



## **Zukunftsperspektiven der Mittelstandsfinanzierung**

von

**Ljuba Kokalj und Guido Paffenholz**

Auszug aus: "Jahrbuch zur Mittelstandsforschung 1/2001"  
Schriften zur Mittelstandsforschung Nr. 90 NF  
Deutscher Universitätsverlag, Wiesbaden 2001

## ZUKUNFTSPERSPEKTIVEN DER MITTELSTANDSFINANZIERUNG

von Ljuba Kokalj und Guido Paffenholz

1. Einleitung	81
2. Veränderungen im Mittelstandskreditgeschäft der Banken	82
2.1 Banken als traditionelle Partner des Mittelstandes	82
2.2 Entwicklung und Volumen der Mittelstandskredite	84
2.3 Ausrichtung der Kreditfinanzierung an Ratings	89
2.3.1 Der Basel II-Akkord	89
2.3.2 Ratingangebot und Ratingpotenzial im Mittelstand	93
2.4 Risikoadjustierte Bepreisung von Krediten	97
3. Öffnung alternativer Finanzierungsformen für den Mittelstand	98
3.1 Beteiligungsfinanzierung	98
3.1.1 Going Public	98
3.1.2 Private Equity	101
3.2 Kreditfinanzierung	103
3.2.1 Corporate Bonds	103
3.2.2 Asset Backed Securities	105
4. Konsequenzen für die Mittelstandsfinanzierung	108
4.1 Wachsende Differenzierung innerhalb des Mittelstands	108
4.2 Transparenz als Finanzierungsvoraussetzung	109
4.3 Höhere Relevanz des Finanzbereichs	111
Literaturverzeichnis	112



## 1. Einleitung

In der gegenwärtigen Diskussion um die Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen zeichnen sich zwei gegensätzliche Standpunkte ab. Der eine wird durch die Besorgnis um eine Bedrohung der bankmäßigen Kreditfinanzierung mittelständischer Unternehmen markiert, insbesondere in Folge der zukünftigen Eigenkapitalunterlegungsrichtlinien der Banken durch den Basel II-Akkord (GRIES/VON GAERTRINGEN 2000, S. 118 ff.; MATTHAEI 2000, S. 28 ff.; SALM 2001, S. 56 ff.; BRANDENBURG 2001, S. 34 f.). Im Blickpunkt stehen hierbei die möglichen negativen Auswirkungen auf das mittelständische Kreditvolumen, die das "Aus" der traditionellen Beziehungen zwischen mittelständischen Unternehmen und Banken bedeuten könnten. Der andere Standpunkt ergibt sich aus dem Postulat nach einer stärker differenzierten Finanzierungsweise mittelständischer Unternehmen, die ihnen Zugang zu neuen Finanzierungsquellen und -instrumenten eröffnet und sie bei Beschreitung neuer Finanzierungswege zu einer höheren Finanzierungsflexibilität und aus der Abhängigkeit der Bankenfinanzierung führt (ZIMMERMANN/WORTMANN 2001, S. 157 ff.; PAETZMANN 2001, S. 493 ff.). Letzterer gründet sich auf die Erfolgsmeldungen über die Erschließung neuer Finanzierungsquellen und neuer Finanzierungsinstrumente auch für kleine und mittlere Unternehmen, wie z.B. den beständig wachsenden Venture Capital- und Private Equity-Markt, den Möglichkeiten zum Going Public z.B. am Neuen Markt und neuen Finanzierungsinstrumenten wie Asset Backed Securities. Bei dieser Sicht werden die aus dem Wandel der Wettbewerbsbedingungen des Finanzsektors erwachsenden neuen Chancen der Finanzierung des Mittelstands betont, wobei der Eindruck erweckt wird, kleine und mittlere Unternehmen seien bereits in ein Zeitalter des "New Financing Behaviour" eingetreten, würden also auf breiter Basis neue, stärker kapitalmarktorientierte Finanzierungswege gehen.

Sowohl die eine als auch die andere Sicht ist zutreffend und argumentativ gut begründet - in Frage zu stellen sind nicht die unausweichlichen Veränderungen, unklar sind vielmehr das Ausmaß und die Konsequenzen dieser Veränderungen. Im folgenden sollen daher die Kernaussagen beider Standpunkte – die Veränderungen im Mittelstandskreditgeschäft der Banken und die Öffnung neuer Finanzierungsformen für den Mittelstand - genauer analysiert werden. So wird erstens untersucht, welche Änderungen die verschärften Wettbewerbsbedingungen der Banken und die Einführung des Rating für kleine und mittlere Unternehmen mit sich bringen und ob es bereits Anzeichen für eine modifizierte, d.h. zurückhaltende Kreditierungspolitik der Banken gibt. Zweitens

wird die jüngste Entwicklung bei den in der momentanen Diskussion als neue Finanzierungsalternativen für den Mittelstand herausgestellten Formen der Beteiligungsfinanzierung, Going Public und Private Equity, sowie der Kreditfinanzierung, Corporate Bonds und Asset Backed Securities, dargestellt und untersucht, ob es bereits Anzeichen für eine verstärkte Nutzung dieser Finanzierungsformen durch den Mittelstand gibt. Zudem wird eine Beurteilung ihrer zukünftigen Relevanz für die Mittelstandsfinanzierung vorgenommen. Abschließend wird auf die Konsequenzen dieser Veränderungen im Finanzierungsumfeld kleiner und mittlerer Unternehmen eingegangen.

## **2. Veränderungen im Mittelstandskreditgeschäft der Banken**

### **2.1 Banken als traditionelle Partner des Mittelstandes**

Kleine und mittlere Unternehmen unterscheiden sich aufgrund ihrer speziellen Charakteristika, die ihre Finanzierungspotenziale und -gepflogenheiten bestimmen, in signifikanter Weise von großen, zunehmend aber auch von neuen und meist besonders wachstumsstarken Unternehmen. Kleine und mittlere Unternehmen verfügten bislang in der Regel nur über eine bescheidene Finanzierungsautonomie (SAUVÉ/SCHEUER 1999, S. 130). Ihre Hauptfinanzierungsquellen waren die interne Finanzierung über einbehaltene Gewinne sowie die externe Finanzierung über Bankkredite, wobei die Bedeutung des Bankensektors für sie im Zeitverlauf eher noch weiter zugenommen hat und der Einfluss von Bankkrediten auf die finanzielle Flexibilität kleiner und mittlerer Unternehmen nachhaltig gestiegen ist. Im Gegensatz dazu verfügen Großunternehmen über eine hohe Finanzierungsautonomie. Im Unterschied zu mittelständischen Unternehmen kommen Rücklagen sowie (Pensions-)Rückstellungen eine hohe Bedeutung als Finanzierungsquelle zu und wird der Kapitalmarkt sowohl zur Beteiligungs- als auch zur Kreditfinanzierung vergleichsweise intensiv genutzt. Die Bedeutung der Banken ist für sie daher deutlich geringer und in den vergangenen Jahren weiter zurückgegangen.

Das Finanzierungsverhalten des Mittelstands beruhte in der Vergangenheit im wesentlichen auf einem Relationship Banking, der engen und auf Langfristigkeit ausgerichteten Beziehung kleiner und mittlerer Unternehmen zur Hausbank (EDWARDS/FISCHER 1994; QUACK/HILDEBRANDT 1995). Die Stellung der Hausbank bringt es mit sich, dass die Bank nicht nur über das Finanzgebaren des Unternehmens gut informiert ist, sondern aufgrund langjähriger Zusammenarbeit und zumeist gleichzeitiger Kontenführung für den Unternehmer auch das Verhalten des Managements gut beurteilen kann und damit

bei der Bonitätseinschätzung spezifische Vorteile besitzt. Für die Unternehmen bedeutet das Hausbankprinzip zwar eine Offenlegung der wirtschaftlichen Verhältnisse gegenüber einer Drittpartei, auf deren vertrauensvollen Umgang mit betriebsinternen und persönlichen Daten aber Verlass ist und die Gewissheit, dass Hausbanken ihre Stammkundschaft auch in schwierigeren Situationen begleiten, was bei einer fallweisen Bankbeziehung normalerweise nicht der Fall ist. Die niedrigen Eigenkapitalquoten kleiner und mittlerer Unternehmen werden so zumindest zu einem Teil auch auf die erhöhte Finanzierungsbereitschaft der Hausbanken aufgrund ihres hohen Informationsstandes und der Bonitätsbeurteilungsqualität zurückgeführt.

Zwar ist in Folge des verstärkten Bankenwettbewerbs und der Globalisierung der Kapitalmärkte sowie der damit einhergehenden Neuausrichtung der Kreditportefeuilles aufgrund steigender Bankenrisiken bei gleichzeitig sinkenden Zinsmargen das Hausbankprinzip aufgeweicht, für einen Großteil der kleinen und mittleren Unternehmen stellt es aber nach wie vor ein für sich selbst genommen werthaltiges Prinzip dar. So unterhalten rd. 40 % der kleinen und mittleren Unternehmen Geschäftsbeziehungen nur zu einer einzigen Hausbank (HARHOFF/KÖRTING 1998, S. 1317 ff.; CREDITREFORM 2000, S. 31). Von Multibanking kann im Mittelstand also noch keine Rede sein, zumal auch bei Bankverbindungen zu mehreren Banken grundsätzlich die Hauptbankverbindung nicht in Frage gestellt wird. Nach den Ergebnissen der Untersuchung MIND-Finance ist die Bereitschaft zum Wechsel einer langjährigen Hausbankbeziehung bei kleinen und mittleren Unternehmen minimal, ebenso wie die Bereitschaft, zusätzliche Bankverbindungen einzugehen (MIND 2000, S. 106). So sind nur 4,9 % der kleinen und mittleren Unternehmen in den letzten 12 Monaten eine neue Bankverbindung eingegangen, 4,0 % haben eine bestehende Bankverbindung gelöst. Nach den Planungen wollen nur 2,6 % der mittelständischen Unternehmen in den nächsten 6 Monaten eine zusätzliche Bankverbindung eingehen, einen Hausbankwechsel beabsichtigen sogar nur 1,3 %.

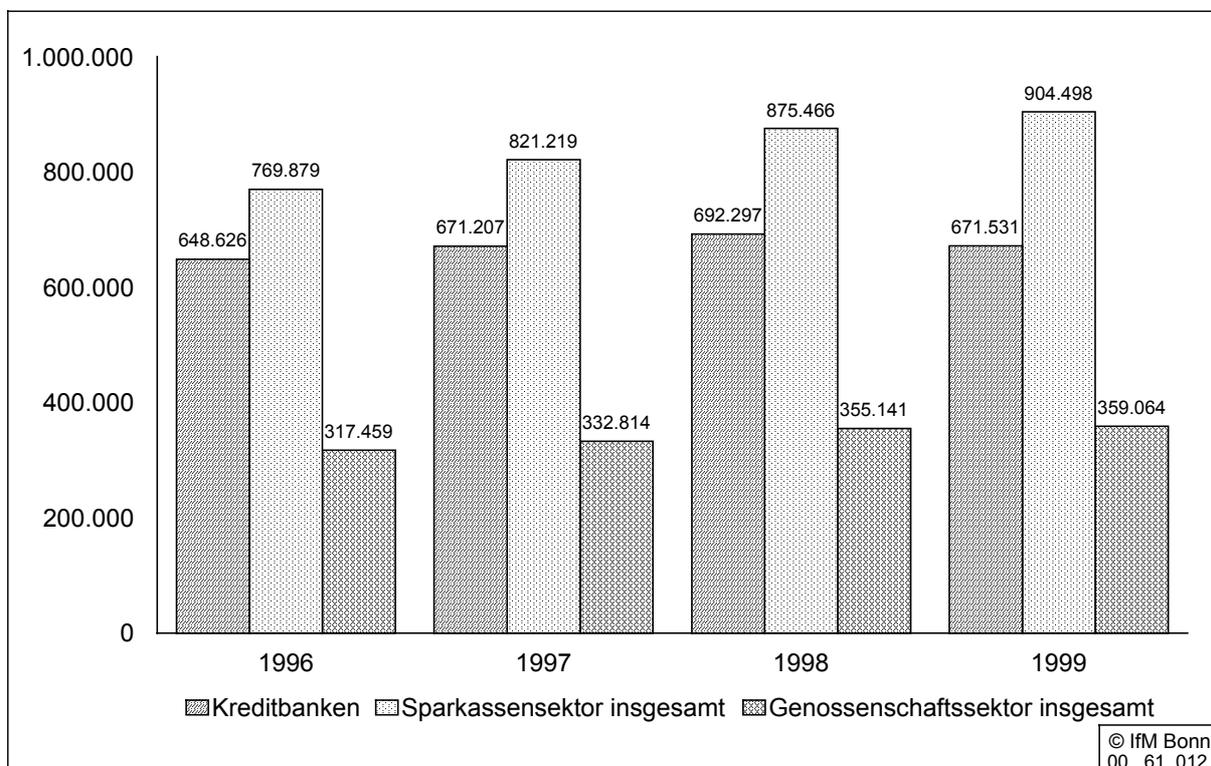
Dies heißt aber nicht, dass kleine und mittlere Unternehmen die Veränderungen im Risikoverhalten der Banken als Folge des "Reengineering" des Kreditgeschäfts (KNOLL 2001, S. 47) noch nicht wahrnehmen. Nach den Ergebnissen der Befragung MIND-Finance ist rund ein Fünftel der mittelständischen Unternehmen der Meinung, dass sich das Verhältnis der Banken gegenüber mittelständischen Unternehmen verschlechtert hat, Verschlechterungen in der Geschäftsbeziehung zur eigenen Hauptbank stellten 7,2 % der mittelständischen Unternehmen fest (MIND 2000, S. 108). Besonders stark betroffen sind

die in der MIND-Typologie als konservativ klassifizierten Unternehmen (19,2 %). Die Verschlechterung der Hausbankbeziehung beruht dabei in erster Linie auf einer strengeren Prüfung der Bonität des Unternehmens.

