

Die langfristige Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland – Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung

Anhand der Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung lässt sich erkennen, dass das gesamte Finanzierungsvolumen von Unternehmen in Deutschland in den vergangenen zwei Jahrzehnten – nominal wie real – zugenommen hat. Dies ist im Wesentlichen Reflex einer insgesamt wachsenden Volkswirtschaft. Zugleich änderte sich die Finanzierungsstruktur: Während Innenfinanzierungsmittel grundsätzlich die wichtigste Quelle darstellten und tendenziell zugenommen haben, war die Außenfinanzierung von einer starken Zyklik geprägt, die in engem Zusammenhang mit der konjunkturellen Entwicklung stand.

Darüber hinaus waren strukturelle Verschiebungen innerhalb der Außenfinanzierung zu beobachten. Zwar spielte der Kredit bis auf wenige Ausnahmen durchgehend die wichtigste Rolle. Veränderungen gab es jedoch bei den Kreditgebern: Während diese Funktion in der Vergangenheit vor allem Banken übernahmen, lässt sich im Betrachtungszeitraum ein Trend zur verstärkten Substitution zugunsten anderer Kreditgeber feststellen. So sind etwa große (internationale) Konzerne vermehrt dazu übergegangen, Finanzierungsmittel über spezielle Finanzierungsgesellschaften innerhalb des Konzerns zu verteilen. Der Bankkredit, der an sich zwar noch immer die wichtigste Außenfinanzierungsquelle darstellt, hat hingegen in den letzten 20 Jahren systematisch an Bedeutung verloren. Insgesamt nahm somit die Intermediationsleistung über das traditionelle Kreditgeschäft ab.

Diese strukturellen Verschiebungen stehen in engem Zusammenhang mit einem sich ändernden makroökonomischen und institutionellen Umfeld. So dürfte unter anderem die voranschreitende ökonomische Integration, die vor allem innerhalb der Europäischen Union mit der Gründung der Währungsunion sowie der Osterweiterung stark ausgeprägt war, zu diesen Entwicklungen beitragen haben. Einfluss auf die Finanzierung dürften darüber hinaus auch steigende regulatorische Anforderungen oder Änderungen in der Unternehmensbesteuerung gehabt haben.

■ Einleitung

Unternehmensfinanzierung als Schnittstelle von realwirtschaftlicher und finanzieller Sphäre

Das Finanzierungsvolumen und die Finanzierungsstruktur nichtfinanzieller Unternehmen reflektieren eine Vielzahl real- und finanzwirtschaftlicher Faktoren: Finanzierungsdaten der Unternehmen enthalten einerseits wichtige Informationen über die gesamtwirtschaftliche Entwicklung, da hinter den Finanzierungs- vor allem Investitionsentscheidungen stehen, andererseits liefern sie wertvolle Hinweise über die Finanzierungsbedingungen des Unternehmenssektors. Die Unternehmensfinanzierung ist damit eine zentrale Größe an der Schnittstelle zwischen der finanziellen und der realwirtschaftlichen Sphäre einer Volkswirtschaft.

Bedeutung der Unternehmensfinanzierung für die Geldpolitik

Hierdurch ist sie auch für die Geldpolitik von besonderer Bedeutung, denn sie beeinflusst Wirkungsweise und Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen. So führen Leitzinsanpassungen über den „Zinskanal“ der geldpolitischen Transmission zu veränderten Finanzierungskosten und wirken auf Investitionstätigkeit, wirtschaftliche Aktivität und letztlich die Preisentwicklung. Darüber hinaus verändert die Geldpolitik im Rahmen des „Kreditkanals“ möglicherweise auch den Zugang der Unternehmen zu Finanzierungsmitteln und wirkt so zusätzlich auf die Wirtschaftsentwicklung und die Preise.¹⁾

Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland von 1991 bis 2010

Dieser Aufsatz beschreibt und analysiert die Entwicklung der Finanzierung nichtfinanzieller Unternehmen in Deutschland von 1991 bis 2010. Datengrundlage bildet die gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung, die als integraler Bestandteil der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen eine über den gesamten Zeitraum hinweg einheitliche und konsistente Beschreibung der Unternehmensfinanzierung ermöglicht. Mit dieser langfristigen Betrachtung lassen sich sowohl strukturelle Veränderungen als auch zyklische Muster erkennen. Des Weiteren ermöglichen die aus dem gesamtwirtschaftlichen Kreislaufzusammenhang gewonnenen Informationen eine Betrachtung der Wechselwirkungen zwischen der Finan-

zierung von Unternehmen und der Finanzierung anderer Sektoren der Volkswirtschaft.

