes vor und nach einem Börsengang



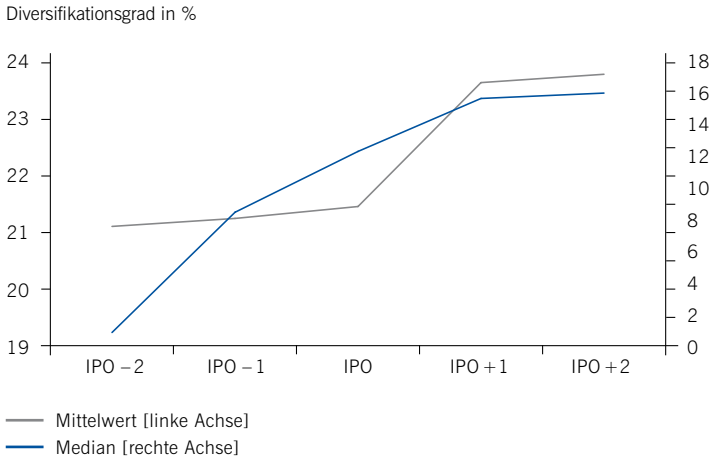
Hinweis: „IPO +x“ bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde; der Mittelwert des Auslandsumsatzes im Jahr „IPO – 2“ wird wegen einer Ausreißerproblematik nicht dargestellt.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Abb. 52: Entwicklung der in ausländischen Geschäftsaktivitäten gebundenen Vermögenswerte vor und nach einem Börsengang (ohne Finanzdienstleister)



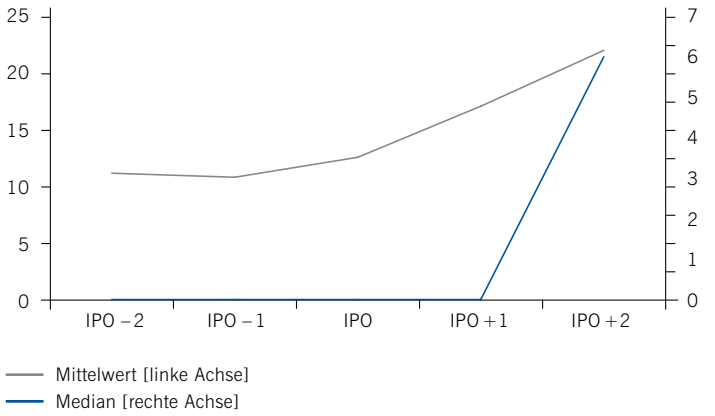
Hinweis: „IPO +x“ bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde; hier werden nur Nicht-Finanzunternehmen betrachtet.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Abb. 53: Entwicklung des Diversifikationsgrades vor und nach einem Börsengang (1)



Hinweis: „IPO +x“ bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde; der Diversifikationsgrad ist als 1-Herfindahl-Index über die in der Segmentberichterstattung ausgewiesenen Umsätze der verschiedenen Geschäftsfelder gemessen; dabei ergibt sich der Herfindahl-Index als Summe der quadrierten Umsatzanteile der verschiedenen Geschäftsfelder.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Abb. 54: Entwicklung des Diversifikationsgrades bei kleineren Unternehmen vor und nach einem Börsengang (1)



Hinweis: „IPO +x“ bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde; ein Unternehmen wurde als „klein“ definiert, wenn es zum Zeitpunkt des Börsengangs eine Marktkapitalisierung von weniger als 100 Mio. € hatte; der Diversifikationsgrad ist als 1-Herfindahl-Index über die in der Segmentberichterstattung ausgewiesenen Umsätze der verschiedenen Geschäftsfelder gemessen; dabei ergibt sich der Herfindahl-Index als Summe der quadrierten Umsatzanteile der verschiedenen Geschäftsfelder.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

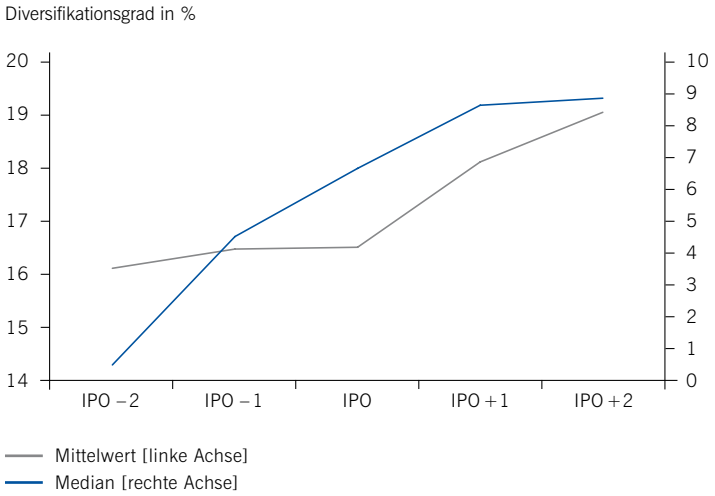
… in Bezug auf die Entwicklung neuer Geschäftsfelder

Ein weiterer Aspekt mittels welchem sich die Wahrnehmung von Wachstumspotenzialen überprüfen lässt, ist der Diversifikationsgrad des Unternehmens. Obwohl nicht zwingend, lässt sich doch vermuten, dass Wachstumschancen, für die man erhebliche Finanzmittel braucht, sich häufig außerhalb des eigenen Kerngeschäfts oder in dazu angrenzenden Gebieten eröffnen. Insoweit müsste man bei den Unternehmen nach dem Börsengang eine Zunahme der Diversifikation beobachten.

Abbildung 53 zeigt diesen Effekt sehr deutlich. Es kommt gemessen an der Umsatzverteilung über die verschiedenen Geschäftsbereiche zu einem deutlichen und über die Jahre kontinuierlichem Anstieg der Diversifikation. Wenn man sich die kleineren Unternehmen anschaut, ist dabei interessant, dass diese im Mittel vor dem Börsengang überhaupt keine Diversifikation über die Geschäftsfelder hatten. Nach dem Börsengang werden dann offensichtlich neue Geschäftsfelder erschlossen, so dass dann auch der Diversifikationsgrad steigt. Dies lässt sich anhand von Abbildung 54 nachweisen.

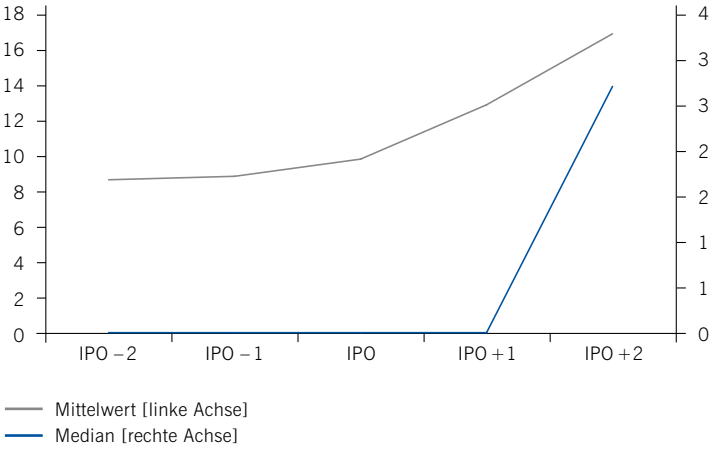
Eine alternative Methode, den Diversifikationsgrad darzustellen, besteht darin, dass man sich anschaut, welcher Anteil des Umsatzes außerhalb des größten Segments erwirtschaftet wird. Diese Methode hat den Vorteil, dass man die zahlenmäßige Darstellung besser interpretieren kann als bei der Messung der Diversifikation durch den Herfindahl-Index. Die Ergebnisse sind in Abbildung 55 und Abbildung 56 dargestellt. Über alle Unternehmen betrachtet liegt der Umsatzanteil außerhalb des größten Segments zwei Jahre vor dem IPO bei mindestens 50 Prozent der Unternehmen bei null. Danach steigt dieser Anteil kontinuierlich und liegt zwei Jahre nach dem IPO bei 9 Prozent. Ähnlich verhält es sich bei den kleineren Unternehmen, wobei dort interessanterweise noch im Jahr des Börsengangs mindestens 50 Prozent der Unternehmen lediglich über ein Geschäftssegment verfügen. Zwei Jahre nach dem Börsengang erwirtschaften dann 50 Prozent der Unternehmen immerhin mindestens 3 Prozent ihres Umsatzes außerhalb des wichtigsten Segments.