## 2.2 Entwicklung und Volumen der Mittelstandskredite

Die deutschen mittelständischen Unternehmen decken ihren Fremdkapitalbedarf für Investitionen und Betriebsmittel primär durch klassische Bankkredite, die insgesamt 91 % des Fremdkapitals ausmachen (ROMETSCH/KOLB 1999, S. 296). Die Relation der Bankkredite zur Bilanzsumme steigt mit sinkender Unternehmensgröße beständig an, wobei die Entwicklungstendenzen zwischen Großunternehmen und mittelständischen Unternehmen gegenläufig sind: Die Abhängigkeit von Bankkrediten ist bei mittelständischen Unternehmen im Zeitverlauf noch gestiegen, bei Großunternehmen ist die ohnehin geringe Bedeutung noch weiter gesunken (DEUTSCHE BUNDESBANK 1999, S. 32).

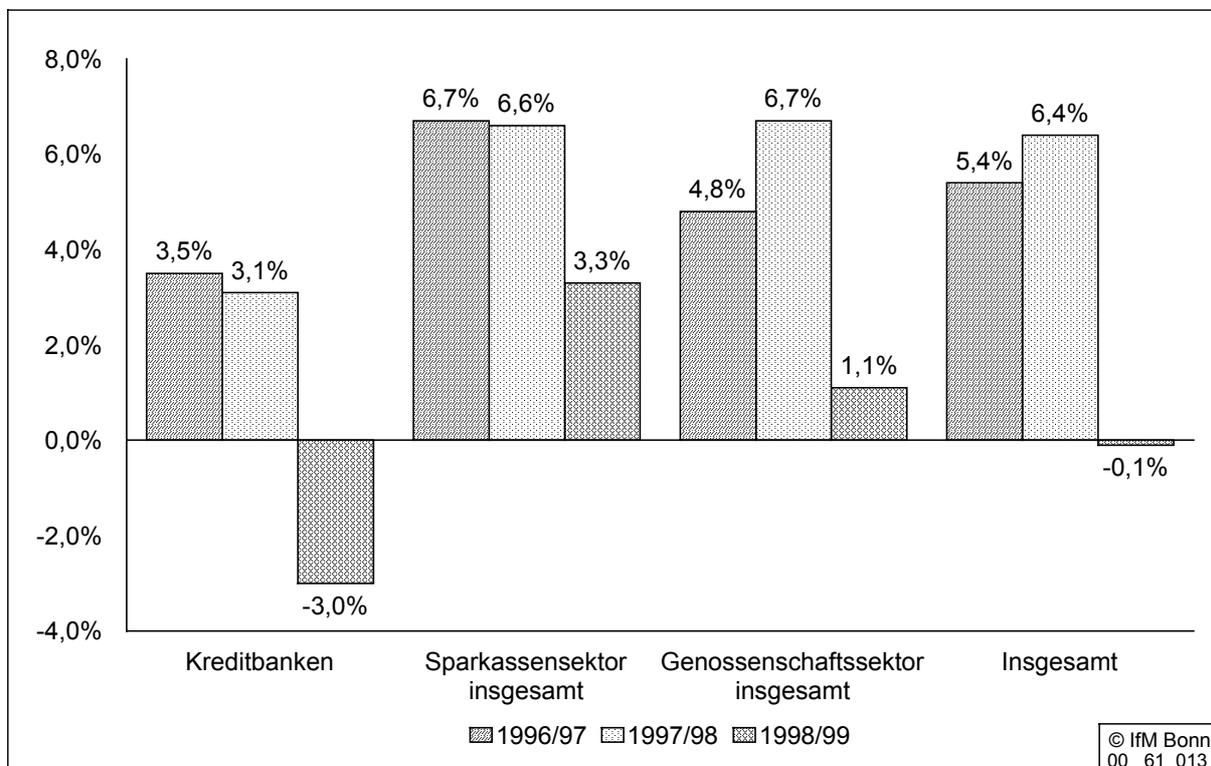
Abbildung 1: Kredite ausgewählter Bankengruppen an Unternehmen und Selbständige 1996 bis 1999 nach Bankengruppen in Mill. DM



Quelle: Deutsche Bundesbank, Beihefte zum Monatsbericht 1, Bankenstatistik, April, div. Jahrgänge; Berechnungen des IfM Bonn

Nach der Statistik der Deutschen Bundesbank wuchs das Kreditvolumen der Banken an Unternehmen und Selbständige im weiteren Sinne<sup>1</sup> zwischen 1996 und 1999 um 12 % von 2.111.143 Mill. DM auf 2.364.646 Mill. DM (vgl. Abbildung 1). An dieser Ausweitung hatten die einzelnen Bankengruppen einen unterschiedlichen Anteil. Während die ausgereichten Kredite der Kreditbanken (Großbanken, Regionalbanken) um 3,5 % anstiegen, legte der Sparkassen-sektor um 17,5 % und der Genossenschaftssector um 13,1 % zu (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2: Wachstumsrate\* der Bankkredite an Unternehmen und Selbständige nach Bankengruppen 1996 bis 1999



\* Veränderung im Verhältnis zum Basisjahr in %

Quelle: Deutsche Bundesbank, Beihefte zum Monatsbericht 1, Bankenstatistik, April, div. Jahrgänge; Berechnungen des IfM Bonn

Der dokumentierte Anstieg des Kreditvolumens ist also überwiegend auf das Kreditgeschäft der Sparkassen und Genossenschaftsbanken zurückzuführen. Der Marktanteil der Groß- und Regionalbanken fiel in diesem Zeitraum um 2,3 Prozentpunkte, derjenige des Sparkassensektors stieg um 1,8 und der des

<sup>1</sup> "Im weiteren Sinne" heißt einschließlich Land-, Forstwirtschaft, Fischerei, Fischzucht, Kreditinstitute, Versicherungen, Wohnungsunternehmen, Beteiligungsgesellschaften, Sonstiges Grundstückswesen, Gesundheits-, Veterinär- und Sozialwesen.

Genossenschaftssektors um 0,2 Prozentpunkte. Im klassischen Buchkreditgeschäft findet damit eine erkennbare Umstrukturierung zwischen den Bankengruppen statt: Sparkassen und Genossenschaftsbanken mit traditionellem Schwerpunkt auf der Kundengruppe der kleinen und mittleren Unternehmen haben ihren Marktanteil ausgeweitet, die übrigen Finanzierungsinstitute haben Marktanteile verloren.

Ob sich in dieser Entwicklung - wie vielfach befürchtet - bereits ein Rückzug der Großbanken und Regionalbanken aus dem Kreditgeschäft mit kleinen und mittleren Unternehmen zeigt, ist Gegenstand einer heftigen Kontroverse, zumal keine verlässlichen statistischen Daten über den Teil des gesamten Kreditvolumens existieren, der an den Mittelstand geht.

Das Institut für Mittelstandsforschung Bonn hat auf Grundlage der verfügbaren Daten über die Unternehmensgröße und das Finanzierungsverhalten kleiner und mittlerer Unternehmen das Volumen der Mittelstandskredite geschätzt, wodurch Aussagen über die Entwicklung dieses Volumens in den letzten vier Jahren möglich sind.<sup>2</sup>

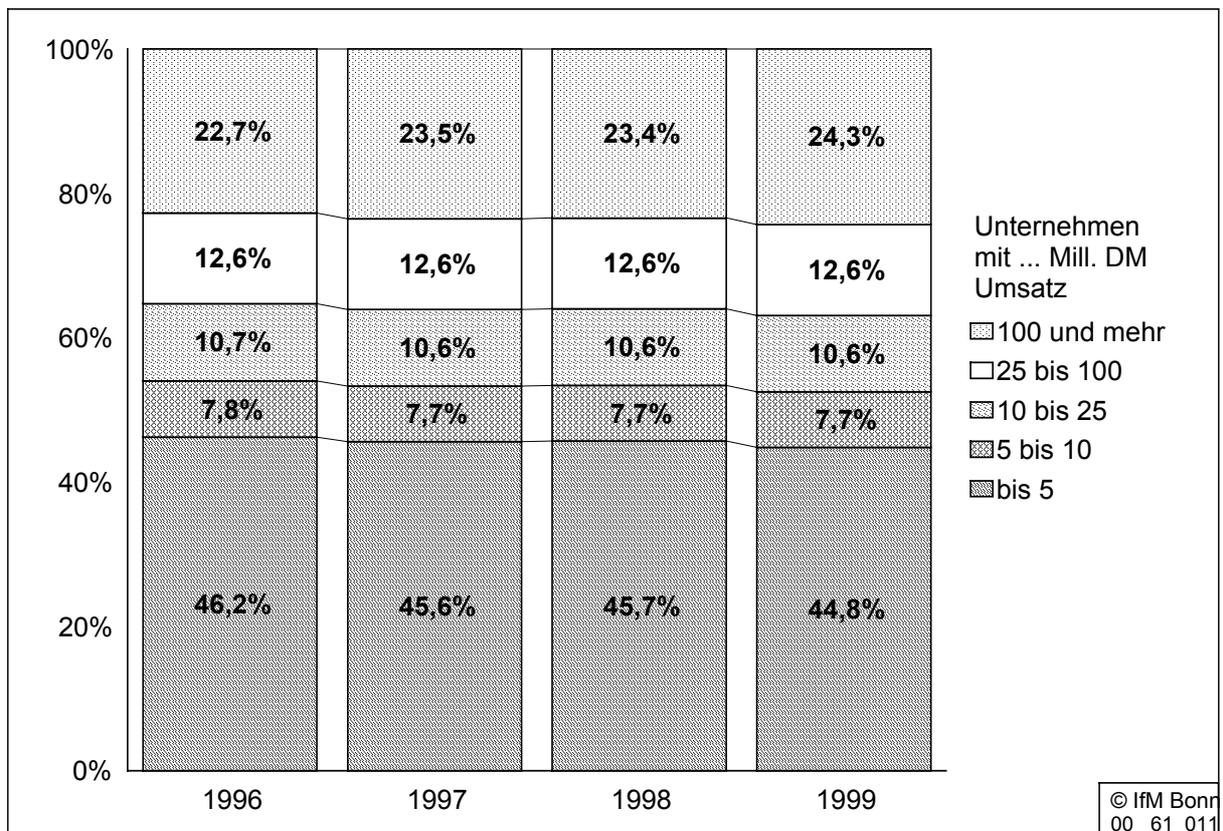
Nach den Berechnungen des IfM Bonn entfielen 1999 rund 1,06 Bill. DM oder 75,7 % des gesamten an Unternehmen und Selbständige im engeren Sinne<sup>3</sup> ausgereichten Kreditvolumens (1,4 Bill. DM) auf mittelständische Unternehmen (mit weniger als 100 Mill. DM Umsatz), 1996 betrug ihr Anteil noch 77,3 % am gesamten an Unternehmen und Selbständige vergebenen Kreditvolumen (vgl. Abbildung 3).

---

<sup>2</sup> Die Berechnung erfolgte für 1996 mit Hilfe der Größenklassenverteilung aus einer Sonderauswertung der Umsatzsteuerstatistik der Statistischen Landesämter im Auftrag des IfM Bonn, die für die Jahre 1997 bis 1999 mit Hilfe der Statistik der Handelsregistereintragen und der Kleingewerbetreibenden dynamisiert wurde, verknüpft mit den Kreditrelationen nach der Statistischen Sonderveröffentlichung der Deutschen Bundesbank und der Bankenstatistik der Deutschen Bundesbank. Die Wohnungsbaukredite wurden im Rahmen dieses Verfahrens für Unternehmen und Selbständige gewichtet, nachdem die Deutsche Bundesbank Daten für Wohnungsbaukredite getrennt nach Unternehmen und Selbständigen zur Verfügung stellte. Bei Rückrechnung des Gesamtergebnisses mittels anderer Quellen ergibt sich ein Fehler von maximal 1 %.

<sup>3</sup> "Im engeren Sinne" bezieht sich ausschließlich auf Unternehmen und Selbständige.

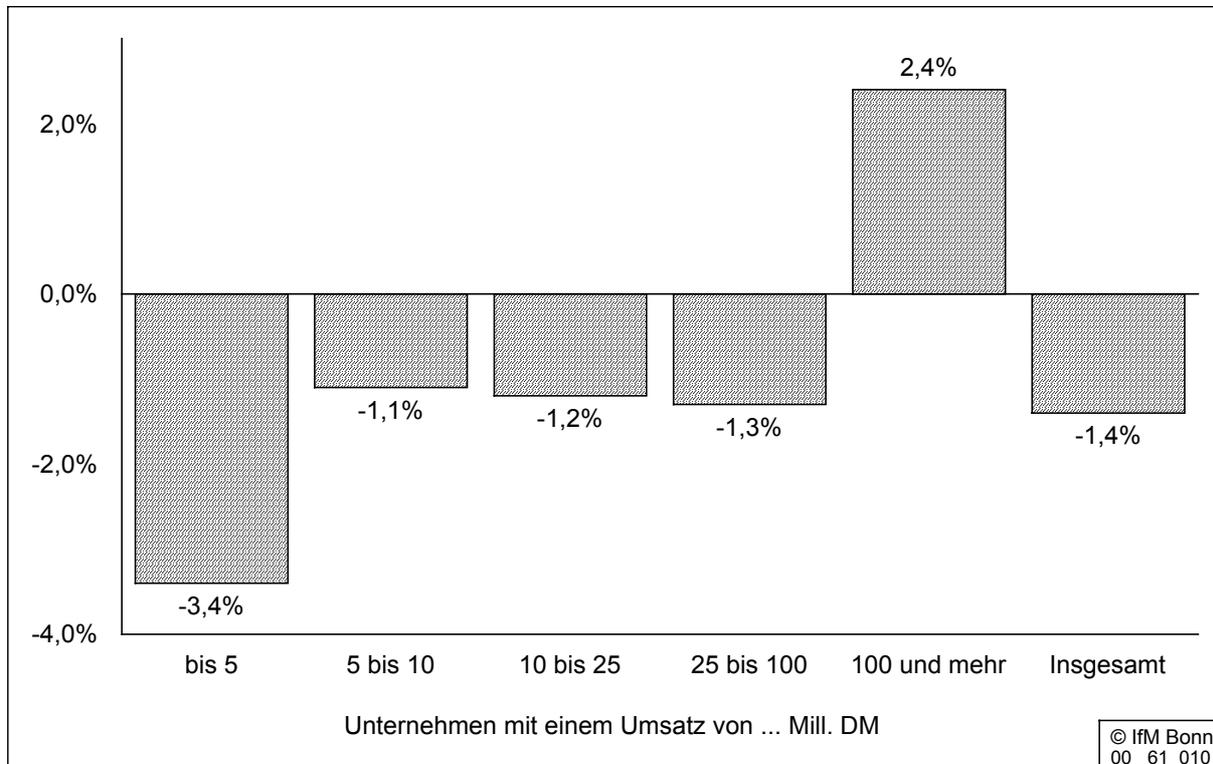
Abbildung 3: Kredite von Kreditinstituten an Unternehmen und Selbständige nach Umsatzgrößenklassen 1996 bis 1999 in %



Quelle: Berechnungen des IfM Bonn

Zwar kann von einem flächendeckenden Rückzug der Banken aus der Mittelstandsfinanzierung nicht gesprochen werden, die Abnahme von 1996 auf 1999 deutet allerdings darauf hin, dass mittelständische und insbesondere kleinere Unternehmen einer restriktiveren Kreditvergabe unterlagen als Großunternehmen. Dies trifft nach Schätzungen des IfM Bonn insbesondere für das Jahr 1999 zu, in dem kleine Unternehmen einen überdurchschnittlichen Rückgang des an sie ausgereichten Kreditvolumens zu verzeichnen hatten (vgl. Abbildung 4). Ursache dieser Entwicklung dürfte sein, dass kleine Unternehmen bzw. kleinere Kreditvolumina im ohnehin ertragsarmen Firmenkundengeschäft eine besonders ungünstige Aufwands-/Ertragskonstellation aufweisen.