■ Instrumente und Struktur der Unternehmensfinanzierung

Unternehmen steht grundsätzlich eine Vielzahl von Finanzinstrumenten zur Verfügung, die sich insbesondere hinsichtlich der Quelle des Mittelzuflusses und der Rechtsstellung der Kapitalgeber unterscheiden. Während bei der Innenfinanzierung der Mittelzufluss aus dem Unternehmensprozess erfolgt, basiert die Außenfinanzierung auf externen Kapitalgebern. In Bezug auf die Rechtsstellung der Kapitalgeber wird zwischen Eigen- und Fremdkapital unterschieden, wobei Eigenkapitalmittel einen Anspruch auf den Unternehmensgewinn begründen, während Fremdkapitalgeber als Gläubiger auftreten.

Die Analyse der Determinanten des Finanzierungsverhaltens ist eng mit der Frage nach der optimalen Ausgestaltung von Finanzierungsvolumen und -struktur verbunden. Im Allgemeinen wird dabei unterstellt, dass die Entscheidungsträger anstreben, den Wert der Unternehmung zu maximieren.²⁾

Nur unter bestimmten, recht strengen Voraussetzungen³⁾ haben Kapitalstruktur und somit Verschuldungsgrad (die Relation zwischen Fremd- und Eigenkapital) keinen Einfluss auf den Unternehmenswert, das heißt, die Wertgenerierung von Investitionen ist unabhängig

Determinanten der optimalen Finanzierungsstruktur

„Irrelevanztheorem“ gilt nur bei perfektem Kapitalmarkt

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Bankbilanzen, Bankenwettbewerb und geldpolitische Transmission, Monatsbericht, September 2001, S. 51–70.

² In Anlehnung an den Barwertansatz entspricht diese Größe der Summe aller zukünftigen, mit dem Kapitalkostensatz diskontierten Netto-Zahlungsströme des Unternehmens.

³ Die Annahmen beziehen sich auf die Existenz eines vollkommenen Kapitalmarkts. Darunter versteht man im Wesentlichen einen Markt ohne Transaktionskosten, homogene Erwartungen bei der Nutzung von allgemein zugänglichen Informationen sowie die Annahme, dass die Marktteilnehmer Preisnehmer und Mengenanpasser sind. Vgl. hierzu: F. Modigliani und M. H. Miller (1958), The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment, American Economic Review, 53, S. 433–443.

von ihrer Finanzierung (Irrelevanztheorem).⁴⁾ Da diese Voraussetzungen in der Realität aber nicht erfüllt sind, hat die Finanzierungsstruktur Einfluss auf den Unternehmenswert und muss deshalb von der Unternehmensleitung unter Berücksichtigung von Kosten und Nutzen alternativer Finanzierungsformen bestimmt werden. Welche Finanzierungsstruktur gewählt wird, hängt unter anderem von einzelwirtschaftlichen und makroökonomischen Determinanten sowie vom Finanz- und Steuersystem ab.

In der Realität hängt die Finanzierungsstruktur von mehreren Faktoren ab: Transaktionskosten, ...