Abb. 55: Entwicklung des Diversifikationsgrades vor und nach einem Börsengang (2)



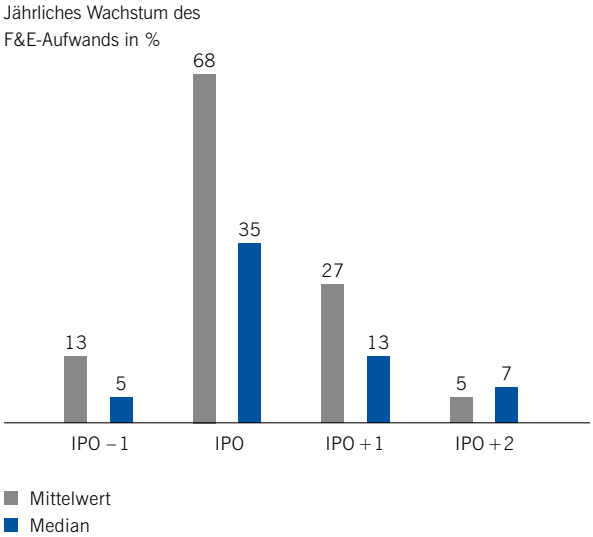
Hinweis: „IPO +x“ bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde; der Diversifikationsgrad ist hier durch den Umsatzanteil, der außerhalb des größten Segments erwirtschaftet wird, gemessen.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Abb. 56: Entwicklung des Diversifikationsgrades bei kleineren Unternehmen vor und nach einem Börsengang (2)



Hinweis: „IPO +x“ bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde; ein Unternehmen wurde als „klein“ definiert, wenn es zum Zeitpunkt des Börsengangs eine Marktkapitalisierung von weniger als 100 Mio. € hatte; der Diversifikationsgrad ist hier durch den Umsatzanteil, der außerhalb des größten Segments erwirtschaftet wird, gemessen.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Abb. 57: Wachstum des F&E-Aufwands vor und nach einem Börsengang



Hinweis: „IPO +x“ bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde; hier werden lediglich Unternehmen betrachtet, die ihren F&E-Aufwand auch ausweisen. Wegen der geringen Beobachtungszahl werden die Ergebnisse für das Jahr „IPO – 2“ nicht dargestellt.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

… in Bezug auf Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten

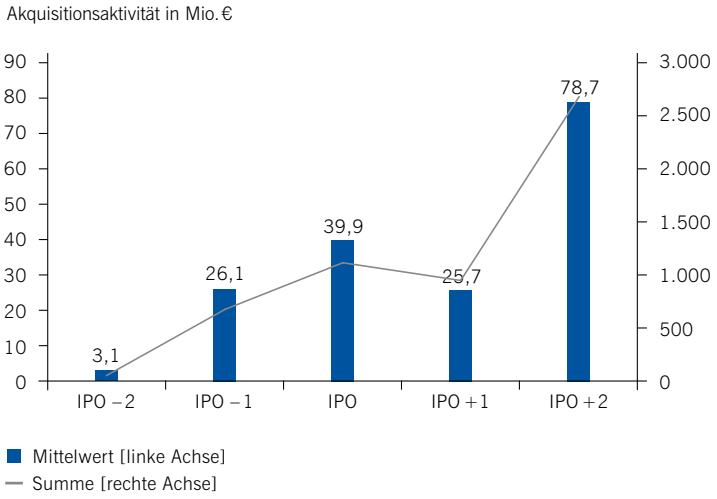
Weiterhin ist anzunehmen, dass bei technologieorientierten Unternehmen der Börsengang für einen Ausbau und eine Stabilisierung der Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten genutzt wird. Folglich müsste man bei diesen Unternehmen erwarten, dass sie ihren F&E-Aufwand nach dem Börsengang erhöhen. Dies kann in Abbildung 57 belegt werden. Dabei zeigt sich, dass das Wachstum im Jahr des Börsengangs am höchsten ist und danach langsam zurückgeht. Insgesamt steigt damit der F&E-Aufwand nach dem Börsengang deutlich an und scheint auch auf diesem höheren Niveau zu verharren.

… in Bezug auf Akquisitionsaktivitäten

Abschließend sei noch ein Befund hinsichtlich der Akquisitionsaktivität der Unternehmen präsentiert. Da diese in vielen Fällen Teil einer Wachstumsstrategie sein wird, ist zu erwarten, dass es nach dem IPO eine nicht unerhebliche Akquisitionsaktivität gibt. Dies wird in Abbildung 58 belegt. Die Akquisitionsaktivität steigt nach dem Börsengang deutlich an. In absoluten Zahlen ausgedrückt liegt die Summe der Akquisitionsaktivitäten aller betrachteten Unternehmen bei knapp unter 60 Millionen € zwei Jahre vor dem Börsengang. Zwei Jahre nach dem Börsengang beträgt diese Summe rund 2,7 Milliarden €.

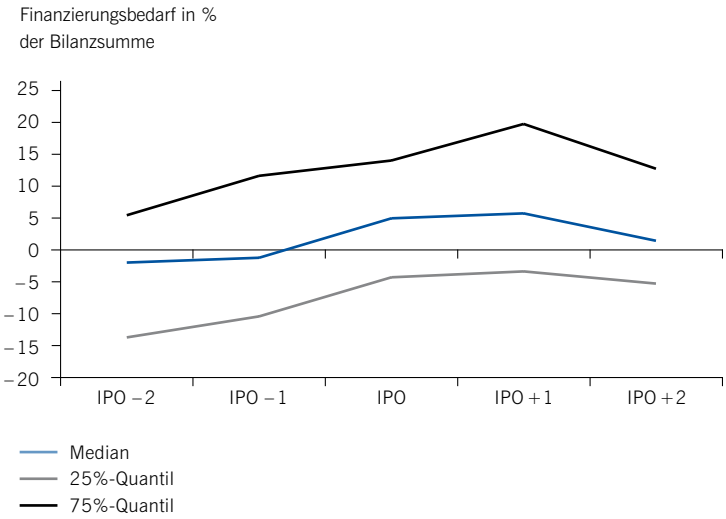
Zusammenfassend kann man sagen, dass die bisherigen Darstellungen deutlich belegen konnten, dass die Unternehmen den Börsengang für eine Realisierung von Wachstumsopportunitäten nutzen. Dies steht in Einklang mit den eingangs dargestellten Motiven für die Durchführung eines Börsengangs. Abschließend sei noch darauf hingewiesen, dass die hier dargestellten Ergebnisse sich nicht wesentlich ändern, wenn man lediglich Industrieunternehmen betrachten würde. Aus Platzgründen wurden die Ergebnisse für diese Teilgruppe von Unternehmen nicht wiedergegeben.

Abb. 58: Entwicklung der Akquisitionsaktivität vor und nach einem Börsengang



Hinweis: „IPO +x“ bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Abb. 59: Entwicklung des Finanzierungsspielraums vor und nach einem Börsengang



Hinweis: „IPO +x“ bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde; der Finanzierungsbedarf ist hier gemessen als Investitionsausgaben minus operativem Cashflow gemäß Kapitalflussrechnung.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

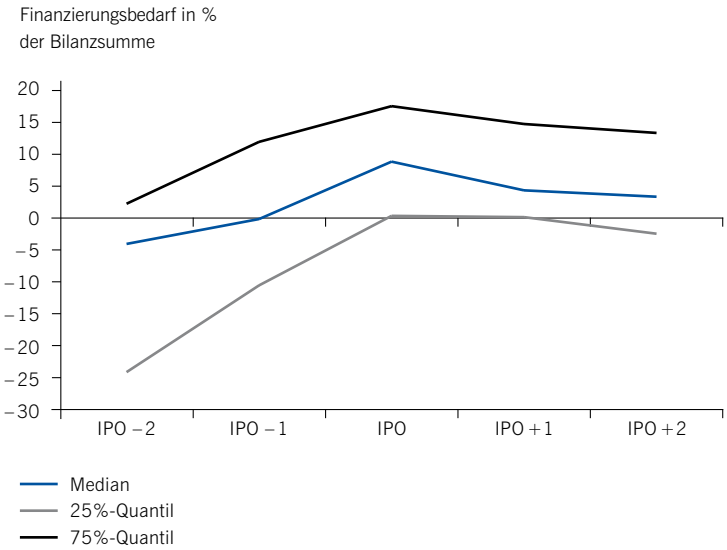
… in Bezug auf die Erweiterung des Finanzierungspielraums und die Finanzierung neuer Investitionen

Die zweite eingangs geäußerte Vermutung bestand darin, dass es Unternehmen mit dem Börsengang gelingen sollte, ihre Eigenkapitalbasis zu stärken und damit auch Finanzierungsrestriktionen zu reduzieren. Unter einer Finanzierungsrestriktion versteht man grundsätzlich die Tatsache, dass ein Unternehmen zwar über profitable Investitionsalternativen verfügt, diese aber mangels einer Finanzierung nicht realisieren kann. Naturgemäß ist die Messung solcher Finanzierungsrestriktionen schwierig, weshalb es dazu auch eine umfassende und zum Teil widersprüchliche akademische Literatur gibt. Im einfachsten Fall könnte man allerdings sagen, dass Unternehmen, die über einen längeren Zeitraum ihr Investitionsvolumen ausschließlich aus internen Cashflows speisen, vermutlich Probleme haben, sich externe Finanzmittel zu beschaffen. Wären diese nämlich verfügbar, würden sie gelegentlich auch Investitionen tätigen, deren Volumen über die intern generierten Mittel hinausgehen. Vor dem Hintergrund dieser Überlegung wird eine Finanzierungsrestriktion häufig dann vermutet, wenn die Investitionsausgaben kleiner sind als die operativen Cashflows. Konkret misst man also das Vorhandensein einer Finanzierungsrestriktion an der Differenz zwischen Investitionsausgaben und operativem Cashflow. Ist diese Differenz positiv, dann hat sich das Unternehmen externe Finanzmittel beschafft, jedenfalls soweit, als nicht auf Kassenbestände zurückgegriffen werden konnte; ist die Differenz hingegen negativ, wurde keine externe Finanzierung in Anspruch genommen.