Abbildung 4: Veränderung\* der Kreditbestände von Kreditinstituten an Unternehmen und Selbständige nach Umsatzgrößenklassen 1998/1999 in %

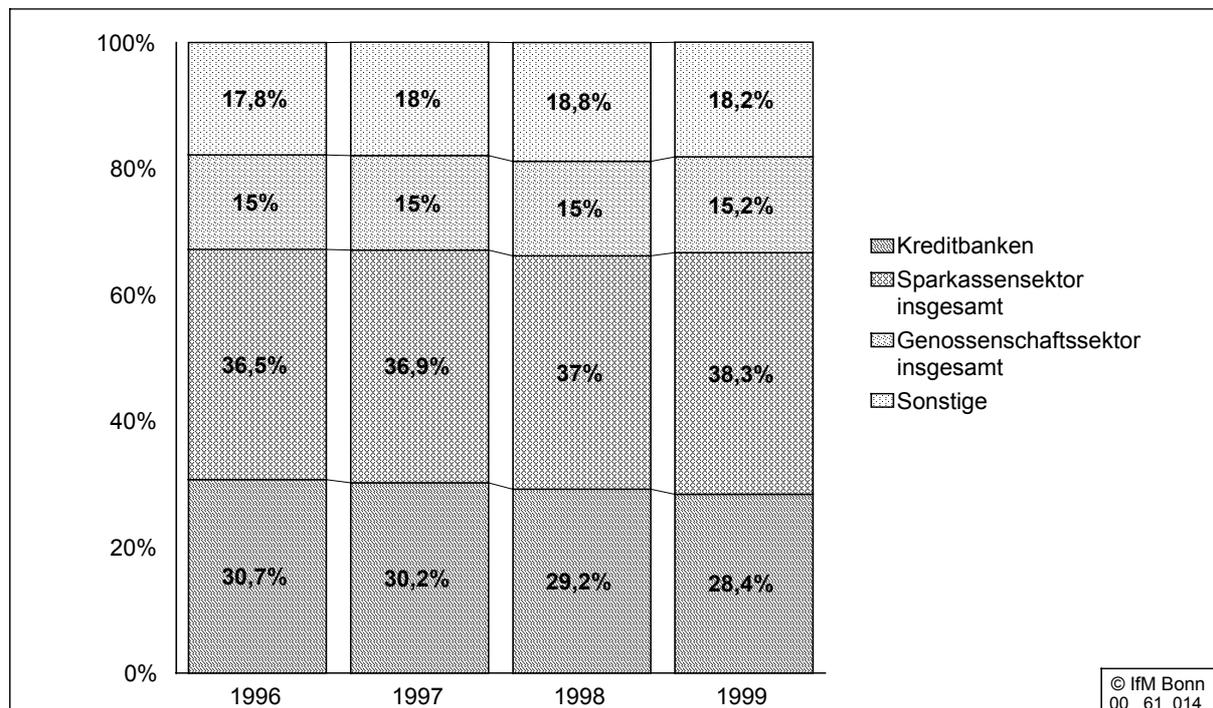


\* Differenz im Verhältnis zum Bestand 1998

Quelle: Berechnungen des IfM Bonn

Als Folge des zunehmenden Ertragsdruckes haben vor allem die Großbanken eine Neuausrichtung ihres Geschäftes mit kleinen und mittleren Unternehmen vorgenommen und ihre Aktivitäten zunehmend auf ertragsreichere Geschäftsfelder wie z.B. das Investmentbanking verlagert. So findet im klassischen Buchkreditgeschäft nicht nur die erwähnte Veränderung der Marktanteile am gesamten Kreditvolumen zwischen den Bankengruppen statt, sondern auch eine erkennbare Umstrukturierung zwischen den Kreditsegmenten nach der Unternehmensgröße: Sparkassen und Genossenschaftsbanken mit traditionellem Schwerpunkt auf der Kundengruppe der kleinen und mittleren Unternehmen haben ihren Marktanteil ausgeweitet, die übrigen Finanzierungsinstitute haben Marktanteile verloren (vgl. Abbildung 5).

Abbildung 5: Anteil der Bankengruppen an der Kreditvergabe an Unternehmen und Selbständige 1996 bis 1999 in %



Quelle: Deutsche Bundesbank, Beihefte zum Monatsbericht 1, Bankenstatistik, April, div. Jahrgänge; Berechnungen des IfM Bonn

Gegen die Aussagefähigkeit der Bankenstatistik über das ausgereichte Kreditvolumen wird oft eingewandt, dass sie diese in dem Maße unterzeichne, wie die Kreditinstitute ihre Firmenkundenkredite im Rahmen von Asset Backed Securities-Transaktionen verbriefen, hierbei sind die Buchkredite dann nicht mehr bilanzwirksam (BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN 2000, S. 17). Bezieht man die Asset Backed Securities-Emissionen, die praktisch nur von Großbanken durchgeführt wurden, in die Betrachtung der Entwicklung des Kreditvolumens ein, so ergibt sich kein grundlegend anderer Befund, d.h. der Kompensationseffekt von verbrieften Firmenkundenkrediten der Banken ist z.Z. noch unterproportional.

## 2.3 Ausrichtung der Kreditfinanzierung an Ratings

### 2.3.1 Der Basel II-Akkord

Kreditinstitute sind einer Vielzahl von Risiken ausgesetzt, die ihre Existenz und damit die Stabilität des Bankensystems gefährden können. Zur Sicherung ihrer Solidität und der Stabilität des Finanzsystems unterliegen sie einer staatlichen Aufsicht und müssen Mindestkapitalanforderungen erfüllen. Dieser Grundsatz ist in Deutschland im Kreditwesengesetz kodifiziert. Die dortigen Bestimmun

gen basieren auf dem sog. Basel I-Akkord aus dem Jahre 1988, der eine Eigenkapitalunterlegung von 8 % der risikogewichteten Aktiva vorschreibt. Die Ermittlung der risikobehafteten Kredite und damit der Eigenkapitalunterlegung erfolgte bislang pauschal nach der Art der Schuldner und trug dem Aspekt der Risikodifferenzierung nur bedingt Rechnung. So wurden bei der Ermittlung der Kreditrisiken zwar die Schuldner kategorisiert nach Staaten, öffentlichen Stellen, Banken und Unternehmen, innerhalb der einzelnen Kategorien gab es jedoch nur einen pauschalen Satz für die Eigenkapitalunterlegung ohne eine weitere bonitätsmäßige Risikodifferenzierung nach dem tatsächlichen individuellen Bonitätsgrad.

Im Sommer 1999 veröffentlichte der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht ein erstes Konsultationspapier zur Neuregelung der Eigenkapitalunterlegung (BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH 2001, S. 49). Der Basel II-Akkord zielt auf eine umfassendere und risikogerechtere Erfassung der Bankenrisiken, um gleichartige Wettbewerbsbedingungen zwischen den Banken zu gewährleisten. Diese Ziele können nach Ansicht des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht allein mit Regelungen zu Mindesteigenkapitalanforderungen nicht erreicht werden. Der Basel II-Akkord sieht daher Vorschriften zur Marktdisziplin und zu aufsichtsrechtlichen Überprüfungen vor und formuliert die Anforderungen zur Eigenkapitalunterlegung. Er ruht damit auf zwei weiteren Säulen. Die zweite, in wesentlichen Punkten überarbeitete Fassung dieses Konsultationspapiers ist mittlerweile publiziert. Der Basler Ausschuss ging zunächst davon aus, dass er nach Berücksichtigung erneuter Stellungnahmen - erbeten bis zum 31.05.01 - die endgültige Fassung des Basel II-Akkords gegen Ende 2001 veröffentlichen und dieser spätestens 2004 in Kraft treten könnte. Vor allem von deutscher Seite wurde allerdings aufgrund der Komplexität der neuen Regelungen auf eine neuerliche, dritte Konsultationsphase gedrängt. Momentan wird mit einer Gültigkeit der Änderungen erst im Jahre 2005 gerechnet (O.V. 2001, S. 34; LEBERT 2001, S. 1). Gegenstand der nunmehr geplanten dritten Konsultationsrunde sollen weniger die Kernpunkte der geplanten Veränderungen als vielmehr Details ihrer Umsetzung und Sonderfragen bilden. Die nachfolgend beschriebenen Hauptinhalte des zweiten Konsultationspapiers dürften daher aller Voraussicht nach von Änderungen kaum betroffen sein.

Die wesentliche Neuregelung im Hinblick auf die Kreditvergabe der Banken besteht in der Abkehr von der pauschalen Eigenkapitalunterlegung der Kredite hin zu einer dem jeweiligen individuellen Kreditrisiko entsprechenden Unterle

gung. Die Neufassung der Mindesteigenkapitalanforderungen hält zwar im Grundsatz an der bislang geltenden Eigenkapitaldefinition und der Mindesteigenkapitalquote von 8 % im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva fest, allerdings sind deutliche Änderungen hinsichtlich der Gewichtung von Kreditrisiken vorgesehen. Zukünftig wird sich die Risikogewichtung näher an der individuellen Bonität der Schuldner orientieren und damit eher die tatsächlichen Risiken widerspiegeln. So sollen die pauschalen Risikogewichte für die einzelnen Schuldnerkategorien durch differenzierte Risikogewichte je nach Bonität der Schuldner (einer bestimmten Kategorie) ersetzt werden. Zur Bestimmung der Risikogewichte sieht das vorliegende, zweite Konsultationspapier in Abänderung des heftig kritisierten ersten Konsultationspapiers neben einem auf externen Ratings basierenden Standardansatz ("standardised approach") auch einen auf bankinternen Ratings basierenden Ansatz ("internal ratings based approach"-IRB) als gleichwertige Alternative vor. Die einzelnen Risikogewichte differenzieren wie bislang nach Schuldner, innerhalb der jeweiligen Schuldnerkategorie erfolgt im Unterschied zur bisherigen Eigenkapitalvereinbarung eine weitere Aufteilung in Risikoklassen mit entsprechend unterschiedlichen Risikogewichten.

Grundlage zur Bestimmung der Risikogewichte bilden im Standardansatz Bonitätsbeurteilungen von Ratingagenturen. Entsprechend dem Ratingurteil werden den einzelnen Krediten unterschiedliche Risikogewichte zugeordnet, die sich für die verschiedenen Schuldnerkategorien teilweise unterscheiden. Für die Risikokategorie "Forderungen an Unternehmen" (Kredite an Unternehmen) ergeben sich am Beispiel der Notation von Standard & Poor's je nach Risikoklasse bzw. Bonitätsbeurteilung die Risikogewichte wie sie in Übersicht 1 dargestellt sind.

#### Übersicht 1: Risikogewichte für Unternehmenskredite

Bonitätsbeurteilung	AAA bis AA-	A+ bis A-	BBB+ bis BB-	Unter BB-	Ohne Rating
Risikogewicht	20 %	50 %	100 %	150 %	100 %

Ein Risikogewicht von 100 % bedeutet, dass ein Kredit bei der Berechnung der Eigenkapitalunterlegung in voller Höhe berücksichtigt wird und somit mit 8 % Eigenkapital (100 % von 8 %) zu unterlegen ist. Analog führt ein geringeres Risikogewicht z.B. von 50 % zu einer reduzierten Eigenkapitalunterlegung von 4 % (50 % von 8 %), ein höheres Risikogewicht von z.B. 150 % zu einer Höhe

ren Eigenkapitalbindung von 12 % (150 % von 8 %). Die Spannweite des notwendigen Eigenkapitaleinsatzes der Bank für den jeweiligen Unternehmenskredit erstreckt sich damit je nach Bonitätsklasse von 1,6 % (20 % von 8 %) bis 12 % des Kreditbetrages (150 % von 8 %). Die Zuordnung der verschiedenen Risikogewichte zu den jeweiligen Bonitätsklassen der verschiedenen Ratingagenturen erfolgt nach Maßgabe der nationalen Aufsichtsbehörden, die auch für die Festlegung, Überprüfung und Überwachung von Mindestanforderungen an ein Ratingsystem und an Ratingagenturen zuständig sind.