So beeinflusst beispielsweise die Ausgestaltung der steuerlichen Rahmenbedingungen die Wahl zwischen Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung: Die Besteuerung von Gewinneinkommen benachteiligt für sich genommen die Eigenkapitalfinanzierung, wenn die zu entrichtenden Fremdkapitalkosten steuerlich als Aufwendung geltend gemacht werden können.⁵⁾ Dem stehen die Kosten der zusätzlichen Verschuldung in Form von Insolvenzkosten und höheren Fremdkapitalzinsen bei verschlechterter Kreditwürdigkeit gegenüber. Eine auf diese Weise an Kosten und Nutzen orientierte Abwägung der Finanzierungsmöglichkeiten mündet in einem optimalen Verschuldungsgrad, den das Unternehmen über die Zeit zu erreichen versucht, der sich aber unter veränderten Rahmenbedingungen auch wieder selbst ändert.

... Informations- und Anreizgesichtspunkten, ...

Auch Informations- und Anreizprobleme zwischen unterschiedlichen Kapitalgebern sowie zwischen Eigentümern und Management beeinflussen die Finanzierungsstruktur. Aus der Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Unternehmensleitung (Agent) und den Kapitalgebern (Prinzipal) sowie der Tatsache, dass erstere einen Informationsvorteil gegenüber letzteren besitzen, folgt eine Präferenzordnung bezüglich der Finanzierungsinstrumente. Dabei werden Finanzierungsformen begünstigt, bei denen die Informations- und Anreizproblematik geringer ausgeprägt ist. Daraus ergibt sich eine Rangfolge der Finanzierungsinstrumente zugunsten interner Mittel, gefolgt von Fremd- und zuletzt Eigenkapitalfinanzierung (Theorie der Finanzierungshierarchie).⁶⁾

Auch für die Entscheidung über die Struktur der Fremdfinanzierung sind Informationsgesichtspunkte sowie institutionelle Gestaltungsmerkmale von Bedeutung. So ist für Unternehmen der Bankensektor eine wichtige Quelle für den Zugang zu Fremdkapital, weil Banken in der Regel gegenüber alternativen Kapitalgebern einen Kostenvorteil bei der Überwachung ihrer Kreditnehmer haben.⁷⁾ Dagegen unterliegt der Zugang zu marktbasierter Finanzierung – etwa die Emission von Unternehmensanleihen – besonderen Anforderungen wie beispielsweise einem hohen Grad an Transparenz, der sich in einer freiwilligen Überlassung von Unternehmensinformationen und in der Erfüllung gesetzlich vorgeschriebener Offenlegungspflichten zeigt, die viele Unternehmen aus geschäftspolitischen Gründen nicht erfüllen wollen oder aufgrund anderer Restriktionen nicht erfüllen können.

Darüber hinaus beeinflusst auch die makroökonomische Entwicklung, vor allem der Konjunkturzyklus, die Finanzierung. So verändert die konjunkturelle Entwicklung über die Gewinnsituation der Unternehmen deren Möglichkei-

... makroökonomischen Faktoren ...

⁴ Eine Zunahme des Fremdkapitalanteils bei der Unternehmensfinanzierung führt zwar zunächst zu einer Verringerung des durchschnittlichen Kapitalkostensatzes. Weil aber dadurch ein zunehmendes Volumen des Netto-Zahlungsstroms für die Fremdkapitalzinsen aufgewendet wird, verringert sich der Residualanspruch der Eigenkapitalgeber. Das dadurch gestiegene Eigenkapitalrisiko erhöht die geforderte Eigenkapitalrendite, sodass in einem Gleichgewicht bei Arbitragefreiheit der durchschnittliche Kapitalkostensatz konstant bleibt.

⁵ Exemplarisch sei hier auf die mit dem Unternehmenssteuerreformgesetz 2008 eingeführte Abgeltungssteuer in Deutschland hingewiesen, deren fehlende Finanzierungsneutralität sich in einer Bevorzugung der Fremd- vor der Eigenfinanzierung äußert. Für einen breiten generellen Überblick der Effekte der Besteuerung auf die Unternehmensfinanzierung vgl.: J.R. Graham (2003), *Taxes and corporate finance – a review*, *Review of Financial Studies*, 16, S. 1075–1129.