Es wurde in Kapitel 3 schon gezeigt, dass börsennotierte Unternehmen vermutlich weniger von Finanzierungsrestriktionen betroffen sind als nicht börsennotierte Unternehmen. Insofern wäre zu erwarten, dass mit dem Börsengang auch die Bedeutung von Finanzierungsrestriktionen sinkt. Dies soll im Folgenden untersucht werden. Dazu wird die Differenz zwischen Investitionsausgaben und operativem Cashflow betrachtet. Diese wird zur Vereinfachung als Finanzierungsbedarf bezeichnet. Ist er negativ, so liegt ein Hinweis auf eine Finanzierungsrestriktion vor. Wie man nun in Abbildung 59 erkennen kann, scheint der Börsengang tatsächlich einen positiven Einfluss auf die Minderung von Finanzierungsrestriktionen zu haben. Jedenfalls ist der Finanzierungsbedarf bei mehr als 50 Prozent der betrachteten Unternehmen vor dem Börsengang negativ, was angesichts der hier dargestellten Logik darauf hindeutet, dass es den Unternehmen schwer fiel, eine externe Finanzierung ihrer Investitionen zu erlangen – oder sie jedenfalls darauf verzichtet haben. Nach dem Börsengang ändert sich dies. Mehr als 50 Prozent der Unternehmen haben jetzt einen positiven Finanzierungsbedarf, was zeigt, dass sie einen Teil ihrer Investitionen über externe Mittel finanzieren.

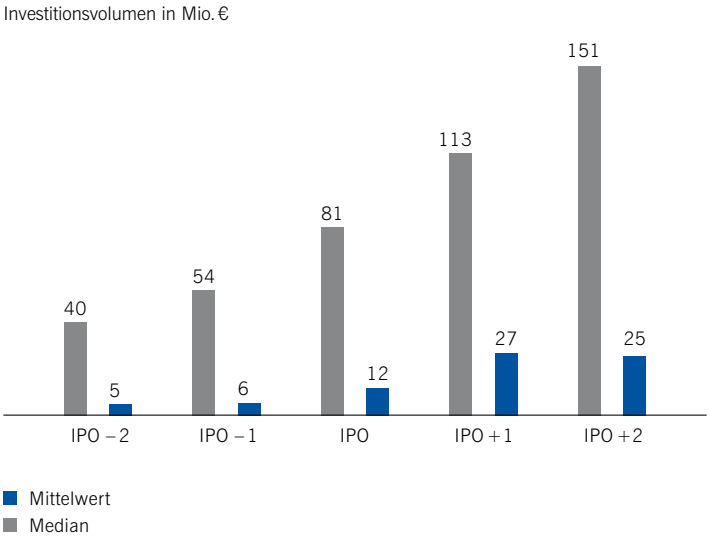
Abbildung 60 belegt, dass diese Aussage auch für die kleineren Unternehmen gilt, wobei dort der Effekt noch stärker zu sein scheint. Im Jahr des Börsengangs und im Jahr danach sind es nämlich sogar 75 Prozent der Unternehmen, die einen positiven Finanzierungsbedarf haben.

Abb. 60: Entwicklung des Finanzierungsspielraums bei kleineren Unternehmen vor und nach einem Börsengang



Hinweis: „IPO +x“ bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde; der Finanzierungsbedarf ist hier gemessen als Investitionsausgaben minus operativem Cashflow gemäß Kapitalflussrechnung; ein Unternehmen wurde als „klein“ definiert, wenn es zum Zeitpunkt des Börsengangs eine Marktkapitalisierung von weniger als 100 Mio. € hatte.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Abb. 61: Entwicklung des Investitionsvolumens vor und nach einem Börsengang



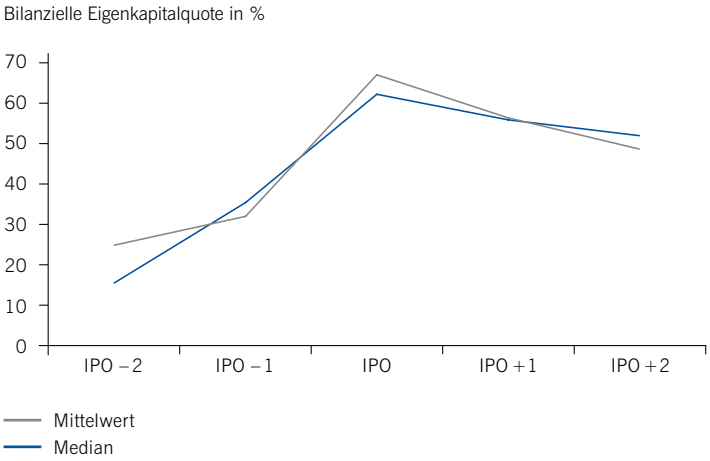
Hinweis: „IPO +x“ bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde; das Investitionsvolumen ist gemessen als Investitionsausgaben einschließlich Akquisitionen.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

In Einklang mit diesem Befund steht auch der Umstand, dass die Unternehmen nach dem Börsengang ihre Investitionsaktivitäten deutlich steigern. Dies geht zum einen natürlich einher mit der weiter oben besprochenen Realisierung von Wachstumspotenzialen, es hat zum anderen aber möglicherweise auch etwas mit der Beseitigung von Finanzierungsrestriktionen zu tun. Wie man in Abbildung 61 sehen kann, steigt das Investitionsvolumen um den Faktor 3,7 über den betrachteten Zeitraum von zwei Jahren im Zeitpunkt des Börsengangs.

… in Bezug auf die Stärkung der Eigenkapitalbasis

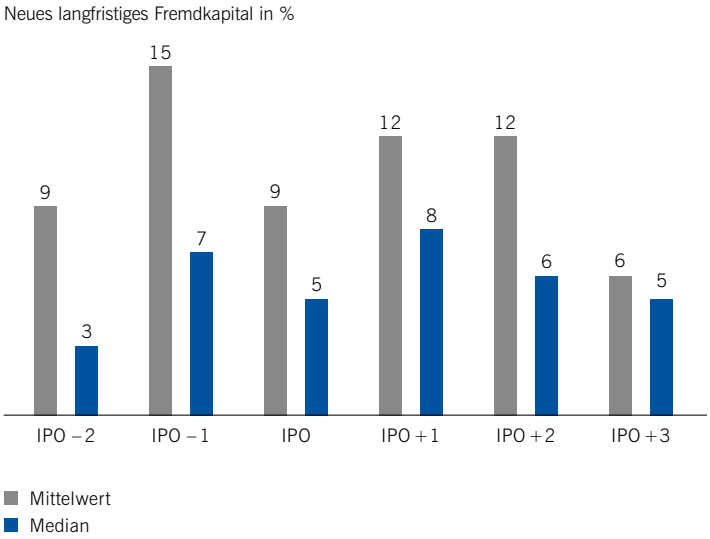
Die Überwindung von Finanzierungsrestriktionen wird durch einen Börsengang letztlich dadurch erleichtert, dass zum einen die Fremdfinanzierungsspielräume aufgrund der Stärkung der Eigenkapitalbasis steigen, zum anderen verfügt das Unternehmen über einen wesentlich flexibleren Kapitalmarktzugang. In welchem Ausmaß die Unternehmen ihre Eigenkapitalquote durch den Börsengang erhöhen, kann man in Abbildung 62 erkennen. Im Mittel steigt die Eigenkapitalquote von 15 Prozent zwei Jahre vor dem Börsengang auf 52 Prozent zwei Jahre nach dem Börsengang. Im Jahr des Börsengangs liegt sie sogar bei 62 Prozent.