Der IRB-Ansatz gestattet es den Banken, die Bonität ihrer Schuldner auf Grundlage eines internen Ratingverfahrens selbst zu beurteilen. Grundsätzlich erlaubt dieser Ansatz eine noch stärkere Risikodifferenzierung bei der Ermittlung der erforderlichen Eigenkapitalunterlegung als der Standardansatz. So sind zum einen sowohl Unter- als auch Überschreitungen der Risikogewichtungsgrenzen des Standardansatzes von 20 % bzw. 150 % möglich, zum anderen sehen die Anforderungen die Bildung von mindestens 8 Ratingklassen hinsichtlich der Ausfallwahrscheinlichkeit des Schuldners vor. Hauptelemente des IRB-Ansatzes sind drei Risikokomponenten, die das Risiko des jeweiligen Kredites abbilden sollen und sowohl Charakteristika des Kreditnehmers als auch die jeweilige Transaktion berücksichtigen. Die Risikokomponenten sind: Probability of default (PD), Loss given default (LGD) und Exposure at default (EAD). Dabei bildet der PD-Wert die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Kredites ab, während die beiden anderen Komponenten den in diesem Fall zu erwartenden Verlust je nach Fazilität spezifizieren sollen. Der EAD-Wert gibt die erwartete Höhe der ausstehenden Forderungen im Zeitpunkt des Verlustes an, der LGD-Wert drückt den erwarteten Verlust aus, zeigt also auf, in wieweit die Bank mit Teilrückzahlungen des Kreditnehmers rechnen kann.

Für die Berechnung der Risikokomponenten werden umfangreiche, aussagefähige Datenbestände gebraucht. Während nach Erkenntnissen des Basler Ausschusses die Voraussetzungen zur Schätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit ihrer Schuldner bei vielen Banken gegeben sind, da sie auch für die bislang gebräuchlichen Bonitätsprüfungsverfahren bzw. zur Ermittlung des Wertberichtigungsbedarfs eine notwendige Voraussetzung sind, können die Datenerfordernisse für die Schätzung der LGD-Werte der einzelnen Bank Probleme bereiten. Den Banken werden für die Bestimmung dieser Risikokomponente zwei Alternativen angeboten. Nach der Basisalternative des IRB-Ansatzes ("foundation approach") werden die LGD-Werte den Kreditinstituten durch Regelungen der Aufsichtsbehörde vorgegeben. Nach dem fortgeschrittenen IRB-

Ansatz ("advanced approach") können die Banken den LGD-Wert jedes Kredites selber schätzen und hierfür eigene Risikoklassen bilden. Die drei Risikokomponenten werden durch eine im vorliegenden Konsultationspapier bestimmte Funktion, teilweise unter zusätzlicher Berücksichtigung der Laufzeit des Kredites, in Risikogewichte transformiert.

Für Kredite an Privatkunden ist eine vereinfachte Berechnung des Kreditrisikos vorgesehen und aufgrund der breiten Risikostreuung eine geringere Eigenkapitalunterlegung als bei Unternehmenskrediten vorgeschrieben (DEUTSCHE BUNDESBANK 2001b, S. 24). Unter bestimmten Bedingungen können Unternehmenskredite dem Privatkundenportfolio zugeordnet werden, z.B. wenn es sich, wie bei kleinen Unternehmen üblich, um persönliche Kredite handelt. Da Privatkundenkredite im Vergleich zu Unternehmenskrediten mit einem niedrigeren Risikogewicht zu bemessen sind, könnten kleine Unternehmen und Freiberufler von der Zuordnung zu Privatkundenportfolios insofern profitieren, als die Eigenkapitalunterlegungsanforderungen an die Banken geringer sind. Allerdings sind die Konditionen und Zinssätze im Privatkundengeschäft weniger differenziert als im gewerblichen Kreditgeschäft.

### **2.3.2 Ratingangebot und Ratingpotenzial im Mittelstand**

Vor dem Hintergrund der geplanten Neuregelung der Eigenkapitalunterlegung der Banken und der wachsenden Bedeutung des Kapitalmarkts für die Unternehmensfinanzierung in Deutschland sind in den letzten drei Jahren einige neue Ratingagenturen gegründet worden (vgl. Übersicht 2). Ihr Fokus liegt im Unterschied zu den etablierten Agenturen Moody`s, Standard & Poor`s oder Fitch IBCA auf mittelständischen Unternehmen im deutschsprachigen Raum (HEINKE/STEINER 2000a, S. 5). Sie sind daher weniger als Konkurrenten der marktführenden, global agierenden US-amerikanischen Ratingagenturen denn als Spezialanbieter anzusehen. Ein wesentliches Differenzierungsmerkmal zu den auf das Klientel der Großunternehmen ausgerichteten etablierten Ratingagenturen sehen die neugegründeten Ratingagenturen zum einen in dem besseren Verständnis für mittelständische Strukturen, wodurch die bei den US-geprägten marktführenden Agenturen übliche starke Ausrichtung der Beurteilungsverfahren auf US-Verhältnisse ("American Bias") (SCHOLZ 2000, S. 522) vermieden wird. Zum anderen ist natürlich der Preis für ein Rating ein entscheidender Parameter. Ein Erstrating von Moody`s oder Standard & Poor`s kostet je nach Unternehmensgröße zwischen 25.000 \$ und 60.000 \$ (KfW 2000, S. 21). Die Ratinggebühren von den auf mittelständische Belange aus

gerichteten Ratingagenturen sollen z.T. deutlich unterhalb dieser Grenze liegen; ihre Ratings sind daher eher als "Mengengeschäft" konzipiert.

#### Übersicht 2: Vergleich der Ratingagenturen für den Mittelstand

Name	Sitz und Gründungsjahr	Zielgruppe	Ratinggebühren	Ratingart	Anzahl bisheriger Ratings (davon veröffentlicht)	Ergänzendes Angebot von "Kurzzratings" (Gebühren)
Creditreform Rating AG	Neuss 2000	Unternehmen ab 5 Mill. DM Umsatz	ab 10 TDM je nach Umsatz und Komplexität	Credit Rating	70 (14)	Nein
Euro Ratings AG	Frankfurt/Main 1999	Unternehmen ab 50 Mill. DM Umsatz	18-76 TDM je nach Umsatz, Veröffentlichung, Erst-/Folgerating	Credit Rating	25 (0)	Nein
GDUR-Mittelstands-Rating AG	Frankfurt/Main 2000	Unternehmen ab 2 Mill. DM Umsatz	12-90 TDM je nach Umsatz, Branche	Unternehmens-/Equity Rating	30 (0)	Ja (4 TDM)
R@S Rating Services AG	München 1999	Unternehmen ab 10 Mill. DM Umsatz	15-60 TDM je nach Umsatz und Komplexität	Unternehmens-/Equity Rating	50 (9)	Ja (5-10 TDM)
URAUnternehmens Rating AG	München 1998	Unternehmen ab 10 Mill. DM Umsatz	ab 36 TDM je nach Unternehmensgröße und Komplexität	Unternehmens-/Equity Rating	40 (1)	Nein

Quelle: Schriftliche und telefonische Auskünfte der Ratingagenturen

Entsprechend dem Entwicklungsstadium des deutschen Ratingmarkts unterscheiden sich die Ratingangebote und -ansätze z.T. erheblich. So bieten die Agenturen EuroRatings AG und Creditreform Rating AG Ratings für Fremdkapitalgeber an, während die anderen drei Agenturen eher das allgemeine Chancenpotenzial eines Unternehmens beurteilen und stärker die Interessen der Eigenkapitalgeber berücksichtigende Unternehmens- oder Equity-Ratings anbieten. Ein Teil der Agenturen bietet ferner sog. Kurzzratings an, die Unternehmen eine erste Standortbestimmung und eine Vorbereitung auf spätere Vollratings erleichtern. Kurz- oder Teilratings basieren allerdings überwiegend auf Informationen aus Jahresabschlüssen, der betrieblichen Rechnungslegung und Statistiken. Naturgemäß erfüllen solche Kurzzratings nicht die Voraussetzungen der Gesamtrisikobeurteilung für eine Kreditfinanzierung und werden den Anforderungen von Basel II an externe Ratings nicht bzw. nur bedingt ge

recht. Unklar ist, ob die neuen Ratingagenturen in der Lage sein werden, sich gegenüber den etablierten US-amerikanischen Ratingagenturen zu behaupten (NATUSCH 1999, S. 412).

Mit der Zulassung bankinterner Ratings und damit der Abkehr von einem de facto Ratingzwang auch für kleine und mittlere Unternehmen ohne Kapitalmarktambitionen haben sich die Bedingungen und das Marktpotenzial für Mittelstandsratings im Vergleich zu dem ersten Konsultationspapier geändert. Nach den Verlautbarungen der Verbände der Kreditorganisationen streben die deutschen Kreditinstitute mehrheitlich die Anwendung des IRB-Ansatzes an. So arbeiten z.B. Sparkassen und Genossenschaftsbanken auf die Nutzung von Verbundlösungen hin, die den gestellten Anforderungen gerecht werden (BERNDT 2001, S. 171; LEHNHOFF 2001, S. 173). Großbanken und Regionalbanken sind mit der Implementierung von aufsichtsrechtlich konformen Risikosteuerungsmodellen bereits weit fortgeschritten. Lediglich für kleinere Privat- und Regionalbanken könnte die Weiterentwicklung bzw. Anpassung interner Bonitätsbeurteilungsverfahren aufgrund der dafür erforderlichen Informationssysteme und -verwaltung zu kostenträchtig sein, so dass sie sich am ehesten für externe Ratings entscheiden dürften.

Mit der aller Voraussicht nach bevorzugten Wahl von eigenen, bankinternen Ratingverfahren entsprechen die Banken am ehesten der Interessenlage der Mehrheit mittelständischer Unternehmen. So bevorzugt nach den Ergebnissen der MIND-Finance-Studie (2000, S. 121) gut die Hälfte der mittelständischen Unternehmen, denen die Ratingthematik bekannt ist, ein bankinternes Rating, ein Zehntel gibt einer Ratingagentur den Vorzug vor der Hausbank, rund 15 % haben keine Präferenzen in Hinsicht auf ein externes oder bankinternes Rating und gut ein Fünftel spricht sich für ein Doppelrating (externes und bankinternes Rating) aus. Bei Ausrichtung der Kreditfinanzierung an bankinternen Ratings kann die Mehrzahl der mittelständischen Unternehmen auch zukünftig ausschließlich mit einer Hausbank zusammenarbeiten und auf die Einholung externer Ratings verzichten. Der durch Basel II entstehende zukünftige Ratingbedarf des Mittelstandes wird sich deshalb weniger in einer Belebung des deutschen Ratingmarkts niederschlagen als vielmehr zu einer höheren Verbreitung bankinterner Ratingsysteme beitragen.

Eine Beispielsrechnung der KfW (2000, S. 22) beziffert das Potenzial von mittelständischen Unternehmen, für die sich ein Rating durch Kompensation der damit verbundenen Kosten über den Zinsvorteil lohnt, auf 15.000 bis 9.000

Unternehmen mit mehr als 20 Mill. DM bzw. 18 Mill. DM Jahresumsatz, je nach Annahme über die Ratingkosten (15.000 DM bzw. 20.000 DM). Das theoretische Marktpotenzial ist damit zwar beträchtlich, bezogen auf alle mittelständischen Unternehmen würde sich ein externes Rating jedoch nur für einen verschwindend geringen Teil auszahlen. Die zukünftigen Marktchancen der neugegründeten Ratingagenturen und die Entwicklung des deutschen Ratingmarkts werden insofern davon abhängen, in welchem Ausmaß sich kleine und mittlere Unternehmen von zusätzlichen externen Ratings Vorteile z.B. hinsichtlich der Finanzierungsbedingungen oder des Zugangs zu neuen Finanzierungsquellen versprechen.

Obgleich die Ratingagenturen besonders bemüht sind, die zahlreichen über die Kreditfinanzierung hinausgehenden Vorteile eines Ratings z.B. für die interne Risikosteuerungspolitik, bei der Mitarbeitergewinnung oder für Lieferanten-/Kundenbeziehungen (HEINKE/STEINER 2000b, S. 140 ff.) herauszustellen, steht die Mehrheit der mittelständischen Unternehmen einem Rating bislang eher ablehnend bis skeptisch gegenüber, weil sie sich davon keine Vorteile versprechen. Diese Einstellung findet sich in allen bisherigen Unternehmensbefragungen zum Rating bestätigt. Z.B. waren nach einer Telefonumfrage des Ifo-Instituts bei mittelständischen Unternehmen im März 2000 über ein Drittel der Meinung, Rating würde ihrem Unternehmen die Kreditaufnahme erschweren, knapp ein Fünftel sah im Rating eine Erleichterung für ihre Kreditfinanzierung, rd. 13 % waren der Ansicht, durch Rating würde sich für ihr Unternehmen nichts an den Finanzierungsbedingungen ändern und fast ein Drittel konnte die Folgen eines Ratings nicht beurteilen (DELHAES/GRIES/RAMTHUN 2000, S. 95). Zu ähnlichen Ergebnissen gelangte auch die Frühjahrsbefragung von CREDITREFORM (2000, S. 33 f.), wonach 30,3 % der mittelständischen Unternehmen ein Rating erstellen lassen würden, ein gutes Drittel hatte sich mit Rating noch nicht beschäftigt. Die MIND-Finance-Befragung (2000, S. 119 und 121) aus dem Sommer 2000 deutet darauf hin, dass noch keine gravierenden Wissensfortschritte beim Mittelstand zum Thema Rating erzielt worden sind: Rund 30 % der Unternehmen ist Rating nicht bekannt, über die Hälfte der Unternehmen kannte zwar Rating, hat sich aber noch nicht damit beschäftigt und nur 17,1 % haben sich mit diesem Thema näher auseinandergesetzt. Rund ein Viertel der mittelständischen Unternehmen konnte auch bei einem positiven Ratingergebnis keine Vorteile für ihr Unternehmen im Vergleich zur bisherigen Situation erkennen.