⁶ Vgl.: S.C. Myers (2001), *Capital structure*, *Journal of Economic Perspectives*, 15, S. 91–102; R.G. Rajan und L. Zingales (1995), *What do we know about the capital structure? Some evidence from international data*, *The Journal of Finance*, 50, S. 1421–1460; sowie E.F. Fama und K. French (2002), *Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt*, *Review of Financial Studies*, 15, S. 1–33.

⁷ Vgl.: D.W. Diamond (1984), *Financial intermediation and delegated monitoring*, *Review of Economic Studies*, 51, S. 393–414.

... und
angebotsseitigen
Determinanten

ten zur Innenfinanzierung. Ein geschmälerter Gewinn verteuert aber auch den Zugang zur Fremdfinanzierung, wenn der Fremdkapitalgeber bei geringem Anteil der Selbstfinanzierung und gleichzeitig niedriger Bewertung des als Sicherheit akzeptierten Vermögens einen Interessenskonflikt fürchtet und daher einen Zinsaufschlag als Entschädigung für ein erhöhtes Verlustrisiko einfordert.⁸⁾

Schließlich können auch angebotsseitige Faktoren Einfluss auf Finanzierungsvolumen und -struktur nehmen. So kann ein aktives Bilanzmanagement der Finanzintermediäre zu einem geänderten Angebot an Finanzierungsmitteln führen, wenn beispielsweise Bewertungseffekte bei den eigenen Aktiva, ein erschwerter Zugang zu kurzfristiger revolvingender Refinanzierung oder regulatorische Eigenkapitalanforderungen ihre Aktivitäten einschränken.⁹⁾ Dies kann den Konjunkturzyklus verstärken – insbesondere dann, wenn Unternehmen nur begrenzt auf andere Finanzierungsformen ausweichen können.¹⁰⁾ Beispielsweise sind sie dann in konjunkturellen Abschwungphasen unter Umständen gezwungen, entweder auf interne Finanzierungsmöglichkeiten zurückzugreifen, die aber wiederum selbst durch eine verschlechterte Erlössituation begrenzt sind, oder ihre Ausgaben entsprechend anzupassen.¹¹⁾

Zusammenhang
von Konjunktur
und Verschuldungsgrad

Während sich die Investitionsnachfrage und das gesamte Finanzierungsvolumen aufgrund dieser Überlegungen über den Konjunkturzyklus prozyklisch verhalten, lässt sich die Entwicklung der Relation zwischen der Eigen- und Fremdfinanzierung einerseits und der Zusammensetzung der Fremdfinanzierung andererseits im Konjunkturzyklus a priori nicht eindeutig bestimmen. Sie hängen unter anderem davon ab, wie stark die oben erläuterten finanziellen Friktionen auf der Angebots- und Nachfrageseite auf den Unternehmenssektor wirken. Zwar kann die Aussage getroffen werden, dass in Abschwungphasen die Kapitalbeschaffung über externe Finanzierungsmittel rückläufig ist und die Kosten der Fremdfinanzierung, einschließlich möglicher Insolvenzkosten,

zunehmen. Damit würde auch der Verschuldungsgrad tendenziell abgebaut. Bezogen auf den Verschuldungsgrad des gesamten Unternehmenssektors ist aber entscheidend, wie hoch der Anteil derjenigen Unternehmen ist, der auf alternative Fremdfinanzierungsformen ausweichen kann.

Bewertungseffekte auf das Vermögen spielen eine weitere Rolle für die Finanzierungsstruktur, da ein Preisverfall auf dem Finanzmarkt in der Regel mit einem erhöhten Abschreibungsbedarf einhergeht, der die Eigenkapitalposition verringert. Dies hat einen Anstieg des Verschuldungsgrades zur Konsequenz und kann die Investitionsdynamik, insbesondere bei hoher Verschuldung, hemmen.¹²⁾ Wenn der Unternehmenssektor Zahlungsüberschüsse nutzt, um die Verschuldung sukzessive abzubauen und den Verschuldungsgrad zurückzuführen, kann daraus schließlich eine lange Anpassungsphase