Abb. 62: Entwicklung der Eigenkapitalquote vor und nach einem Börsengang



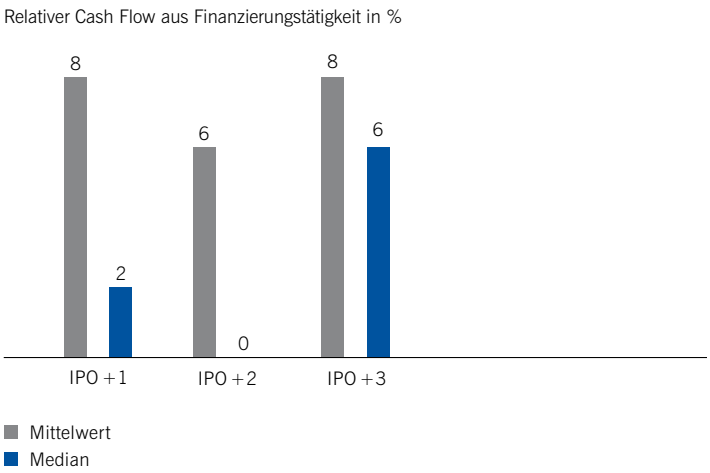
Hinweis: „IPO +x“ bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Abb. 63: Wachstum des langfristigen Fremdkapitals vor und nach einem Börsengang



Hinweis: „IPO +x“ bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

Abb. 64: Entwicklung der Cashflows aus Finanzierungstätigkeit nach einem Börsengang



Hinweis: „IPO +x“ bezeichnet das Geschäftsjahr, welches x Jahre auf das Geschäftsjahr folgt, in welchem das IPO durchgeführt wurde; dargestellt wird hier der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit in Prozent der Bilanzsumme, wie er in der Kapitalflussrechnung ausgewiesen wird. Das Jahr des Börsengangs wird nicht angegeben, da dort der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit naturgemäß sehr hoch ist.
Quelle: Thomson Reuters Datenbank, Berechnungen der TU München

… in Bezug auf die Erschließung neuer Finanzierungsquellen

Dieser Rückgang in der Eigenkapitalquote könnte auch darauf zurückzuführen sein, dass die Unternehmen nach dem Börsengang den gestiegenen Fremdfinanzierungsspielraum nutzen und neue Kredite aufnehmen. Dies ist in der Tat der Fall, wie Abbildung 63 zeigt. Zwar nehmen die Unternehmen naturgemäß auch schon vor dem Börsengang neues langfristiges Fremdkapital auf, jedoch wird der Börsengang nicht genutzt, um dieses abzubauen. Vielmehr hält dieses Wachstum nach dem Börsengang an, was einfach darauf hindeutet, dass das Wachstum des Unternehmens eben nicht nur mit Eigenkapital, sondern auch mit Fremdkapital finanziert wird. Dies legt den Schluss nahe, dass die Finanzierungsspielräume des Unternehmens nach dem Börsengang gestiegen sind.

Um diesen gestiegenen Finanzierungsspielraum zu belegen, kann man sich auch die Finanzierungscashflows der Unternehmen, wie sie in der Kapitalflussrechnung angegeben werden, anschauen. Dies geschieht in Abbildung 64. Tatsächlich sieht man, dass der Finanzmittelzufluss nach dem Börsengang sich kontinuierlich auf einem höheren Niveau bewegt.

Zusammenfassend kann man also festhalten:

- Aus finanzwirtschaftlicher Perspektive dient ein Börsengang der Finanzierung von Wachstumsstrategien, der Stärkung der Eigenkapitalbasis, der besseren Risikodiversifizierung der Alteigentümer oder der Lösung einer Nachfolgeproblematik. In der Praxis zeigt sich allerdings, dass die beiden zuerst genannten Motive deutlich überwiegen. Tatsächlich betrug bei genau der Hälfte aller in Deutschland durchgeführten IPOs zwischen den Jahren 2004 und 2007 der Anteil junger Aktien am gesamten Platzierungsvolumen mindestens 80 Prozent. Der Börsengang ist damit nicht primär ein Exitinstrument für Alteigentümer, sondern dient tatsächlich der Kapitalbeschaffung für das Unternehmen.

- Mit der Harmonisierung des EU-Kapitalmarktrechts haben die Börsenbetreiber, wie auch die Deutsche Börse, Angebote für die Unternehmen entwickelt, einen Börsengang unter deutlich geringeren formalen Anforderungen außerhalb des EU-regulierten Markts durchzuführen. Es zeigt sich, dass diese alternativen Wege zur Notierungsaufnahme sehr stark in Anspruch genommen werden.

- Betrachtet man die Unternehmensentwicklung nach dem Börsengang, so findet man insoweit ein sehr konsistentes Bild, als die Mehrzahl der Unternehmen tatsächlich Wachstumsstrategien realisieren und ihre Finanzierungssituation durch eine Stärkung der Eigenkapitalbasis verbessern. Diese Effekte sind bei kleinen Unternehmen noch deutlicher nachzuweisen als bei großen.

- Die Realisierung von Wachstumspotentialen findet ihren Ausdruck in wachsenden Bilanzsummen (10 Prozent p.a. in einem ± zweijährigen Zeitraum vor und nach dem Börsengang bei allen Unternehmen, 67 Prozent p.a. bei kleinen Unternehmen), in steigenden Umsätzen (15 Prozent bzw. 34 Prozent p.a. im selben Zeitraum) und in steigenden Mitarbeiterzahlen (12 Prozent bzw. 46 Prozent p.a.).

- Weiterhin spricht für die erfolgreiche Umsetzung von Wachstumsstrategien auch die Tatsache, dass die Unternehmen nach dem Börsengang ihren Auslandsumsatz steigern (38 Prozent p.a. im selben Zeitraum), die in ihren ausländischen Geschäftsaktivitäten gebundenen Vermögenswerte erhöhen (68 Prozent p.a.) und ihren Diversifikationsgrad deutlich anheben.

- In dieses Bild passt auch die Tatsache, dass die Unternehmen ihre Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten deutlich erhöhen und ihre M&A-Aktivitäten steigern.

- Weiterhin scheinen Finanzierungsrestriktionen nach einem Börsengang an Bedeutung zu verlieren. Mit der Erhöhung der Eigenkapitalbasis (Anstieg der Eigenkapitalquote von 15 Prozent zwei Jahre vor dem Börsengang auf 52 Prozent zwei Jahre danach) geht eine Zunahme des Finanzierungsspielraums einher. Damit können sich die Unternehmen neue Finanzierungsquellen – auch im Fremdkapitalbereich – erschließen. All dies kommt auch in einem steigenden Investitionsvolumen zum Ausdruck, welches in dem hier betrachteten Zeitraum um den Faktor 3,7 steigt.

5. Schlussbemerkungen

Strukturelle Veränderungen in der Unternehmensfinanzierung und steigender Eigenkapitalbedarf, insbesondere für den Mittelstand ...

Seit geraumer Zeit ist in der hiesigen Unternehmenslandschaft ein steigender Bedarf nach Eigenkapital festzustellen. Die Gründe hierfür sind vielfältig und wurden in dieser Studie ausführlich untersucht. Vieles deutet darauf hin, dass sich dieser Trend in Zukunft fortsetzen wird, nicht zuletzt auch durch strukturelle Veränderungen auf den Kreditmärkten. Die Folgen der Finanzmarktkrise werden diesen Trend zusätzlich beschleunigen.

Umso wichtiger ist für die Entscheidungsträger in Wirtschaft und Politik, dass sie diesen Trend und seine treibenden Faktoren rechtzeitig erkennen, um in angemessener Weise reagieren zu können. Mit dieser Studie soll ein kleiner Beitrag dazu geleistet werden, dass Unternehmen ihre Finanzierungsstrategien vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen kritisch reflektieren können. Gleichzeitig sollen die vorgetragenen Fakten und Argumente der Politik helfen, die Rahmenbedingungen der Unternehmensfinanzierung in Deutschland kritisch zu hinterfragen und Schwachstellen durch geeignete Weichenstellungen zu beseitigen.

... wegen regulatorischer und wettbewerblicher Veränderungen auf den Kreditmärkten

Durch die Finanzmarktkrise sind vielen Unternehmen die Risiken einer Fremdkapitalfinanzierung bewusst geworden. Die Abhängigkeit des Kreditzugangs vom gesamtwirtschaftlichen Umfeld ist überdeutlich geworden und damit auch die gestiegene Volatilität der Finanzierungsbedingungen auf den Kreditmärkten. Doch nicht nur unter diesem Aspekt hat die relative Attraktivität von Eigenkapital zugenommen. Wegen eines verbesserten Risikomanagements, aber auch aufgrund regulatorischer Veränderungen (Basel II), legen die Banken den kreditnehmenden Unternehmen mittlerweile umfangreiche, zeitnahe und regelmäßige Mitteilungspflichten auf. Damit ebnen sich die Unterschiede zwischen einer Bankenfinanzierung und einer kapitalmarktorientierten Finanzierung zunehmend ein.

... wegen zunehmender Angleichung der Transparenzanforderung und Mitbestimmungsrechten (Covenants) von Fremdkapital- und Eigenkapitalgebern

Auch heute müssen bereits nicht börsennotierte Unternehmen ab einer bestimmten Größenordnung einen Jahresabschluss im elektronischen Bundesanzeiger veröffentlichen. Damit müssen sie die gleichen Anforderungen wie z. B. ein Unternehmen im Entry Standard erfüllen. Die Transparenzanforderungen von Fremdkapital- und Eigenkapitalgebern haben sich damit angeglichen.

... wegen eines hohen Refinanzierungsbedarfs

Kurzfristig wird dieser Trend durch die Tatsache verschärft, dass der deutsche Mittelstand in den kommenden Monaten und Jahren einen hohen Refinanzierungsbedarf hat. Ein Grund hierfür ist der Umstand, dass ab Ende 2009 viele Mezzanine-Programme, die in den Jahren 2004 bis 2007 aufgelegt wurden, auslaufen werden. Hinzu kommt ein erhebliches Volumen an Akquisitionsfinanzierungen, die ebenfalls in dem genannten Zeitraum in großem Stil vergeben wurden.