## 2.4 Risikoadjustierte Bepreisung von Krediten

Die risikoadjustierte Eigenkapitalunterlegung wird sich auf den Zugang zu Krediten und die Höhe der Kreditkosten auswirken. Für Kredite an Unternehmen mit sehr guter Bonität reduziert sich unabhängig davon, ob es sich um ein internes oder externes Rating handelt, die Eigenkapitalbelastung der Bank, für Kredite an Unternehmen mit schlechter Bonität erhöht sie sich. Die unterschiedlichen Kapitalkosten der Banken werden dabei in der Höhe der Kreditkosten ihren Niederschlag finden. Als Folge von Basel II können sich demnach für einzelne Unternehmen je nach Bonitätseinstufung Verringerungen oder Erhöhungen der Kreditkosten ergeben. Die Kreditkosten werden sich demzufolge entsprechend dem Risikogehalt der Kredite aufspreizen: Schlechtere Risiken werden somit tendenziell eine Kreditvertéuerung erfahren, wohingegen bessere Risiken von einer Senkung der Kreditkosten profitieren könnten (ARNOLD 2001, S. 169). So ist - auch nach den zuvor dargestellten Ergebnissen der MIND-Finance-Studie - damit zu rechnen, dass Unternehmen mit hoher Bonität zukünftig ein Zweitrating einer anderen Bank oder einer externen Ratingagentur einholen werden, um ihre Position bei den Kreditverhandlungen zu verbessern (THOLEN 1999, S. 549).

Bereits in der bisherigen Praxis der Kreditvergabe in Deutschland ist festzustellen gewesen, dass zwar für die Mehrzahl der Unternehmen die Finanzierung über Banken weitgehend problemfrei ist, Unternehmen mit hohen Risiken jedoch ohne Bestellung von Sicherheiten vielfach durch das Raster der Kreditfinanzierung fallen (KAUFMANN/KOKALJ 1996, S. 102 f.). Da die Kreditvergabe bislang nur innerhalb enger Grenzen der Risikoabgeltungstheorie folgte, war die Kreditrationierung aus Sicht der Kreditinstitute ein probates Mittel zur Risikobegrenzung. Hiervon betroffen sind vor allem junge Unternehmen und Unternehmen in wirtschaftlichen Schwierigkeiten, teilweise aber auch etablierte mittelständische Unternehmen mit geringer Eigenkapitalausstattung und ohne Sicherheitenspielraum. Der durch Basel II ausgelöste Zwang der Kreditinstitute zu einer intensiveren, stärker an der zukünftigen Zahlungsfähigkeit orientierten Bonitätsbeurteilung erlaubt zukünftig allerdings eine stärkere Verfolgung der Risikoabgeltungsstrategie, da die Gefahr einer adversen Selektion der Schuldner durch den geforderten hohen Standard der internen Ratingverfahren bzw. durch externe Ratings verringert wird. Hier liegt aus theoretischer Sicht ein entscheidender Vorteil der Neuregelungen: Mittelständische Unternehmen werden zukünftig nicht mehr oder zumindest seltener auf eine strenge Kreditrationierung stoßen, sondern auf ein Kreditangebot mit steigenden Grenzkos

ten. Verschuldungsgrad und verfügbare Sicherheiten werden demnach in der Zukunft einen geringeren Einfluss auf die Kreditvergabeentscheidung besitzen, sondern vielmehr verstärkt die Kreditkonditionen bestimmen. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass eine Risikoabgeltung bei hohen Risiken auch Zinssätze erfordern kann, die mit dem Verbot von Wucherzinsen in Konflikt geraten. Ab bestimmten Risikohöhen wird daher der Druck zur Finanzierung über risikotragendes Kapital nicht abnehmen.

Basel II wird die bereits jetzt in Ansätzen festzustellende, wachsende Tendenz zur Risikoausrichtung von Krediten ohne Frage verstärken. Cross-Selling-Gesichtspunkte, d.h. die Ausrichtung der Kreditmargen an dem Gesamtertrag der Kundenbeziehung, werden bei der Kreditbepreisung weiter an Bedeutung verlieren. Möglichkeiten für kleine und mittlere Unternehmen, im Wege der Kreditfinanzierung bei Banken Finanzierungskonditionen zu erhalten, die teilweise den Anleihekonditionen von Großunternehmen am Kapitalmarkt entsprechen, dürften in Zukunft rar werden. Die Konditionen für Mittelstandskredite werden sich stärker an Bewertungsmaßstäben orientieren, die am Kapitalmarkt Gültigkeit besitzen und den Risikograd des Engagements in den Vordergrund stellen. Im Vordergrund wird weniger die Frage stehen, ob ein Kredit vergeben werden soll, sondern zu welchen Konditionen (HEINKE 2001, S. 178). Der Effekt von Cross-Selling-Möglichkeiten dürfte sich in der Zukunft vielfach darauf beschränken, dass Kredite quasi als "Zugeständnis" vergeben werden, um aus Bankensicht lukrativere Geschäftsfelder wie z.B. die Zusammenarbeit in der betrieblichen Altersvorsorge zu sichern.

### **3. Öffnung alternativer Finanzierungsformen für den Mittelstand**

#### **3.1 Beteiligungsfinanzierung**

##### **3.1.1 Going Public**

Für die Aufnahme von Eigenkapital am organisierten Kapitalmarkt stehen Unternehmen in Deutschland seit 1997 mit dem amtlichen Handel, dem geregelten Markt, dem Neuen Markt und dem Freiverkehr vier Börsensegmente zur Verfügung. Während der amtliche Handel vor allem auf Großunternehmen zugeschnitten ist, sollte der 1987 eingeführte geregelte Markt ein Going Public für mittelständische Unternehmen interessant machen. Die Zulassungsvoraussetzungen zum geregelten Markt sind daher im Vergleich zum amtlichen Handel weniger streng. Das Mindestemissionsvolumen liegt mit 0,5 Mill. DM erheblich unter dem des amtlichen Handels, eine Mindestquote für den Free Float der zu

plazierenden Aktien ist nicht vorgesehen. Der geforderte Track Record (das Mindestalter des Unternehmens) beträgt ein Jahr, und die Publizitätsanforderungen sind niedriger als im amtlichen Handel. Die Einbeziehung in den Freiverkehr ist im Unterschied zu den beiden anderen Segmenten nicht durch gesetzliche Zulassungsvorschriften geregelt, sondern erfolgt aufgrund privatrechtlicher Richtlinien. Er ist in erster Linie ein Segment für bereits an anderen Börsen notierte Aktien, insbesondere für den Handel ausländischer Aktien, die in ihren Heimatländern gelistet sind.

Der geregelte Markt hat indessen nicht zu einem vermehrten Zutritt mittelständischer Unternehmen zum Kapitalmarkt geführt. Der Verzicht auf einen Mindest-Free Float bei einem geringen Mindestemissionsvolumen und die niedrigen Publizitätsanforderungen wirkten sich negativ auf die Liquidität der Aktien und deren Akzeptanz durch die Investoren aus. De facto wurden von den Marktteilnehmern deutlich höhere Anforderungen an eine Emission gestellt, so dass i.d.R. nur Unternehmen mit einem Mindestumsatz von 100 - 150 Mill. DM für ein Going Public in Frage kamen (BERGHEIM/TRAUB 1996, S. 66 f.). Angesichts des geringen Erfolges des geregelten Marktes als Kapitalmarkt für mittelständische Unternehmen richtete die Deutsche Börse AG 1997 den Neuen Markt als eigenständiges Börsensegment im Freiverkehr ein. Die Notierungsaufnahme im Neuen Markt unterliegt neben der Zulassung zum geregelten Markt zusätzlichen privatrechtlichen Anforderungen. Diese sehen u.a. die Stellung von "Designated Sponsors" (Handelsbetreuer), einen Track-Record von 3 Jahren, ein Mindestemissionsvolumen von 5 Mill. Euro und einen Free Float von 25 % des Grundkapitals zur Sicherung der Liquidität der gehandelten Titel voraus. Den Transparenzanforderungen der Investoren wird durch umfangreiche Publizitäts- und Offenlegungspflichten entsprochen. In qualitativer Hinsicht ist eine Notierung am Neuen Markt auf innovative und wachstumsstarke Unternehmen beschränkt. Die publizitätsmäßigen Zugangsbedingungen für den Neuen Markt sind insgesamt betrachtet weitaus strenger als für den amtlichen Handel (RÖMER/MÜLLER 2000, S. 1674), ohne jedoch - wie auf den anderen Segmenten üblich - eine in der Vergangenheit bereits erwiesene Ertragsstärke vorauszusetzen, womit eine stärkere Ausrichtung auf die erwartete Entwicklung und somit junge Unternehmen möglich wurde.

Ferner hat die Deutsche Börse AG im April 1999 mit dem SMAX (Small Cap Exchange) ein Qualitätssegment für etablierte mittelständische Unternehmen aus traditionellen Branchen eingerichtet. Konzeption und Qualitätsanforderungen lehnen sich an den Neuen Markt an. Die Teilnahme am SMAX setzt eine

Notierung im amtlichen Handel oder geregelten Markt voraus. Darüber hinaus ist ein Designated Sponsor zu stellen, sind umfangreiche Publizitätspflichten zu erfüllen und ist ein Free Float von 20 % des Grundkapitals sicherzustellen. Anders als am Neuen Markt verzichtet das Unternehmen mit der Teilnahme am SMAX allerdings nicht auf eine Notierung in diesen Segmenten, sondern erhält gewissermaßen ein Gütesiegel für die Erfüllung der an internationalen Standards orientierten Transparenz- und Liquiditätskriterien.

Eine der zentralen Wirkungen dieser neuen Qualitätssegmente und insbesondere des Neuen Marktes besteht in einem Pull-Effekt, da für viele mittelständische Unternehmen aufgrund der erzielbaren Emissionserlöse ein Going Public interessant geworden ist (GERKE/BANK 1999, S. 17 f.). Die Eigenkapitalfinanzierung über die Börse hat deshalb in den letzten Jahren eine außerordentliche Dynamik entfaltet. So sind seit Einführung des Neuen Marktes rund 400 kleine und mittlere Unternehmen an die Börse gegangen. Der Neue Markt zählt mittlerweile rd. 340, überwiegend erstmalig notierte Unternehmen, der SMAX 127 Unternehmen, davon 23 IPOs. Mit der Segmentierung in Qualitäts- und Zielgruppenmärkte hat der deutsche Kapitalmarkt deutlich an Profil gewonnen. Ein Vergleich von SMAX-Unternehmen und Neuer Markt-Unternehmen verdeutlicht die unterschiedliche Ausrichtung beider Börsensegmente (DEUTSCHE BÖRSE AG 1999, S. 24): Im SMAX-Segment werden überwiegend etablierte, größere mittelständische Unternehmen notiert. Im Mittel sind sie 65 Jahre alt, beschäftigen rd. 2.060 Mitarbeiter, weisen einen Umsatz von 858 Mill. DM auf und stammen überwiegend aus den traditionellen Branchen Bau, Konsum, Maschinenbau und Handel. Die Börsenneulinge am Neuen Markt sind mit einem Durchschnittsalter von 15 Jahren um ein Vielfaches jünger und mit durchschnittlich 310 Mitarbeitern und 97 Mill. DM Umsatz deutlich kleiner und stammen in erster Linie aus den neuen, wachstumsstarken Branchen Biotechnologie, Informationstechnologie, Multimedia und Telekommunikation.

Trotz der momentanen Börsenbaisse und der abwartenden Haltung der Börsenaspiranten ist auch für die Zukunft eine weiterhin positive Entwicklung zu erwarten. Laut MIND Finance-Studie planen 5,3 % (2000, S. 92) der mittelständischen Unternehmen ein Going Public, in der Frühjahrsumfrage von Creditreform sind es 5,4 % der Mittelständler (2000, S. 32), die einen Börsengang fest ins Auge gefasst haben. Werden die Börsengänge - wenn auch aufgrund der Börsenlage verzögert - vollzogen, so wird sich in den nächsten Jahren die Zahl der börsennotierten mittelständischen Unternehmen in Deutschland auf ein Vielfaches des heutigen Bestandes belaufen. Andererseits darf nicht über

sehen werden, dass für 72 % bzw. 76,5 % (MIND 2000, S. 92; CREDITREFORM 2000, S. 32) der Unternehmen eine Aktienemission am Kapitalmarkt absolut nicht in Frage kommt. Gründe für die ablehnende Haltung zum Börsengang sind z.B. ein befürchteter Kontrollverlust, die Publizitätserfordernisse, ein etwaig notwendiger Rechtsformwechsel oder steuerliche Nachteile insbesondere bei der Erbschaftsteuer. Gleichzeitig eignet sich im Hinblick auf Renditeanforderungen und Kapitalvolumen auch nur ein Teil der mittelständischen Unternehmen für einen Börsengang, und zwar in erster Linie größere, etablierte Mittelständler sowie wachstumsstarke kleine und mittlere Unternehmen aus innovativen Branchen.

### **3.1.2 Private Equity**

Private Equity stellt eine Finanzierungsmethode dar, die Unternehmen außerhalb der Börse Eigenkapital gegen die Überlassung von Beteiligungstiteln wie Aktien oder Anteilen an einer GmbH zur Verfügung stellt. Das Finanzierungskonzept kann ergänzend auch die Bereitstellung von Mezzaninekapital vorsehen. Kennzeichen von Private Equity sind ein von vorneherein befristeter Investitionshorizont der Kapitalgeber und die Verbindung der Kapitalbereitstellung mit einer unternehmerischen Unterstützung der finanzierten Unternehmen (BADER 1996, S. 10 f.). Einen insbesondere für die Finanzierung junger, innovativer Unternehmen bedeutsamen Spezialfall von Private Equity stellt Venture Capital dar. Die Finanzierung mit Venture Capital setzt bereits ab der Frühphase der Unternehmensentwicklung ein und ist mit einer aktiven, über eine Gremienarbeit hinausgehenden unternehmerischen Unterstützung verbunden. Die Kapitalgeber verzichten zudem zur Förderung der Unternehmensentwicklung auf laufende Beteiligungserträge.

Private Equity kann von institutionalisierten Kapitalgebern oder von sog. Business Angels kapitalsuchenden Unternehmen zur Verfügung gestellt werden. Unter Business Angels werden im allgemeinen vermögende und risikobereite Privatpersonen mit unternehmerischem Know-how verstanden (ENGELMANN/HEITZER 1999, S. 457). Obgleich genaue Daten zu dem von Business Angels zur Verfügung gestellten Kapital nicht vorhanden sind, kann davon ausgegangen werden, dass dieser informelle Venture Capital-Markt in den vergangenen Jahren deutlich an Volumen gewonnen hat (LESSAT et al. 1999, S. 160 - 165). Begünstigt wurde diese Entwicklung durch die Bildung mehrerer sog. Business-Angels-Netzwerke wie z.B. BAND als überregionales oder

BAAR als regionales Netzwerk, die das Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage erleichtern sollen (NITTKA 2000, S. 107 f.).