*Schuldenabbau
kann mit real-
wirtschaftlichen
Kosten ver-
bunden sein*

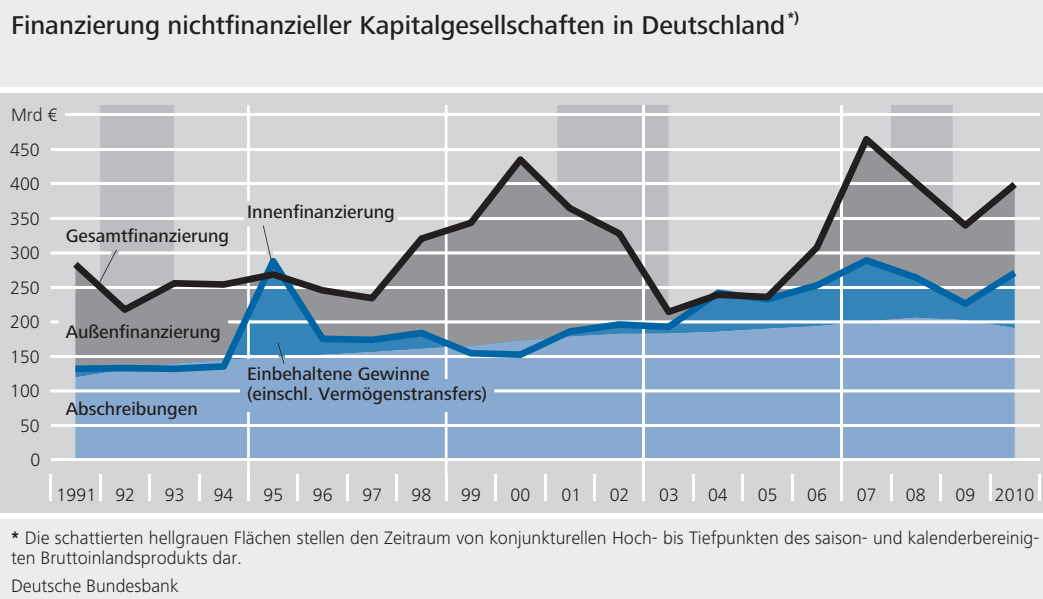
⁸ Die Literatur spricht hierbei von einer „externen Finanzierungsprämie“. Sie ist definiert als Differenz zwischen dem Kapitalkostensatz der Innen- und Außenfinanzierung. Vgl.: B. S. Bernanke und M. Gertler (1989), Agency costs, net worth and business fluctuations, *American Economic Review*, 79, S. 14–31; sowie G. L. Hubbard (1998), Capital-market imperfections and investment, *Journal of Economic Literature*, 36, S. 193–225.

⁹ Finanzielle Friktionen werden u. a. unter der Bezeichnung „Kreditkanal der geldpolitischen Transmission“ diskutiert. Vgl. hierzu: T. Adrian und H. S. Shin (2009), Money, liquidity and monetary policy, *American Economic Review*, 99, S. 600–605; sowie P. Disyatat (2011), The bank lending channel revisited, *Journal of Money, Credit and Banking*, 43, S. 711–734. Eine effiziente Umverteilung der Refinanzierungsmittel innerhalb von organisierten Banknetzwerken schwächt dabei kreditangebotsseitige Finanzierungsbeschränkungen für den Unternehmenssektor ab; vgl.: M. Ehrmann und A. Worms (2004), Bank networks and monetary policy transmission, *Journal of the European Economic Association*, 2, S. 1148–1171.

¹⁰ Unter einer Kreditklemme versteht man die Situation, in der eine auf bankseitige Faktoren zurückzuführende Einschränkung des Bankkreditangebots quantitativ so bedeutsam wird, dass sie ein maßgebliches konjunkturelles Risiko begründet. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Oktober 2010, S. 39.

¹¹ Aus diesem Grund halten nichtfinanzielle Unternehmen i. d. R. einen nennenswerten Anteil ihres Vermögens in Form von liquiden Mitteln, um in etwaigen Zeiten von Kreditrestriktionen laufende Investitionsprojekte weiterhin finanzieren zu können. Vgl.: B. Holmström und J. Tirole (2011), *Inside and outside liquidity*, Paris, MIT Press.