… wegen des hohen Innovationsdrucks

Ein fundamentaler, langfristig wirkender Faktor, der die deutschen Unternehmen zu einer Stärkung ihrer Eigenkapitalbasis zwingt, ist der aus dem internationalen Wettbewerb resultierende zunehmende Innovationsdruck. Unter einer finanzwirtschaftlichen Perspektive bedeutet eine zunehmende Innovationsorientierung, dass die traditionelle Kreditfinanzierung zugunsten einer Eigenkapitalfinanzierung zurückgedrängt wird.

Ursächlich hierfür ist zum einen, dass die Finanzierung von innovativen – und damit riskanten – Investitionsprojekten durch Banken schwierig ist, weil diese nicht immer über die Instrumente und über das für solche Finanzierungen notwendige Wissen verfügen. Zum anderen haben auch die Unternehmen ein Interesse daran, das mit einer stärkeren Innovationsorientierung steigende operative Risiko durch einen größeren Risikopuffer auf der Finanzierungsseite abzufangen. Tatsächlich kann man zeigen, dass die Eigenkapitalquoten von Unternehmen umso höher sind, je höher deren Forschungs- und Entwicklungsaufwand ist. Ein fehlender Zugang zu Eigenkapital stellt somit ein Innovationshemmnis dar.

Zu beachten ist zudem, dass nicht nur der Innovationsdruck die geschäftspolitischen Risiken der Unternehmen erhöht, sondern dass die unternehmerischen Risiken in einer globalisierten Welt mit freien Waren- und Dienstleistungsmärkten insgesamt größer geworden sind. Auch dies ist eine Lehre aus der Finanzmarktkrise.

Hindernisse auf dem Weg zu tieferen Eigenkapitalmärkten

Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen ist die Tatsache, dass die Tiefe der Eigenkapitalmärkte in Deutschland im internationalen Vergleich hinterherhinkt durchaus bedenklich. Hierfür gibt es vielfältige Ursachen. Einige der zentralen Punkte sind in dieser Studie ausführlich betrachtet worden.

So ist erstens festzuhalten, dass mit der Unternehmensteuerreform 2008 ein klassisches Doppelbesteuerungssystem eingeführt wurde, welches zu einer steuerlichen Diskriminierung von Eigenkapital im Vergleich zu Fremdkapital geführt hat. Diese Diskriminierung wird sich vor allem bei kleinen und mittleren Unternehmen mangels direkten Zugangs zu den internationalen Kapitalmärkten bemerkbar machen. Obwohl es in vielen Ländern ähnliche diskriminierende Doppelbesteuerungssysteme gibt, hat man dort insoweit reagiert, als die Besteuerung von Dividenden und/oder Kursgewinnen auf der Investorenebene im Vergleich zur Besteuerung von Zinseinkünften reduziert wurde. Eine ähnliche „positive“ Diskriminierung gab es in Deutschland während der Gültigkeit des Halbeinkünfteverfahrens.

Zu erwähnen ist in diesem Zusammenhang zweitens auch, dass in anderen Ländern, etwa in Frankreich und in Großbritannien, die Bereitstellung von Eigenkapital durch Investoren für nicht börsennotierte Unternehmen (einschließlich jener, die am AIM notiert sind) durch unterschiedliche Konstruktionen steuerlich begünstigt wird. In Deutschland gibt es eine solche steuerliche Begünstigung nicht.

Hinzu kommt drittens, dass die gesellschafts- und steuerrechtlichen Regelungen in Deutschland nicht dazu beitragen, einen aktiven Markt für privates Beteiligungskapital zu entwickeln. Trotz der hervorragenden industriellen Basis, insbesondere im Mittelstand, spielt Deutschland als Standort für Managementgesellschaften von privaten Beteiligungsfonds

im internationalen Vergleich kaum eine Rolle. Das macht sich insbesondere bei kapitalsuchenden mittelständischen oder jungen technologieorientierten Unternehmen bemerkbar.

Viertens trägt das System einer umlagefinanzierten Altersvorsorge dazu bei, dass der organisierte Kapitalmarkt in Deutschland im internationalen Vergleich eher klein ist. Zwar lässt sich sehr klar erkennen, dass – nicht zuletzt aufgrund der demographischen Entwicklung – die zunehmende Bedeutung der privaten Altersvorsorge mit einem Wachstum der Kapitalmärkte einhergeht, allerdings hinkt Deutschland auch in dieser Entwicklung hinterher.

Die Veränderung der Finanzierungslandschaft und der langfristige Trend zu höheren Eigenkapitalquoten, insbesondere im Mittelstand

Die Finanzierungslandschaft im deutschen Mittelstand befindet sich im Wandel, wie durch Umfragen immer wieder belegt wird. Als wesentliches Ergebnis wurde gezeigt, dass die Nutzung von Beteiligungskapital im Mittelstand in den letzten Jahren deutlich zugenommen hat. Dasselbe gilt auch für die Nutzung von Mezzanine-Kapital. Insoweit spiegelt sich auch hier der Trend zu höheren Eigenkapitalquoten wieder. Als wichtiger Grund für den stärkeren Einsatz von Beteiligungs- und Mezzanine-Kapital wird von den befragten Unternehmen nicht zuletzt auch die Finanzkrise angegeben. Mehr als 50 Prozent der Unternehmen erwarten zudem, dass die Bedeutung von Eigenkapital künftig weiter steigen wird. Als Begründung für diese Entwicklung wird in erster Linie auf die mit Eigenkapital verbundene Unabhängigkeit von den Banken und die Notwendigkeit für den Aufbau eines Risikopuffers verwiesen. Als Quelle für dieses Beteiligungskapital spielt neben strategischen Investoren privates Beteiligungskapital eine große Rolle.

Diese Stimmung bei den Unternehmen spiegelt sich auch in der tatsächlichen Entwicklung der Eigenkapitalquote im Unternehmenssektor wieder. So lag Mitte der 1990er Jahre die durchschnittliche bilanzielle Eigenkapitalquote der börsennotierten Unternehmen bei rund 30 Prozent. Zur Jahrtausendwende stieg diese dann auf etwas über 40 Prozent an und stabilisierte sich seither auf diesem Niveau. Betrachtet man die nicht börsennotierten Unternehmen, so zeigt sich ein ähnliches Bild. Auch hier gibt es einen langfristigen Trend zu steigenden Eigenkapitalquoten. Allerdings haben die deutschen Unternehmen im internationalen Vergleich immer noch relativ niedrige Eigenkapitalquoten.

Weiterhin zeigt sich, dass innovations- und wachstumsorientierte Unternehmen deutlich über dem Durchschnitt liegende Eigenkapitalquoten aufweisen. So haben die 10 Prozent der börsennotierten Unternehmen mit den höchsten F&E-Quoten eine um mehr als 35 Prozentpunkte höhere Eigenkapitalquote als die 10 Prozent der Unternehmen mit den niedrigsten F&E-Quoten. Dies bestätigt einmal mehr die Bedeutung von Eigenkapital in der Innovationsfinanzierung. In Einklang damit zeigt sich, dass ein steigendes operatives Risiko mit steigenden Eigenkapitalquoten einhergeht. Dieser Befund kann allerdings bei den nicht börsennotierten Unternehmen nicht gefunden werden, was ein Hinweis darauf sein könnte, dass bei diesen Unternehmen Finanzierungsrestriktionen wirken. Dazu passt auch der Befund, dass nicht börsennotierte Unternehmen geringere Eigenkapitalquoten aufweisen als börsennotierte.

In der nachfolgenden Abbildung 65 werden diese Argumente insoweit zusammengefasst, als die Wirkung der besprochenen regulatorischen und ökonomischen Faktoren auf das Angebot oder die Nachfrage von Eigenkapital aufgezeigt wird.

Abb. 65: Wirkung von Regulierung und ökonomischen Faktoren auf Angebot und Nachfrage von Eigenkapital bzw. eigenkapitalähnlichen Instrumenten

	Regulierung	Ökonomische Faktoren
+	■ Fortentwicklung in der privaten Altersvorsorge ■ Basel II ■ Regulierungsschub im Kreditsektor ■ Fortentwicklung im Investorenschutz ■ Angleichung der Transparenzanforderungen von Fremdkapital- und Eigenkapitalgebern	■ Innovationsdruck ■ Wettbewerbsdruck bei Banken und Finanzintermediären ■ Demographische Entwicklung ■ Finanzmarktkrise ■ Hoher Refinanzierungsbedarf ■ Zunehmende Mitbestimmung von Fremdkapitalgebern (Covenants)
–	■ Steuerliche Diskriminierung von Eigenkapital ■ Rahmenbedingungen für privates Beteiligungskapital ■ Interdemediatisierung der Finanzmärkte ■ Umlagefinanzierte Altersvorsorge	■ Derzeitige Niedrigzinspolitik der Zentralbanken

Quelle: Darstellungen der TU München

Der Börsengang als Modell der Eigenkapitalbeschaffung von hoher volkswirtschaftlicher Bedeutung

Aus finanzwirtschaftlicher Perspektive kann ein Börsengang der Finanzierung von Wachstumsstrategien, der Stärkung der Eigenkapitalbasis, der besseren Risikodiversifizierung der Alteigentümer oder der Lösung einer Nachfolgeproblematik dienen. In der Praxis zeigt sich allerdings, dass die beiden zuerst genannten Motive deutlich überwiegen. Tatsächlich betrug bei genau der Hälfte aller in Deutschland durchgeführten IPOs zwischen den Jahren 2004 und 2007 der Anteil junger Aktien am gesamten Platzierungsvolumen mindestens 80 Prozent. Der Börsengang ist damit nicht primär ein Exitinstrument für Alteigentümer, sondern dient tatsächlich der Kapitalbeschaffung für das Unternehmen. Dabei ist interessant zu sehen, dass insbesondere kleine und mittlere Unternehmen vermehrt alternative Wege zur Notierungsaufnahme an einer Börse beschreiten. Vermutlich ist dies nicht zuletzt eine Reaktion auf die hohen Eintrittsbarrieren, die für die EU-regulierten Märkte gelten.