Überwiegend erfolgen Private Equity-Finanzierungen allerdings durch Beteiligungsgesellschaften. Nach anfänglich zögerlicher Entwicklung hat der deutsche (formelle) Private Equity-Markt in den vergangenen Jahren eine sehr hohe Dynamik entfaltet. Die seit 1996 zu verzeichnende Boomphase lief erst Ende 2000 bedingt durch die Börsenbaisse aus. Das Gesamtportfolio deutscher Beteiligungsgesellschaften stieg in diesem Zeitraum von 6,7 Mrd. DM um rd. 340 % auf 22,5 Mrd. DM (BVK 2001, S. 32). Entsprechend entwickelte sich der Kapitalzufluss von Investoren wie z.B. Privatanlegern, Unternehmen oder Banken. Ende 2000 betrug das Fondsvolumen, d.h. das für Investitionen bereitstehende oder bereits investierte Kapital, rund 40 Mrd. DM.

Private Equity stellt vor allem für Unternehmen, die bislang die Börsenreife noch nicht erlangt haben oder die aus sonstigen Gründen einen Börsengang nicht in Erwägung ziehen, eine alternative Form der Eigenkapitalfinanzierung dar. Die möglichen Finanzierungsanlässe reichen von der Frühphasenfinanzierung bis hin zur Kapitalbereitstellung bei Expansionsvorhaben und Sonderanlässen wie z.B. der Vorbereitung von Börsengängen oder bei Restrukturierungsbedarf und MBO/MBI (LEOPOLD/FROMMANN 1998, S. S. 15 f.). Während bis in die neunziger Jahre vor allem Expansionen etablierter Unternehmen finanziert wurden, hat sich der Marktfokus in den letzten Jahren eindeutig auf das Frühphasensegment verschoben. So betrug der Anteil der Expansionsfinanzierungen am Gesamtportfolio noch Mitte der neunziger Jahre rund 60 % und ist bis Ende 2000 auf etwa 40 % gesunken, wohingegen der Anteil des Frühphasensegments im selben Zeitraum von 10 % auf rd. 26 % gestiegen ist (BVK 2001, S. 26). Hinsichtlich der Neuinvestitionen liegen beide Segmente mit rund 35 % etwa gleichauf. Diese strukturelle Verschiebung drückt sich auch in der Branchenverteilung des Gesamtportfolios aus. Der Anteil sog. High-Tech-Branchen wie Medizintechnik, Computer, Biotechnologie oder Kommunikationstechnologie ist zu Lasten traditioneller Branchen stark gestiegen.

Seit 1986 haben die deutschen Beteiligungsgesellschaften insgesamt rund 11.000 mittelständische Unternehmen finanziert. Die Anzahl der Portfoliounternehmen ist von 3.379 im Jahre 1996 auf 5.768 Unternehmen im Jahr 2000 angestiegen (BVK 2001, S. 11 und 32). Private Equity hat damit ohne Frage einen wichtigen Beitrag zur Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen geleistet. Die Zahlen verdeutlichen aber auch, dass gemessen an der Gesamt

zahl mittelständischer Unternehmen nur ein kleiner Teil des Mittelstandes für eine Finanzierung mit Private Equity in Frage kommt (RUDOLPH/FISCHER 2001, S. 52 f.), der vom Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften auf rund 10 % beziffert wird (MARSCHALL/HECKEL 2001, S. 11). Ursächlich sind zum einen die Renditeforderungen der Beteiligungsgesellschaften, die nur von Unternehmen mit sehr hohen Wachstumspotenzialen oder hohem, stabilen Cashflow erfüllt werden können. Dies gilt - wenn auch abgeschwächt - auch für Beteiligungsgesellschaften, die neben der Renditeerzielung förder- oder strategieorientierte Zielsetzungen verfolgen. Zum anderen ergeben sich aus dem Beteiligungsprozess, z.B. durch die erforderliche Due Dilligence oder die unternehmerische Unterstützung, auch Anforderungen an den Kapitalbedarf und damit die Größe des Unternehmens. So liegt z.B. die Mindestbeteiligungshöhe förderorientierter öffentlicher Beteiligungsgesellschaften i.d.R. bei 0,25 Mill. DM, bei erwerbswirtschaftlichen Beteiligungsgesellschaften i.d.R. bei 0,5 bis 1 Mill. DM. Indiz hierfür sind die durchschnittlichen Beteiligungshöhen pro Unternehmen, die z.B. im Frühphasensegment bei etwa 2,5 Mill. DM liegen und bei Expansionsfinanzierungen rd. 3,3 Mill. DM erreichen.

## **3.2 Kreditfinanzierung**

### **3.2.1 Corporate Bonds**

Auf dem deutschen Anleihemarkt dominieren bislang eindeutig Bankschuldverschreibungen und Anleihen der öffentlichen Hand. So entfielen Ende Februar 2001 von den im Umlauf befindlichen festverzinslichen Anleihen inländischer Emittenten rund 65 % auf Bankschuldverschreibungen und etwa 34 % auf Anleihen der öffentlichen Hand (DEUTSCHE BUNDESBANK 2001a, S. 26). Den größten Teil der Bankschuldverschreibungen machen dabei traditionell Öffentliche Pfandbriefe und Hypothekenpfandbriefe aus, die von den Realkreditinstituten und Landesbanken begeben werden. Innerhalb der Bankenanleihen haben als Anleihetyp seit Anfang der neunziger Jahre nicht durch Forderungsbestände gedeckte Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten wie der KfW oder der Kreditbanken an Bedeutung gewonnen. Ihr Anteil beläuft sich derzeit auf rund 43 % aller Bankschuldverschreibungen (DEUTSCHE BUNDESBANK 2001a, S. 26).

Der Anteil von Unternehmensanleihen oder Corporate Bonds am Umlauf festverzinslicher Wertpapiere ist hingegen mit einem Anteil von 0,6 % verschwindend gering. Dies gilt insbesondere im Vergleich zu den USA, wo auf Unter

nehmensanleihen rund 45 % der verbrieften Verschuldung entfallen (DEUTSCHE BUNDESBANK 2000, S. 35). Verglichen mit den USA ist in Deutschland die Bedeutung von Anleihen für die Unternehmensfinanzierung äußerst gering. Während nur 2 % der Fremdmittel deutscher Unternehmen aus verbrieften Titeln stammen, beträgt der Anteil von Anleihen am Fremdkapital US-amerikanischer Unternehmen etwa 60 % (FINANZPLATZ E.V. 2000, S. 6). Trotz des insgesamt niedrigen Anteils der Unternehmensanleihen am gesamten Anleihemarkt ist für den Corporate Bonds-Markt seit einigen Jahren eine hohe Wachstumsdynamik festzustellen. Der Umlauf von Unternehmensanleihen ist seit 1996 von etwa 1,7 Mrd. Euro auf rund 14,1 Mrd. Euro gestiegen, was einer Wachstumsrate von mehr als 800 % entspricht (DEUTSCHE BUNDESBANK 2001a, S. 26).

Diese Dynamik beruht gleichermaßen auf nachfrage- und angebotsbedingten Faktoren. So hat sich die Nachfrage nach Unternehmensanleihen aufgrund der historisch niedrigen Kapitalmarktzinsen und der niedrigen Korrelation von Unternehmensanleihen mit den Aktien- und Zinsmärkten merklich erhöht. Darüber hinaus ist durch die Einführung des Euro die institutionelle Anlegerbasis ausgeweitet worden. Aus Unternehmenssicht hat die Anleihefinanzierung vor allem aufgrund einer relativen Verteuerung von Bankkrediten und einer restriktiveren Kreditvergabe an Attraktivität gewonnen. Ein weiterer Faktor für das steigende Anleiheemissionsvolumen ist das verstärkte Mergers & Akquisitions-Geschehen der vergangenen Jahre (ROMETSCH/KOLB 1999, S. 296 f.). Für die Finanzierung des typischerweise hohen Kapitalbedarfs von Unternehmensübernahmen stellen Anleihen das ideale Finanzierungsinstrument dar.

Allerdings partizipieren mittelständische Unternehmen bislang nicht an der Belegung des Corporate Bonds-Marktes, denn bisher wurden keine Mittelstandsanleihen in Deutschland emittiert. Auch im stärker kapitalmarktorientierten System der USA sind Anleiheemittenten Großunternehmen und nicht etwa mittelständische Unternehmen (BÖTTCHER/FRIEN 2000, S. 29). Es sind weniger die formalen Anforderungen wie z.B. das vorgeschriebene Mindestemissionsvolumen, das mit 500.000 DM verhältnismäßig niedrig ist, als die mit diesem Finanzierungsinstrument verbundenen hohen Fixkosten, die einer Inanspruchnahme des Anleihemarktes durch Mittelständler entgegenstehen. Bei Begebung einer Anleihe fallen neben den laufenden Zinsen weitere Kosten wie z.B. Übernahme- und Vermittlungsprovision des Emissionskonsortiums, Börseneinführungsprovision oder Veröffentlichungskosten an. Ferner ist unter Liquiditätsaspekten ein bestimmtes Handelsvolumen erforderlich. Als Richtwert

für das Mindestanleihevolumen wird dabei üblicherweise ein Emissionsvolumen von 50 Mill. DM angesehen (DEUTSCHE BUNDESBANK 2000, S. 37).

Aufgrund des technischen Fortschritts bei der Datenverarbeitung und Telekommunikation sowie des Wettbewerbs der Banken im Emissionsgeschäft dürfte sich hinsichtlich der Fixkosten die kritische Größe für Anleiheemissionen zwar verringern, die Liquiditätsanforderungen der Marktteilnehmer und die Renditeziele der Banken setzen einer wesentlichen Absenkung des Mindestvolumens allerdings Grenzen. Berücksichtigt man die hohen Informations- und Kommunikationsanforderungen der Anleger, schränkt sich der Kreis potenzieller Anleiheemittenten weiter ein. So eignet sich diese Finanzierungsalternative vor allem für Unternehmen, die ohnehin weitreichenden Offenlegungsvorschriften unterliegen. Potenzielle Anleiheemittenten stellen deshalb vor allem die bereits an einer Börse notierten und (sonstige) größere Mittelständler dar.

### **3.2.2 Asset Backed Securities**

Asset Backed Securities (ABS) entstanden als neue Finanzierungsform Anfang der 80er Jahre in den USA. In Deutschland ist erst seit 1998 ein nennenswertes Emissionsvolumen von ABS-Transaktionen festzustellen (MOODY`S 1999, S. 1). Seitdem verzeichnet der deutsche Markt allerdings ein starkes Wachstum. So lag das Emissionsvolumen der 1998 durchgeführten 8 ABS-Transaktionen noch bei rd. 12 Mrd. Euro, 2000 wurden bereits 15 Transaktionen mit einem Gesamtemissionsvolumen von mehr als 25 Mrd. Euro durchgeführt (MOODY`S 2001, S. 2). Zu dieser Entwicklung hat vor allem die bankaufsichtsrechtliche Anerkennung von ABS durch die Deutsche Bundesbank im Jahr 1997 beigetragen, die den deutschen Banken die Nutzung dieses Finanzierungsinstruments ermöglichte. Auch der Markt für kurzfristige ABS-Transaktionen, für sog. Asset Backed Commercial Papers, verzeichnete in den letzten Jahren einen deutlichen Aufschwung. Sein Emissionsvolumen erreichte im Jahr 2000 mit rund 25 Mrd. US\$ einen neuen Höchstwert (MOODY`S 2001, S. 5).

ABS sehen in ihrer Grundform die (teilweise) Veräußerung des Forderungsbestandes eines Unternehmens oder eines Kreditinstituts (sog. Originator) an eine eigens dafür gegründete, rechtlich selbständige Gesellschaft vor. Die Aufgabe dieser sog. Zweckgesellschaft besteht ausschließlich im Ankauf der Forderungsbestände und in deren Refinanzierung durch die Emission von Wertpapieren, die durch den Forderungsbestand gesichert sind, den ABS (BIGUS 2000, S. 465). In der Bilanz des Originators führen ABS-Transaktionen zu

nächst zu einem Aktivtausch und im Falle einer Rückzahlung von Verbindlichkeiten durch den erhaltenen Barwert der Forderungen (Netting) zu einer Bilanzverkürzung und einer Verbesserung der Eigenkapitalquote. Ratingagenturen bewerten die Bonität von ABS nicht anhand der Zahlungsfähigkeit des Originators, sondern aufgrund der Qualität des Forderungsbestandes (SCHULTE 1995, S. 153 f.). Je nach gewünschter Ratingeinstufung können in einem wechselseitigen Prozess mit der Ratingagentur die ABS so ausgestaltet werden, dass z.B. durch die Vereinbarung von Zusatzbedingungen wie Garantien oder Überbesicherungen das gewünschte Ratingurteil erzielt wird (OHL 1994, S. 191 ff.). Bei der Strukturierung von ABS kann zudem durch die Aufteilung des veräußerten Forderungsbestands in Tranchen mit unterschiedlicher Bonität eine bessere Risikodifferenzierung erzielt werden. Ein weiterer wesentlicher Vorteil von ABS-Transaktionen liegt daher in der Verbesserung der Refinanzierungsmöglichkeiten und -konditionen der Banken (KfW 2001, S. 25).