¹² Vgl.: F. Covas und W. J. Den Haan (2011), The cyclical behavior of debt and equity finance, *American Economic Review*, 101, S. 877–899; sowie H. Chen (2010), Macroeconomic conditions and the puzzles of credit spreads and capital structure, *The Journal of Finance*, 65, S. 2171–2212.



bei niedriger gesamtwirtschaftlicher Investitionsdynamik resultieren.¹³⁾

Die Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland zwischen 1991 und 2010

Finanzierungsrechnung als Datengrundlage

Die folgende empirische Betrachtung basiert auf den Daten der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung und der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, die gemäß dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 1995) erstellt werden. Im dort definierten Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften werden alle im Inland ansässigen Kapitalgesellschaften (Aktiengesellschaften, GmbHs etc.) und Quasi-Kapitalgesellschaften (Personengesellschaften, d. h. OHGs und KGs etc.) erfasst.¹⁴⁾ Eine disaggregierte Betrachtung, beispielsweise entlang der Unternehmensgröße oder -branche, ist dabei nicht möglich. Die finanziellen Instrumente werden nach ihrer Liquidität, Laufzeit und nach rechtlichen Merkmalen gegliedert und lassen sich primär in Einlagen, Wertpapiere und Kredite unterteilen.

Diese Datengrundlage weicht zwar von anderen Statistiken, wie etwa der Unternehmens-

abschlussstatistik, ab.¹⁵⁾ Zentrale Vorteile dieser Betrachtung bestehen aber in einer über den gesamten Zeitraum hinweg (international) konsistenten und nahezu vollständigen Erfassung des Unternehmenssektors.

Die Finanzierung der deutschen Unternehmen war im Zeitraum von 1991 bis 2010 durch eine hohe Dynamik geprägt. Fortschritte im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologie sowie die zunehmende Liberalisierung der internationalen Güter- und Finanzmärkte haben zum einen deren Integration vorangetrieben und den Wettbewerbsdruck erhöht. Zum anderen haben Unternehmen im Zuge der zunehmenden Internationalisierung ihrer Produktionsprozesse die Finanzierungsmöglichkeiten an das sich wandelnde Wirtschaftsumfeld angepasst.

Finanzierung von 1991 bis 2010 insgesamt dynamisch ...

¹³ Vgl.: R. C. Koo, *Balance sheet recession: Japan's struggle with unchartered economics and its global implications*, 2003, Hoboken, John Wiley and Son.

¹⁴ Demgegenüber werden Personen(-gruppen), die für den Markt ohne Bildung einer Quasi-Kapitalgesellschaft produzieren (Einzelunternehmer, Freiberufler etc.) zum Sektor der privaten Haushalte gerechnet. Eine ausführliche Beschreibung der Konzeption der Finanzierungsrechnung findet sich in: Deutsche Bundesbank, *Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 2005 bis 2010*, Statistische Sonderveröffentlichung 4, September 2011.

¹⁵ Vgl.: Deutsche Bundesbank, *Zur Vergleichbarkeit von Angaben aus der Unternehmensabschlussstatistik und den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen einschließlich der Finanzierungsrechnung*, Monatsbericht, Juni 2006, S. 58 f.

... mit hohem Anteil der Innenfinanzierung

Das Finanzierungsvolumen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Deutschland wies für die Jahre 1991 bis 2010 sowohl in nominaler als auch in realer Betrachtung einen positiven Trend auf. Während sich die Gesamtfinanzierung im Jahr 1991 nominal noch auf rund 280 Mrd € belief, wurde für Ende 2010 ein Wert von 400 Mrd € verzeichnet. Im Einklang mit den theoretischen Aussagen zur Wahl der Finanzierungsstruktur finanzierten sich die Unternehmen hauptsächlich über interne Quellen. So lag der Anteil der Innenfinanzierung am gesamten Mittelaufkommen im Durchschnitt bei über 65% und übertraf damit, abgesehen von den Jahren 1999 und 2000, als im Zuge des Börsenbooms vor allem die Aufnahme von Beteiligungskapital sehr ergiebig war, betragsmäßig durchweg die Mittelbeschaffung von außen.