Betrachtet man die Unternehmensentwicklung nach dem Börsengang, so findet man insoweit ein sehr konsistentes Bild, als die Mehrzahl der Unternehmen tatsächlich Wachstumsstrategien realisieren und ihre Finanzierungssituation durch eine Stärkung der Eigenkapitalbasis verbessern. Die Unternehmen können nach dem Börsengang ihre in- und ausländischen Umsätze ebenso deutlich steigern wie ihren Diversifikationsgrad, ihre Forschungs- und Entwicklungsausgaben sowie ihre Akquisitionsaktivitäten.

Weiterhin scheinen Finanzierungsrestriktionen nach einem Börsengang an Bedeutung zu verlieren. Mit der Erhöhung der Eigenkapitalbasis (Anstieg der Eigenkapitalquote von 15 Prozent zwei Jahre vor dem Börsengang auf 52 Prozent zwei Jahre danach) geht eine Zunahme des Finanzierungsspielraums einher. Damit können sich die Unternehmen neue Finanzierungsquellen – auch im Fremdkapitalbereich – erschließen. All dies kommt auch in einem steigenden Investitionsvolumen zum Ausdruck.

Zudem zeigt sich bei den börsennotierten Unternehmen, dass der Anteil jener Unternehmen, die in der Lage sind Investitionen durchzuführen, welche mehr Mittel in Anspruch nehmen als das Unternehmen in der jeweiligen Periode durch seine operativen Tätigkeiten generiert hat, bei knapp unter 50 Prozent liegt. Hingegen liegt dieser Prozentsatz bei den nicht börsennotierten Unternehmen bei ziemlich genau 40 Prozent. Dies bestätigt die Vermutung, dass der Börsengang auch ein Weg sein kann, Finanzierungsrestriktionen abzubauen.

Die Weiterentwicklung unserer Eigenkapitalmärkte: Eine Roadmap

In dieser Studie wurde die Bedeutung der Eigenkapitalfinanzierung für die Unternehmen ausführlich dargelegt. Es wurde gezeigt, dass es einen ökonomisch verursachten Trend zu steigenden Eigenkapitalquoten gibt. Dieser wird nicht nur nachfrageseitig, also von den Unternehmen, vorangetrieben, sondern auch angebotsseitig, also von den Investoren. Es wurde versucht, die wesentlichen Ursachen für diesen Trend darzulegen.

Ein zukunftssicheres System der Unternehmensfinanzierung sollte den Unternehmen und Anlegern helfen, möglichst flexibel auf die hinter diesem Trend liegenden ökonomischen Ursachen reagieren zu können. Daher sind Anpassungsmaßnahmen in unserem System der Unternehmensfinanzierung notwendig, zu denen unter anderem die folgenden Meilensteine gehören könnten:

- Abschaffung oder Reduzierung der steuerlichen Diskriminierung von Eigenkapital. Sollte das System der Kapitaleinkommensbesteuerung nicht insgesamt reformiert werden, so wäre zumindest über einen gespaltenen Abgeltungssteuersatz und/oder über die Wiedereinführung der Steuerfreiheit von Kursgewinnen nachzudenken.

- Die Rahmenbedingungen für privates Beteiligungskapital sollten so gestaltet werden, dass Deutschland auch als Standort für die Managementgesellschaften dieser Beteiligungsfonds eine Rolle spielt. Damit würde die Bereitstellung von Eigenkapital für kleine und mittlere Unternehmen verbessert werden. Zudem hätte ein solcher vorbörslicher Markt für Eigenkapital einen positiven Effekt für die Bedeutung der Börse als Instrument der Kapitalbeschaffung.

- Bei jungen technologieorientierten Wachstumsunternehmen ist wegen eines zu vermutenden Marktversagens über eine Förderung der Bereitstellung von Eigenkapital nachzudenken, ähnlich wie dies in Ländern wie Frankreich oder Großbritannien bereits geschieht.

- Der mit dem Alterseinkünftegesetz beschrittene Weg ist konsequent weiter zu gehen. Die demographische Entwicklung muss mit einer Stärkung der privaten Altersvorsorge einhergehen. Allerdings sollte der Trend zur Intermediatisierung der Kapitalmärkte unterbrochen werden. Vom Sparer direkt angelegte Mittel sollten – in bestimmten Grenzen und unter bestimmten Restriktionen – genauso in den Genuss der nachgelagerten Besteuerung kommen, wie jene Mittel, die in gemäß Alterseinkünftegesetz zugelassene Finanzprodukte (z.B. in Fonds) angelegt werden.

- Eine solche Maßnahme würde auch einen Beitrag zur Schaffung einer Aktienkultur in Deutschland leisten, weil sie dazu führen würde, dass ein nennenswerter Teil der Bevölkerung in direkten Kontakt mit Aktien käme. Unabhängig davon sollten aber auch Aufklärungskampagnen und sonstige kommunikative Maßnahmen zur Funktionsweise und Bedeutung von Kapitalmärkten erwogen werden. Hierzu ist auch zu überlegen, ob die Unterrichtspläne an den Schulen angepasst werden müssten.

- Des Weiteren sind neue Wege und Initiativen gefragt, die dem Interesse der Investoren an Investmentchancen ebenso Rechnung tragen wie dem der Unternehmen an einer kostengünstigen Eigenkapitalfinanzierung. Ziele sind neben einer höheren Platzierungswahrscheinlichkeit sowie Transaktionssicherheit eines Börsengangs insbesondere für kleinere und mittlere Unternehmen auch die Schaffung eines attraktiveren Chance-Risiko-Profils für „first mover“ und „Anker-Investoren“. Diese fungieren dann als Türöffner am Kapitalmarkt. Volkswirtschaftlich ist die Versorgung von Unternehmen mit Eigenkapital von besonderer Bedeutung – spielt doch gerade der Mittelstand eine Schlüsselrolle für die deutsche Volkswirtschaft.

- Auch ist der vom Gesetzgeber eingeschlagene Weg zur Schaffung transparenter und am Investorenschutz ausgerichteter Kapitalmärkte weiter zu verfolgen. Anleger müssen einerseits über die richtigen Anreize verfügen, um Unternehmensverwaltungen zu kontrollieren. Andererseits brauchen sie dafür auch die richtigen Instrumente. Gesellschaftsrechtliche Schutzinstrumente sind wegen ihrer Missbrauchsanfälligkeit möglicherweise dafür nicht ideal. Demgegenüber könnte eine effektivere Durchsetzung von Haftungsansprüchen einen Beitrag zum Investorenschutz leisten. Das Vertrauen der Anleger in die Unternehmen und Märkte setzt zwingend voraus, dass das Prinzip der Verantwortlichkeit effektiv und konsequent durchgesetzt wird. Vor diesem Hintergrund sind auch die Effektivität der Rechtsverfolgung und die Rechtssicherheit zu hinterfragen.