Für ABS-Transaktionen eignen sich vor allem homogene Forderungen, die gegenüber einer größeren Anzahl von Schuldnern bestehen und insofern eine breite Risikostreuung aufweisen (DEUTSCHE BUNDESBANK 1997, S. 58). Je nach Art der verkauften Forderungen sind traditionelle ABS, Mortgage Backed Securities und Collateralised Debt Obligations zu unterscheiden (KfW 2001, S. 25). Erstere basieren vornehmlich auf Forderungen aus Konsumentenkrediten, Kreditkartengeschäften, Lieferungen und Leistungen sowie aus Leasingverträgen. Grundlage von Mortgage Backed Securities bilden Wohnungsbaukredite, gewerbliche Hypothekendarlehen und verbrieft Baudarlehen. Collateralised Debt Obligations (CDO) basieren alternativ auf Unternehmenskrediten (Collateralised Loan Obligations, CLO) oder hochverzinslichen Anleihen (Collateralised Bond Obligations, CBO). Theoretisch wären für mittelständische Unternehmen traditionelle, auf Forderungen aus Lieferungen und Leistungen basierende ABS-Transaktionen denkbar. Angesichts der zumeist relativ kurzen Laufzeit derartiger Forderungen erfolgt ihre Verbriefung üblicherweise mittels Asset Backed Commercial Papers. Aufgrund der größenmäßigen Anforderungen kommen sie jedoch nur für einige wenige größere mittelständische Unternehmen in Frage. So setzen die Asset Backed Commercial Papers aufgrund der hohen, fixen Transaktionskosten ein konstantes Forderungsvolumen bzw. ein Mindestemissionsvolumen von etwa 50 Mill. DM voraus (RITTINGHAUS/MAKOWKA/HELLMANN 1997, S. 139). Geht man von einer durchschnittlichen Forderungslaufzeit (Days Sales Outstanding, DSO) von 30 Tagen aus, ergibt sich folglich ein erforderlicher Jahresumsatz von 600 Mill. DM, bei einem DSO von 60 Tagen entsprechend von 300 Mill. DM.

Um Asset Backed Commercial Papers einer größeren Anzahl von Unternehmen zugänglich zu machen, haben die deutschen Banken spezielle Programme aufgelegt, mittels derer revolving die Forderungen mehrerer Unternehmen gebündelt werden. Beispiele sind die Programme "Rheingold" oder "Rhein-Main" der Deutschen Bank AG oder das "Silver Tower Funding" der Dresdner Bank AG (MOODY'S 1999, S. 4). Die größenmäßigen Anforderungen zur Teilnahme an solchen Programmen liegen allerdings nicht wesentlich niedriger als bei ungebündelten Forderungsbeständen. Ursächlich ist, dass auch im Rahmen von Multi-Seller-Programmen für jedes Unternehmen ein eigenständiger Forderungspool gebildet wird, um einen Risikotransfer zwischen den Unternehmen zu vermeiden. Die Fixkosten pro Seller entsprechen daher weitgehend einer eigenständigen Emission. Im Vordergrund von Multi-Seller-Programmen stehen daher weniger Kosteneffekte als die Erleichterung der Abwicklung. Die direkte Nutzung von ABS kommt insofern nur für wenige größere Unternehmen in Frage.

ABS können allerdings indirekt zu einer Verbesserung der Mittelstandsfinanzierung beitragen, indem Banken ihre Kreditforderungen an kleine und mittlere Unternehmen zur Strukturierung von ABS-Transaktionen im Rahmen von CLOs heranziehen. Die ersten Emissionen wurden 1998 durch die Deutsche Bank im Rahmen der "Core" und "Gear"-Programme durchgeführt. Im Jahr 1999 machten CLOs rund die Hälfte, im Jahr 2000 etwa 40 % der ABS-Transaktionen mit einem Emissionsvolumen von 13 Mrd. Euro aus (MOODY'S 2001, S. 2 und 7). Wesentlicher Vorteil aus Sicht der Kreditinstitute ist der mit dieser Konstruktion einhergehende (weitgehende) Wegfall der Eigenkapitalunterlegungspflicht (GUTHOFF/PFINGSTEN/SCHUERMANN 1999, S. 1185). In der klassischen Variante des tatsächlichen Verkaufs ("True Sale") von Forderungen stellt jedoch der Eingriff in das Kreditverhältnis zwischen Kunde und Bank und die Eliminierung der Forderungen aus der Bilanz einen Nachteil dar. Bei den CLO-Emissionen deutscher Banken handelt es sich daher fast ausschließlich um sog. synthetisierte Verbriefungen (DEUTSCHE BUNDESBANK 2001b, S. 21). Im Unterschied zur Grundstruktur von ABS-Transaktionen werden dabei nur die Ausfallrisiken der Forderungen am Kapitalmarkt verkauft, während die eigentlichen Forderungen in den Büchern der Kreditinstitute bleiben und das ursprüngliche Kreditverhältnis unberührt bleibt.

Ebenso wie im Unternehmensbereich stellen auch im Bankensektor die marktmäßigen Größenanforderungen an das Emissionsvolumen von ABS eine hohe Hürde dar. Mit Blick auf die neuen Eigenkapitalunterlegungsregeln für

Banken hat die KfW ein spezielles Verbriefungsprogramm, "Promise", aufgelegt, das auch kleineren Banken die Verbriefung ihrer Unternehmenskredite ermöglichen soll. Bei den verbrieften Krediten handelt es sich um Förderkredite der KfW an mittelständische Unternehmen, die über die Hausbanken als Durchleitungsbanken vergeben werden. Das durchleitende Institut muss die Förderkredite mit Eigenkapital unterlegen. Mit der Verbriefung dieses (Teil-)Kreditportfolios für geförderte Mittelstandskredite entfällt die Eigenkapitalunterlegung für die Hausbank, womit die Attraktivität der Durchleitung der margearmen Förderkredite für die Kreditinstitute gewahrt bzw. erhalten werden soll (KfW 2001, S. 24). Im November 2000 haben die IKB und die KfW erstmalig im Rahmen dieses Programms eine solche, durch ein Portfolio von etwa 2.500 Mittelstandskrediten unterlegte Anleihe im Volumen von 2,5 Mrd. Euro begeben (HÜLSBÖMER 2000, S. 52). Die Plazierbarkeit war durch ein Rating der Ratingsysteme von KfW und IKB sichergestellt. Die externe Begutachtung der internen Kreditvergabesysteme wirkte daher wie ein externes Rating der verbrieften Mittelstandskredite. Zwei weitere ABS-Transaktionen erfolgten in Zusammenarbeit mit der HypoVereinsbank und der Dresdner Bank AG. Für das Jahr 2001 sind nach Auskunft der KfW erstmalig auch CLO-Emissionen in Zusammenarbeit mit öffentlich-rechtlichen Kreditinstituten geplant.

#### **4. Konsequenzen für die Mittelstandsfinanzierung**

##### **4.1 Wachsende Differenzierung innerhalb des Mittelstands**

Die externe Mittelstandsfinanzierung beruhte bislang im wesentlichen auf der Kreditfinanzierung durch Banken. Eine direkte Kapitalmarktanspruchnahme wie auch die außerbörsliche Eigenkapitalbeschaffung war in der Vergangenheit für kleine und mittlere Unternehmen von untergeordneter Bedeutung. Dies hat sich geändert. Mit zunehmender Inanspruchnahme alternativer Finanzierungsinstrumente macht sich jedoch auch die starke Heterogenität des Mittelstandes zunehmend bemerkbar. Größen- und Branchenunterschiede führen nicht nur zu unterschiedlichen Nutzungsmöglichkeiten der neu eröffneten Finanzierungsalternativen, sie sind auch mit unterschiedlichen Finanzierungspräferenzen verbunden.

Bei näherer Betrachtung zeigt sich nämlich, dass die alternativen Finanzierungsinstrumente nur auf einen kleinen, zugegebenermaßen öffentlichkeitswirksamen Kreis mittelständischer Unternehmen abzielen. Größere mittelständische Unternehmen und insbesondere auch die neuen, schnell wachsenden

innovativen Mittelständler werden die Möglichkeiten der Anleiheemission sowie der Eigenkapitalaufnahme an der Börse oder im vorbörslichen Private Equity-Markt zukünftig stärker nutzen können. Da Kredit- und Beteiligungsfinanzierung nicht nur als Alternativen aufzufassen sind, sondern aufgrund der Haftungs- und Garantiefunktion des Eigenkapitals auch komplementär sind, dürften sich bei verbesserter Eigenkapitalausstattung auch die Möglichkeiten der Kreditfinanzierung insbesondere bei Banken erweitern. Die Mehrzahl kleiner und mittlerer Unternehmen entspricht jedoch z.B. in Hinblick auf ihre Renditeerwartungen nicht den Anforderungen der neuen Finanzierungsalternativen für den Mittelstand und bleibt nach wie vor in erster Linie auf die Mittlerrolle der Banken angewiesen. Neben der Differenzierung zwischen Mittelstand und Großunternehmen kommt es in zunehmendem Maße auch zur Differenzierung im Mittelstand selbst.

Künftig wird sich das Finanzierungsverhalten nicht nur zwischen Groß- und mittelständischen Unternehmen unterscheiden, sondern innerhalb der mittelständischen Unternehmen zwischen eher kapitalmarktorientierten und traditionellen kleinen und mittleren Unternehmen. Größere mittelständische Unternehmen und junge, innovative Wachstumsunternehmen werden sich in ihrem Finanzierungsverhalten stärker ähneln als mit gleich großen, etablierten Unternehmen ohne ausgeprägte Expansionsambitionen. Da wirtschaftliche, rechtliche und kulturelle Änderungen den Finanzsektor weiterhin verändern werden, kann ferner davon ausgegangen werden, dass sich die Unterschiede nicht so schnell nivellieren werden.

#### **4.2 Transparenz als Finanzierungsvoraussetzung**

Mittelständische Unternehmen weisen eine geringe Bereitschaft zur unternehmerischen Transparenz auf. Nach den Befragungsergebnissen von CREDITREFORM zum Thema Rating gibt gut die Hälfte der mittelständischen Unternehmen ungern Firmendaten an Dritte weiter (2000, S. 33). Über die firmeninternen Angelegenheiten sprechen mittelständische Unternehmen i.d.R. nur mit sehr wenigen ausgewählten, langjährigen Geschäftspartnern, und zwar mit ihrem Steuerberater/Wirtschaftsprüfer und der Hausbank (MIND 2000, S. 60). Eine hohe Unternehmenstransparenz nach außen ist bislang allerdings für die Sicherstellung der Unternehmensfinanzierung aber auch nicht erforderlich gewesen.

Die Erweiterung der Finanzierungsmöglichkeiten und des Finanzierungsumfeldes werden in der Zukunft allerdings ein deutliches Umdenken im Mittelstand

erfordern. Die Inanspruchnahme des Kapitalmarktes zur Unternehmensfinanzierung stellt insbesondere an mittelständische Unternehmen angesichts ihres geringen Bekanntheitsgrades und ihrer tendenziell höheren Risiken hohe Anforderungen an ihre Unternehmenstransparenz. So ist eine Anleiheemission für mittelständische Unternehmen ohne ein Rating praktisch nicht durchführbar (FRIEN 2000, S. 43). Ein Going Public und die Sicherung eines aus Unternehmenssicht angemessenen Kursverlaufs stellen fortlaufend höhere Anforderungen an die Unternehmenspublizität und die Ausgestaltung der Investor Relations (KOKALJ/PAFFENHOLZ 2001, S. 11 ff.). Mittelständischen Unternehmen wird aber auch dann, wenn für sie eine Inanspruchnahme des Kapitalmarktes nicht in Frage kommt, eine deutlich höhere Informationsbereitschaft und Transparenz abverlangt werden (WARTENBERG 2001, S. 6). Die Kreditfinanzierung über Banken wird zukünftig einen höheren Umfang an Informationen voraussetzen, und zwar unabhängig davon, ob die Bonitätsbeurteilung anhand eines externen oder eines bankinternen Ratingverfahrens erfolgt. So werden die zukünftigen bankinternen Ratingverfahren mit den bislang üblichen Kreditbeurteilungsverfahren nur noch wenig gemein haben, sondern sich vielmehr hinsichtlich ihrer Konzeption den Verfahren der Ratingagenturen annähern und auf einer wesentlich breiteren und fundierten Entscheidungsgrundlage beruhen (HEINKE 2001, S. 178 f.; KÖGEL 1999, S. 1194).

Transparenz erfordert neben der Bereitschaft zur Informationsweitergabe allerdings auch die entsprechenden Instrumente, Systeme und Organisationsstrukturen, um die geforderten Informationen bereitstellen zu können. Das betriebliche Rechnungswesen und Controlling stellt jedoch häufig eine Schwachstelle des Mittelstandes dar (WEINKAUF 2000, S. 524). So werden z.B. nach einer Studie der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft PwC Deutsche Revision weite Teile des Mittelstands den zu erwartenden Anforderungen bankinterner oder externer Ratingsysteme in Hinblick auf Qualität und Dokumentation der Unternehmensorganisation, Zukunftsorientierung des Unternehmens, Qualität der Controllinginstrumente und Dokumentation der wirtschaftlichen Verhältnisse nicht gerecht (PWC 2001, S. 9 f.). Kaum ein Unternehmen konnte durchweg bei allen von PwC untersuchten Kriterien dieser vier Bereiche zufriedenstellende Ergebnisse erzielen. Nur in Einzelbereichen genügten die Unternehmen den Anforderungen. Kleine und mittlere Unternehmen werden daher in der Masse Einstiegsinvestitionen zu tätigen haben, um den erweiterten Datenerfordernissen nachkommen zu können.

Da die Kreditinstitute aller Wahrscheinlichkeit nach schon vor dem Inkrafttreten der neuen Eigenkapitalverordnung voraussichtlich im Jahr 2005 ihre Systeme und Kreditvergabepraxis an den dann gültigen Anforderungen ausrichten werden, besteht für den Mittelstand schon jetzt die Notwendigkeit, Maßnahmen zur Verbesserung der Transparenz zu ergreifen.

### **4.3 Höhere Relevanz des Finanzbereichs**

Insgesamt betrachtet widmen mittelständische Unternehmen dem Finanzbereich ihres Unternehmens vielfach nur eine geringe Aufmerksamkeit. Dies zeigt sich in den oben erwähnten Mängeln im betrieblichen Rechnungswesen und der Finanzierungsgestaltung. Auf der Suche nach Effizienzreserven konzentrieren sie sich häufig ausschließlich auf Material- und Arbeitskosten, Einsparpotenziale bei den Finanzierungskosten werden kaum verfolgt (FINANZPLATZ E.V. 2000, S. 6). Dieses Verhalten ist im wesentlichen darauf zurückzuführen, dass kleinen und mittleren Unternehmen zum einen nur wenige Alternativen zum Bankkredit zur Verfügung standen, zum anderen waren die Konditionen mangels Verhandlungsstärke der mittelständischen Unternehmen durch die Angebote der Hausbank nahezu vorgegeben.