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
ABS	Asset Backed Securities
abzgl.	abzüglich
AEWRB	Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden
AG	Aktiengesellschaft
AIM	Alternative Investment Market
Amex	American Stock Exchange
Art.	Artikel
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
bAV	Betriebliche Altersvorsorge
BGBl.	Bundesgesetzblatt
Bio.	Billionen
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BMF	Bundesministerium für Finanzen
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
c.p.	ceteris paribus
ca.	circa
CEFS	Center for Entrepreneurial and Financial Studies
CESR	Committee of European Securities Regulators
d.h.	das heißt
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DBAG	Deutsche Börse AG
DIHK	Deutsche Industrie- und Handelskammertag
EBAN	European Business Angel Network
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation
EG	Europäische Gemeinschaft
EIS	Enterprise Investment Scheme
engl.	englisch
EstG	Einkommensteuergesetz
et al.	und andere
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
EWA	Europäischer Wertpapierausschuss
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
F&E	Forschung und Entwicklung
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCPI	Fonds Commun de Placement dans l'Innovation
FCPR	Fonds Commun de Placement à Risques
ff.	und folgende
FPI	Fonds d'Investissement de Proximité
FTSE	Financial Times Stock Exchange
G20	Gruppe der 20 wichtigsten Industrie- und Schwellenländer
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
ICB	Industry Classification Benchmark
IFRS	International Financial Reporting Standards
InvG	Investmentgesetz
IPO	Initial Pulic Offering (Börsengang)
IRBA	auf internen Ratings basierender Ansatz der Kreditrisikobestimmung nach Basel II
IWF	Internationaler Währungsfonds
Jan.	Januar
Jul.	Juli
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KMU	kleine und mittlere Unternehmen
KSA	Kreditrisiko- Standardansatz
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LBOs	Leveraged Buy-outs
LGD	Loss Given Default
lit.	litera (lateinisch für Buchstabe)
LSE	London Stock Exchange
M&A	Mergers and Acquisitions
MIG	Main Industry Grouping
Mio.	Millionen
MoRaKG	Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen
Mrd.	Milliarden
NACE	Classification of Economic Activities in the European Community
Nasdaq	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NJU	New York University
Nr.	Nummer
NYSE	New York Stock Exchange
o.N.	ohne Name
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
p.a.	per annum
PD	Probability of Default
Q1	1. Quartal
S&P LCD	Standard & Poor's Leveraged Commentary & Data
S.	Seite
sog.	sogenannte
SolvV	Solvabilitätsverordnung
SSRN	Social Science Research Network
TU	Technische Universität
u.a.	unter anderem
UBGG	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
UK	United Kingdom
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
v.	vom
VCT	Venture Capital Trust
vgl.	vergleiche
VorstAG	Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung
WFE	World Federation of Exchanges
WGZ Bank	Westdeutsche Genossenschafts- Zentralbank
z.B.	zum Beispiel
zzgl.	zuzüglich

Abbildungsverzeichnis

10 **Abb.1:** Auswirkungen der Wirtschafts- und Finanzkrise auf das Geschäft der Unternehmen

13 **Abb.2:** Veränderung der Kreditrichtlinien in den letzten drei Monaten

15 **Abb.3:** Ausreichung von Mezzanine-Kapital an mittelständische Unternehmen im Zeitraum 2004 bis 2007

16 **Abb.4:** Finanzierungsvolumen LBOs in Deutschland im Zeitraum 1998 bis 1. Quartal 2008

18 **Abb.5:** Auswirkungen der Wirtschaftskrise auf Umsatz und Rentabilität

19 **Abb.6:** Gefährdung von Unternehmen durch die Wirtschaftskrise

21 **Abb.7:** Standortattraktivität von Westeuropa, Indien und China im Zeitablauf

21 **Abb.8:** Attraktivität verschiedener Standorte im Hinblick auf Produktion bzw. Forschung und Entwicklung

22 **Abb.9:** Anteil des Forschungs- und Entwicklungsaufwands in Prozent des Bruttoinlandsproduktes

23 **Abb.10:** Eigenkapitalquoten in Abhängigkeit vom Forschungs- und Entwicklungsaufwand

24 **Abb.11:** Finanzierungszugang als wesentliches Innovationshemmnis für innovationsstarke Unternehmen

24 **Abb.12:** Probleme bei der Finanzierung von Innovationen in Abhängigkeit vom Umsatzvolumen

28 **Abb.13:** Steuerbelastung von Zins- und Dividendeneinkünften in Deutschland im Vergleich

30 **Abb.14:** Steuerbelastung von Zins- und Dividendeneinkünften im internationalen Vergleich

34 **Abb.15:** Durchschnittliche Börsenkapitalisierung inländischer börsennotierter Unternehmen in Prozent des Bruttoinlandsproduktes

36 **Abb.16:** Langfristiges Nettogeldvermögen der privaten Haushalte und privaten Organisationen ohne Erwerbszweck einschließlich der Ansprüche aus betrieblicher Altersvorsorge in Prozent des Bruttoinlandsproduktes

39 **Abb.17:** Aggregiertes Emissionsvolumen aller Neuemissionen bis zu einem Emissionsvolumen von 250 Millionen US$ von Unternehmen mit Sitz im jeweiligen Land in Prozent des aggregierten Emissionsvolumens aller Neuemissionen bis zu einem Emissionsvolumen von 250 Millionen US$ von Unternehmen mit Sitz in den USA

45 **Abb.18:** Eingesetzte Finanzierungsmittel

47 **Abb.19:** Eigenkapitalquoten deutscher Unternehmen im Zeitablauf

47 **Abb.20:** Eigenkapitalquoten europäischer Unternehmen im Jahr 2005

48 **Abb.21:** Eigenkapitalquoten deutscher Unternehmen im Jahr 2007

48 **Abb.22:** Eigenkapitalquoten börsennotierter und nicht börsennotierter Unternehmen im Zeitablauf

50 **Abb.23:** Operative Cashflows und Investitionsverhalten von Unternehmen

52 **Abb.24:** Zusammenhang zwischen operativem Risiko und Eigenkapitalquote

54 **Abb.25:** Bilanzielle Eigenkapitalquoten der CDAX®-Unternehmen im Zeitablauf

55 **Abb.26:** Eigenkapitalquoten der CDAX®-Unternehmen nach Branchenzugehörigkeit im Zeitablauf

56 **Abb.27:** Zusammenhang zwischen Sachanlagenintensität und Eigenkapitalquote

58 **Abb.28:** Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Eigenkapitalquote

60 **Abb.29:** Zusammenhang zwischen F&E-Quote und Eigenkapitalquote

63 **Abb.30:** Innenfinanzierung

64 **Abb.31:** Außenfinanzierung

65 **Abb.32:** Abgrenzung Strategischer Investor versus Finanzinvestor

69 **Abb.33:** Umstellung der Finanzierung im Zuge der Finanzkrise

69 **Abb.34:** Eingesetzte Instrumente bei der Umstellung der Finanzierung

71 **Abb. 35:** Einsatz von Finanzierungsinstrumenten bei zukünftiger Umstellung der Finanzierung

71 **Abb. 36:** Aspekte der Eigenmittelfinanzierung

72 **Abb. 37:** Derzeitige und zukünftige Maßnahmen zur Eigenkapitalstärkung

74 **Abb. 38:** Kapitalstrukturentscheidung nach Unternehmenszielen

78 **Abb. 39:** Finanzwirtschaftliche Motive eines Börsengangs und seiner Alternativen

80 **Abb. 40:** Attraktivität des Primärmarktes an der Deutschen Börse im internationalen Vergleich

81 **Abb. 41:** Anzahl börsennotierter inländischer Aktien im Zeitablauf

84 **Abb. 42:** Verschiedene Formen des Börsengangs im europäischen Vergleich

86 **Abb. 43:** Entwicklung der Bilanzsumme vor und nach einem Börsengang

86 **Abb. 44:** Entwicklung der Bilanzsumme kleinerer Unternehmen vor und nach einem Börsengang

87 **Abb. 45:** Umsatzentwicklung vor und nach einem Börsengang

87 **Abb. 46:** Umsatzentwicklung von kleineren Unternehmen vor und nach einem Börsengang

88 **Abb. 47:** Entwicklung der Mitarbeiterzahl vor und nach einem Börsengang

88 **Abb. 48:** Entwicklung der Mitarbeiterzahl bei kleineren Unternehmen vor und nach einem Börsengang

89 **Abb. 49:** Jährliches Wachstum der Mitarbeiterzahl vor und nach einem Börsengang

90 **Abb. 50**: Entwicklung der Mitarbeiterzahl bei börsennotierten Unternehmen und der Zahl der Erwerbstätigen in Deutschland

91 **Abb. 51:** Entwicklung des Auslandsumsatzes vor und nach einem Börsengang

91 **Abb. 52:** Entwicklung der in ausländischen Geschäftsaktivitäten gebundenen Vermögenswerte vor und nach einem Börsengang (ohne Finanzdienstleister)

92 **Abb. 53:** Entwicklung des Diversifikationsgrades vor und nach einem Börsengang (1)

92 **Abb. 54:** Entwicklung des Diversifikationsgrades bei kleineren Unternehmen vor und nach einem Börsengang (1)

93 **Abb. 55:** Entwicklung des Diversifikationsgrades vor und nach einem Börsengang (2)

93 **Abb. 56:** Entwicklung des Diversifikationsgrades bei kleineren Unternehmen vor und nach einem Börsengang (2)

94 **Abb. 57:** Wachstum des F&E-Aufwands vor und nach einem Börsengang

95 **Abb. 58:** Entwicklung der Akquisitionsaktivität vor und nach einem Börsengang

96 **Abb. 59:** Entwicklung des Finanzierungsspielraums vor und nach einem Börsengang

97 **Abb. 60:** Entwicklung des Finanzierungsspielraums bei kleineren Unternehmen vor und nach einem Börsengang

98 **Abb. 61:** Entwicklung des Investitionsvolumens vor und nach einem Börsengang

99 **Abb. 62:** Entwicklung der Eigenkapitalquote vor und nach einem Börsengang

100 **Abb. 63:** Wachstum des langfristigen Fremdkapitals vor und nach einem Börsengang

100 **Abb. 64:** Entwicklung der Cashflows aus Finanzierungstätigkeit nach einem Börsengang

105 **Abb. 65:** Wirkung von Regulierung und ökonomischen Faktoren auf Angebot und Nachfrage von Eigenkapital bzw. eigenkapitalähnlichen Instrumenten

Literatur- und Quellenverzeichnis

2003/361/EWG, ABL L 124 vom 20. Mai 2003, S. 36.

2003/71/EG (EU-Prospektrichtlinie)

Achleitner, A.-K. et al: Patterns in Spatial Proximity between Venture Capital Investors and Investees in Germany – An Empirical Analysis, CEFS Working Paper Nr. 6, 2009, verfügbar unter: www.cefs.de

Altman, E.I./Rijken, H.A.: How Rating Agencies Achieve Rating Stability, NYU Working Paper Nr. FIN-04-031, 2004, verfügbar unter: http://ssrn.com/abstract=1294485

AMADEUS Datenbank

BACH Datenbank

Bessler W./Thies S.: Theoretische Überlegungen zur optimalen Kapitalstruktur, in: Achleitner, A-K./Thoma. G. (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance, 2000, Abschnitt 3.4.2, S. 1–24.

BGBl. Teil I Nr. 36 vom 18. August 2008, S. 1672 ff.

BGBl. Teil I Nr. 43 vom 22. Juli 2009, S. 1959 ff.

BGBl. Teil I Nr. 50 vom 4. August 2009, S. 2509 ff.

BMF: Die wichtigsten Steuern im internationalen Vergleich 2008, Berlin 2009.

Commerzbank: Zukunft gestalten im globalen Wettbewerb – Innovation als Erfolgsfaktor im Mittelstand: Die Studie 1/2007 der Unternehmer Perspektiven, Frankfurt am Main 2007.

Coval, J.D./Moskowitz, T.J.: Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios, in: Journal of Finance 54, 1999, S. 2045–2073.

Cumming, D./Johan, S.: Provincial Preferences in Private Equity, in: Financial Market Research 20, 2006, S. 369–398.

DAI Factbook 2009, Frankfurt am Main

Deutsche Bundesbank, Bank Lending Survey 2009

DIHK-Innovationsreport 2008/2009, Berlin/Brüssel

EBAN Survey of tax incentives available to private informal investors or business angels in Europe, Brüssel/Belgien, September 2006

Ernst & Young: Wege zum Wachstum, 2005

Ernst & Young: Siegerstrategien im deutschen Mittelstand 2007

Ernst & Young: Standort Deutschland 2008 – Deutschland und Europa im Urteil internationaler Manager

Ernst & Young: Mittelstandsbarometer Update Sommer 2009

Ernst & Young: Standort Deutschland 2009 – Deutschland und Europa im Urteil internationaler Manager

EVCA & KPMG: Benchmarking European Tax and Legal Environments, Zaventem/Belgien, 2008

EVCA: Private Equity Fund Structures in Europe, EVCA Tax and Legal Committee Paper, Zaventem/Belgien, January 2006

Euler Hermes: Insolvenzprognose 2010 – Im Abwärtssog der Weltwirtschaft, Stand Mai 2009

Häring, N.: Kredit zu bekommen wird immer schwerer, in: Handelsblatt v. 03.05.2009, S.22.

Kaserer, C.: Restricting Interest Deductions in Corporate Tax Systems: Its Impact on Investment Decisons and Capital Markets, 2008, verfügbar unter: SSRN: http://ssrn.com/abstract=1130718

Kaserer, C./Achleitner, A.-K.: Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG), in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 19, 2007, S. 513–516.

Kaserer, C./Schiereck, D.: Primary Market Activity and the Cost of Going and Being Public, 2008, verfügbar unter: www.cefs.de und www.deutsche-boerse.com

Kaserer C./Schiereck, D.: Going Public and Being Public – A Global Comparison of the Impact of the Listing Decision on the Cost of Capital, 2007, verfügbar unter: www.cefs.de und www.deutsche-boerse.com

Kaserer, C. et al.: Private Equity in Deutschland – Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen, Norderstedt, 2007

KfW: Innovationshemmnisse bei kleinen und mittleren Unternehmen, in: Beiträge zur Mittelstands- und Strukturpolitik Nr. 43, Juli 2009, verfügbar unter: http://www.kfw.de/DE_Home/Research/Sonderthem68/PDF-Dokumente/Periodikum_InnoHemmnisse_final.pdf

KfW Research, Ausgabe 28, August 2002

Kiesewetter, M./Dietrich, D.: Direkte Aktieanlage oder Aktienfonds – Welchen Einfluss haben Steuern und Kosten auf die Anlageentscheidung? in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 2008
Kipp, H.: Gewinne schrumpfen um 47%, v. 14.08.2009, verfügbar unter: http://www.boerse-online.de/aktien/deutschland_europa/: DAX-Unternehmen-Gewinne-schrumpfen-um-47-Prozent/511376.html

Knoch, A.: Raus aus dem Risiko, in: Finance Juli/August 2009, S. 62.
La Porta, R. et al.: Investor Protection and Corporate Governance, in: Journal of Financial Economics 58, 2000, S. 1 – 25.

La Porta, R. et al.: Law and Finance, in: Journal of Political Economy 106, 1998, S. 1113 – 1155.

o.N.: Ein sehr gemischtes Bild, in Handelsblatt v. 19.08.2009, S. 19.

o.N.: Düstere Zeiten für die Refinanzierung von Krediten, in: FAZ v. 12.11.2008, S. 19.

o.N.: Creditreform erwartet Pleitewelle in Deutschland v. 02.01.2009, verfügbar unter: http://www.welt.de/wirtschaft/article2962042/Creditreform-erwartet-Pleitewelle-in-Deutschland.html

Redlefsen, M./Eiben J.: Finanzierung von Familienunternehmen, 2006

Repullo, R./Suarez, S.: The Procyclical Effects of Basel II, Working Paper, 2008 verfügbar unter: http://ssrn.com/abstract=1146826

Ruhkamp, S: Ratingagenturen warnen vor Konkurswelle, v. 19.06.2009, verfügbar unter: http://www.faz.net/s/Rub09A305833E12405A808EF01024D15375/Doc~E3701F1E1C6EB442BAA7990C2AA14DAC1~ATpl~Ecommon~Scontent.html

Standard & Poor's: Leveraged Commentary & Data (LCD)

Statistisches Bundesamt

Schroers, M.: IWF ermutigt zu Banken-Verstaatlichung, verfügbar unter: www.ftd.de v. 21.04.2009.

Simon, H.: Hidden Champions des 21. Jahrhunderts, 2007, S. 257 – 262.

Thomson Reuters Datenbank

Wenger/Kaserer, C.: The German System of Corporate Governance – A Model Which Should not be Imitated, in: Black, S.W. und Moersch, M. (Hrsg.): Competition and Convergence in Financial Markets – The German and Anglo-American Models, 1998, S. 41 – 78.

Wenger/Kaserer, C.: German Banks and Corporate Governance: A Critical View, in: Hopt, K.J./Kanda, H./Roe, M./Wymeersch, E./Prigge, S. (Hrsg.): Comparative Corporate Governance. The State of the Art and Emerging Research, Oxford, 1998, S. 499 – 536.

WGZ Bank: Bilanzqualität im Mittelstand weiter verbessert (Pressemitteilung v. 16.12.2008) verfügbar unter: http://www.wgz.de/de/wgz-bank/unternehmen/presse/pressemitteilungen/2008/081216.html

Wissenschaftsstatistik GmbH (Hrsg.): FuE-Datenreport 2007, Essen

www.mezzanine-bericht.de

Autoren der Studie

Univ.-Prof. Dr. Christoph Kaserer ist Ordinarius und Inhaber des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzmanagement und Kapitalmärkte, an der Technischen Universität München, und Co-Direktor des Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS). Seit Oktober 2005 ist er zudem Dekan der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften an der TU München.

Ulrich Lenz ist seit 1996 Senior Manager bei der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young in Köln. Seine Tätigkeit konzentrierte sich schwerpunktmäßig auf die Finanzierungsberatung von größeren, inhabergeführten mittelständischen Unternehmen.

FSC
Mix
Produktgruppe aus vorbildlich bewirtschafteten
Wäldern und anderen kontrollierten Herkünften
www.fsc.org Zert.-Nr.
© 1996 Forest Stewardship Council

Herausgeber
Deutsche Börse AG
60485 Frankfurt am Main
www.deutsche-boerse.com

November 2009
Bestellnummer 1100-2915

Verzeichnis der eingetragenen Marken
CDAX®, DAX®, FWB® Frankfurter Wertpapierbörse und Xetra® sind eingetragene Marken der Deutsche Börse AG.

Disclaimer
Im Rahmen dieser Publikation wurden alle Basisdaten und Angaben nach bestem Wissen sorgfältig von der TU München und Ernst & Young zusammengestellt. Deutsche Börse AG haftet aus diesem Grund nicht für die Aktualität oder Qualität dieser Basisdaten und Angaben sowie den auf ihnen basierenden Aussagen.