In beiden Punkten sind für die Zukunft Veränderungen zu erwarten, die dem Mittelstand eine höhere Beachtung des Finanzbereichs und eine verstärkte Eigeninitiative bei der Informationseinholung und höhere Flexibilität bei der Strukturierung der Unternehmensfinanzierung abverlangen. Auch wenn die Auswirkungen der beschriebenen Veränderungen je nach Größe, Branche und Bonität der Unternehmen differieren, wird gleichwohl für den Mittelstand insgesamt zukünftig eine verstärkte Auseinandersetzung mit der Unternehmensfinanzierung erforderlich sein. Dies setzt weniger bei den jungen, innovativen als vielmehr bei den etablierten, traditionellen Unternehmen eine Überprüfung ihrer bisherigen Finanzierungspräferenzen voraus. Für größere Mittelständler gilt es, sich den neuen Finanzierungsalternativen zu öffnen, um Einsparpotenziale in Bezug auf die Finanzierungskosten und Möglichkeiten zur Erweiterung des Finanzierungsspielraums zu realisieren. Für Unternehmen ohne Zugang zum Kapitalmarkt oder Private Equity gilt es, klassische Finanzierungsalternativen wie z.B. Leasing oder Factoring sowie Möglichkeiten der staatlichen Kreditförderung auf eine Eignung für ihr Unternehmen zu prüfen, um etwaige Verschlechterungen der Finanzierungsbedingungen als Folge von Basel II abzumildern oder auszugleichen.

## Literaturverzeichnis

ARNOLD, W. (2001): Kreditwirtschaftliche Verbände für angemessene Fristverlängerung, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 4/01, S. 168 - 169

BADER, H. (1996): Private Equity als Anlagekategorie: Theorie, Praxis und Portfoliomanagement für institutionelle Investoren, Stuttgart

BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH (2001): Basler Ausschuss für Bankenaufsicht - Konsultationspapier: Die Neue Basler Eigenkapitalverordnung, Übersetzung der Deutschen Bundesbank, Frankfurt/Main

BERGHEIM, A.; TRAUB, W. (1996): Rahmenbedingungen und Anforderungen an Neuemissionen in Deutschland, in: Börseneinführungen mit Erfolg: Voraussetzungen, Maßnahmen und Konzepte, Dr. Wieselhuber & Partner (Hrsg.), Wiesbaden

BERNDT, H. (2001): "Dreh- und Angelpunkt ist die Implementierung eines leistungsstarken Ratings", in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 4/01, S. 170 - 171

BIGUS, J. (2000): Finanzierung über Factoring und Finanzierung über Asset-Backed-Securities im Vergleich, in: WiSt, 8/00, S. 465 - 467

BÖTTCHER, B.; FRIEN, B. (2000): Small and Sound - der Mittelstand in den USA und seine Finanzierung, in: Deutsche Bank Research (Hrsg.), Bulletin - Aktuelle Wirtschafts- und Währungsfragen, Heft 1 vom 17.04.2000, S. 24 - 29

BRANDENBURG, G.-U. (2001): Blaue Briefe für Handwerker, in: Handwerk-Magazin, 4/01, S. 34 - 35

BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN (2000): Daten, Fakten, Argumente, Private Banken - Partner des Mittelstands, Berlin

BUNDESVERBAND DEUTSCHER KAPITALBETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN - GERMAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION E.V. (BVK) (2001): BVK-Statistik 2000: Das Jahr 2000 in Zahlen, Berlin

CREDITREFORM (2000): Wirtschaftslage Mittelstand, Frühjahr 2000, Neuss

CREDITREFORM RATING AG (2001): Ratingagentur und Ratingsystem, Neuss

DELHAES, D.; GRIES, L.; RAMTHUN, C. (2000): Angst vor dem Rating, in Wirtschaftswochenzeitung, 12/00, S. 92 - 96

DEUTSCHE BÖRSE AG (Hrsg.) (1999): Märkte segmentieren, in: Vision + Money, 6/99, S. 18 - 24

DEUTSCHE BUNDESBANK: Beihefte zum Monatsbericht 1, Bankenstatistik, Frankfurt/Main, div. Jahrgänge

DEUTSCHE BUNDESBANK (1997): Asset-Backed Securities in Deutschland: Die Veräußerung und Verbriefung von Kreditforderungen durch deutsche Kreditinstitute, in: Monatsbericht Juli, Frankfurt/Main, S. 57 - 67

DEUTSCHE BUNDESBANK (1999): Zur Unternehmensfinanzierung in Deutschland und Frankreich: Eine vergleichende Analyse, in: Monatsbericht Oktober, Frankfurt/Main, S. 29 - 46

DEUTSCHE BUNDESBANK (2000): Die Beziehung zwischen Bankkredit und Anleihemarkt in Deutschland, in: Monatsbericht Januar, Frankfurt/Main, S. 33 - 48

DEUTSCHE BUNDESBANK (2001a): Beihefte zum Monatsbericht 2, Kapitalmarktstatistik April, Frankfurt/Main

DEUTSCHE BUNDESBANK (2001b): Die neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II), in: Monatsbericht April, Frankfurt/Main, S. 15 - 44

EDWARDS, J.; FISCHER K. (1994): Banks, finance and investment in Germany, Cambridge

ENGELMANN, A.; HEITZER, B. (1999): Mobilisierung von Business Angels in Deutschland, in: Finanz Betrieb, 12/99, S. 457 - 466

EURORATINGS AG (2001): Branchenexpertise und Kapitalmarktzugang, Frankfurt/Main, aus: [www.euroratings.de](http://www.euroratings.de)

FINANZPLATZ E.V. (2000): Corporate Bonds, Der Markt für Unternehmensanleihen in Deutschland, Frankfurt/Main

FRIEN, B. (2000): Rating für den Mittelstand, in: Finance, 12/99, S. 42 - 45

GDUR MITTELSTANDSRATING AG (2001): Allgemeine Unternehmensinformationen, aus: [www.gdur.de](http://www.gdur.de)

GERKE, W.; BANK, M. (1999): Finanzierungsprobleme mittelständischer Unternehmen, in: Finanz Betrieb, 5/99, S. 10 - 20

GRIES, L.; VON GAERTRINGEN, C. (2000): Im Stich gelassen, in: Wirtschaftswoche, 16/00, S. 118 - 122

GUTHOFF, A.; PFINGSTEN, A.; SCHUERMANN, T. (1999): Die Zukunft des Kreditgeschäftes, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 21/99, S. 1182 - 1186

HARHOFF, D.; KÖRTING, T. (1998): Lending Relationships in Germany: Empirical Evidence from Survey Data, in: Journal of Banking and Finance, S. 1317 - 1354

HEINKE, E. (2001): Basel II und seine Bedeutung für die mittelständische Wirtschaft, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 4/01, S. 174 - 178

HEINKE, V.; STEINER, M. (2000a): Rating am europäischen Kapitalmarkt: Aktuelle Entwicklungstendenzen - Teil I, in: Finanz Betrieb, 1/00, S. 1 - 8

HEINKE, V.; STEINER, M. (2000b): Rating am europäischen Kapitalmarkt: Nutzenaspekte und empirische Analysen (Teil II), in: Finanz Betrieb, 3/00, S. 138 - 150

HUHN, K. (2001): Mittelstands-Rating kann Kredite verteuern, in: Financial Times Deutschland, 25.04.01, S. 33

HÜLSBÖMER, A. (2000): Das Ende des Ratings, in: Finance, 12/00, S. 52 - 53

IMPULSE; DRESDNER BANK (2000): mind MITTELSTAND IN DEUTSCHLAND finance, Köln

KAUFMANN, F.; KOKALJ, L. (1996): Risikokapitalmärkte für mittelständische Unternehmen, Stuttgart

KfW (2000): Ratings, Basel II und die Finanzierungskosten von KMU, in: KfW-Beiträge zur Mittelstands- und Konjunkturpolitik, Heft 16, Frankfurt/Main, S. 21 - 28

KfW (2001): Die Verbriefung von Mittelstandskrediten durch die KfW, in: KfW-Research, Mittelstands- und Strukturpolitik, Heft 21, Frankfurt/Main, S. 24 - 30

KNOLL, M. (2001): Mittelstandsfinanzierung in der Schweiz, in: Finance, 4/01, S. 46 - 49

KÖGEL, K. (1999): Ratingsysteme im Firmengeschäft - nur zur Abwehr von Risiken bei der Kreditvergabe? In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 21/99, S. 1194 - 1199

KOKALJ, L.; PAFFENHOLZ, G. (2001): Investor Relations - Finanzwirtschaftliche Informationspolitik mittelständischer Unternehmen, IfM-Materialien Nr. 147, Bonn

LEBERT, R (2001): Basel II um ein Jahr verschoben, in: Financial Times Deutschland, 26.06.2001, S.1

LEHNHOFF, J. (2001): "Eine Quantifizierung der Auswirkungen der beabsichtigten Neuregelungen ist weiterhin nicht möglich", in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 4/01, S. 171 - 173

LEOPOLD, G.; FROMMANN, H.(1998): Eigenkapital für den Mittelstand: Venture Capital im In- und Ausland, München

LESSAT, V.; HEMER, J.; ECKERLE, T. et al. (1999): Beteiligungskapital und technologieorientierte Neugründungen: Markt - Finanzierung - Rahmenbedingungen, Wiesbaden

MARSCHALL, B.; HECKEL, M. (2001): Mittelständler müssen neue Geldquellen suchen, in: Financial Times Deutschland, 18.01.01, S.11

MASELLI, A. (2000): Finanzierungs- und Regulierungspraxis in Deutschland und den USA, in: Sparkasse, 07/00, S. 297 - 301

MATTHAI, S. (2000): Opfer der Hausbanken, in: Impulse, 3/00, S. 26 - 34

MOODY`S INVESTORS SERVICE (1999): 1998 Year In Review and 1999 Outlook: The German Structured Finance Market, Special Report, March 11

MOODY`S INVESTORS SERVICE (2001): Year In Review 2000 and Outlook 2001, German Structured Finance: Continued Growth In an Already Strong Market, Special Report, January 25

NATUSCH, I. (1999): Ratingkultur für den Mittelstand im Aufbau, in: Finanz Betrieb, 12/99, S. 409 - 412

NITTKA, I. (2000): Informelles Venture Capital am Beispiel von Business Angels, Stuttgart

O.V. (2000a): Kaum zu knacken, in: Markt und Mittelstand, 3/00, S. 20 - 25

O.V. (2000b): Abgang durch die Hintertür, in: Markt und Mittelstand, 3/00, S. 26 - 28

O.V. (2001): Berlin will EU-Ausnahmen für kleine Banken, in: Handelsblatt, 25.06.2001, S. 34

OHL, H.-P. (1994): Asset-Backed Securities: Ein innovatives Instrument zur Finanzierung deutscher Unternehmen, Wiesbaden

PAETZMANN, K. (2001): Finanzierung mittelständischer Unternehmen nach "Basel II" - Neue "Spielregeln" durch bankinterne Ratings, in: Der Betrieb, 10/01, S. 493 - 497

PRICEWATERHOUSECOOPERS (2001): Fit für Rating? Frankfurt/Main

QUACK, S.; HILDEBRANDT, S. (1995): Hausbank or fournisseur? Bank services for small and medium sized enterprises in Germany and France, WZB Discussion Paper FS I, Berlin

[R@S](#) RATING SERVICES AG (2001): Rating für den Mittelstand, München

RITTINGHAUS, H.-R.; MAKOWKA, T.; HELLMANN, U. (1997): Asset Backed Securities Transaktionen für deutsche Kreditinstitute, Sparkasse, 3/97, S. 133 - 140

RÖMER, H.-J.; MÜLLER, H. (2000): Going Public mittelständischer Unternehmen: Börsensegmentspezifische Anforderungen, in: Der Betrieb, 34/00, S. 1673 - 1679

ROMETSCH, S.; KOLB, C. (1999): Das Comeback der Industrieanleihe - verdrängen Corporate Bonds den syndizierten Kredit? In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 06/99, S. 296 - 298

RUDOLPH, B.; FISCHER, C. (2000): Der Markt für Private Equity, in: Finanz Betrieb, 1/00, S. 49 - 56

SALM, M. (2001): Die Furcht vor Basel II, in: Wirtschaft & Markt, 4/01, S. 56 -58

SAUVÉ, A.; SCHEUER M. (1999): Corporate Finance in Germany and France, A Joint Research Project of the Deutsche Bundesbank and the Banque de France, Frankfurt/Main

SCHOLZ, M. (2000): Rating und Mittelstand - eine Bestandsaufnahme für Deutschland, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 10/00, S. 519 - 522

SCHULTE, R. (1995): Asset Backed Securities, in: WiST, 3/95, S. 152 - 154

THOLEN, M. (2000): Basel-II: Was erwartet den Mittelstand, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 10/00, S. 547 - 549

URA UNTERNEHMENS-RATINGAGENTUR AG (2001): Allgemeine Unternehmens- und Produktinformationen, aus: [www.ura.de](http://www.ura.de)

WARTENBERG, L. von (2001): Wandel der Unternehmensfinanzierung - Was erwartet den industriellen Mittelstand? Rede gehalten am 21.02.2001, gemeinsame Fachtagung des Bundesverbandes der Deutschen Industrie und der Kreditanstalt für Wiederaufbau, Berlin

WEINKAUF, W. (2000): Zwischen Geschäft und Risikomanagement - "Mittelstandsbanking" braucht Nähe, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 10/00, S. 523 - 534

ZIMMERMANN, G.; WORTMANN, A. (2001): Finanzwirtschaftliche Positionen traditioneller und innovativer mittelständischer Unternehmen, in: Finanz Betrieb, 3/01, S. 157 - 165