Zur Bedeutung der Innenfinanzierung

Abschreibungen nahmen konstant zu und trugen Großteil zur Innenfinanzierung bei, ...

Im Rahmen der Innenfinanzierung spielten primär Abschreibungsgegenwerte in Form von liquiden Mitteln eine Rolle; deren Anteil an der Innenfinanzierung lag im Durchschnitt bei circa 85%. Das Volumen dieser Mittel ist dabei im Zeitverlauf nahezu kontinuierlich gestiegen von knapp 120 Mrd € im Jahr 1991 auf gut 190 Mrd € Ende 2010. Hauptverantwortlich hierfür sind einerseits der in diesem Zeitraum ebenfalls gewachsene Kapitalstock des Unternehmenssektors, dessen Anstieg zu einem Gutteil auf Ausrüstungsinvestitionen basiert, sowie andererseits die Berechnungsmethode der Abschreibungen.¹⁶⁾

... während sich einbehaltene Gewinne eher volatil entwickelten ...

Einbehaltene Gewinne (einschl. Vermögenstransfers) machten hingegen im Durchschnitt lediglich 15% an der Innenfinanzierung aus. Im Vergleich zu den Abschreibungen waren sie aufgrund ihrer Abhängigkeit von der allgemeinen Gewinnsituation, die eng mit der konjunkturellen Entwicklung verbunden ist, zudem wesentlich volatiler. Seit der Jahrtausendwende weisen sie jedoch einen positiven Trend auf.¹⁷⁾

Dies ist unter anderem auf die Bilanzkonsolidierungsbemühungen der Unternehmen zurückzuführen. Während in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre der Verschuldungsgrad deutscher Unternehmen gemessen an der Bruttowertschöpfung von circa 170% auf über 190% gestiegen ist, haben die Unternehmen nach der Rezession 2001 die erwirtschafteten Gewinne in geringerem Maß als zuvor ausgeschüttet und sie vermehrt zur Schuldentilgung genutzt.¹⁸⁾ Der Grad der Verschuldung wurde dadurch stabilisiert und konnte in den darauffolgenden Jahren ab 2002 bis 2005 auf ein Niveau von rund 170% zurückgeführt werden. Diese Bemühungen führten einerseits zu einer Verbesserung der Eigenkapitalbasis und schlugen sich andererseits in einer Erhöhung der internen Finanzierungsmittel nieder. Begünstigt wurden diese Entwicklungen durch das in diesem Zeitraum überwiegend freundliche Weltwirtschaftsklima sowie die – von moderaten Lohnsteigerungen unterstützte – Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen. Mit der Intensivierung der Finanz- und Wirtschaftskrise hat sich die Gewinnsituation allerdings wieder verschlechtert, sodass die einbehaltenen Gewinne in den Jahren 2008 und 2009 stark zurückgingen. Im Zuge der konjunkturellen Erholung sind sie im Jahr 2010 jedoch wieder kräftig gewachsen.

Die trendmäßige Zunahme der einbehaltenen Gewinne ist des Weiteren auf die Unternehmenssteuerreform aus dem Jahr 2000 zurückzuführen. Gegenstand der Reform war eine steuerliche Bevorzugung der Gewinnthesaurierung gegenüber der Ausschüttung, was die Innenfinanzierung gegenüber anderen Finan-

... und von Änderungen der steuerlichen Rahmenbedingungen beeinflusst wurden

¹⁶ Abschreibungen sind gemäß ESVG 1995 grundsätzlich linear zu berechnen. Bei einem wachsenden Kapitalstock führt dies somit zu einem stetig steigenden Abschreibungsvolumen.

¹⁷ Der starke Anstieg im Jahr 1995 ist primär auf die Übernahme der Schulden der Treuhandanstalt durch den Erblastentilgungsfonds zurückzuführen, die als eine Vermögensübertragung des Staates an die Unternehmen klassifiziert wurde.

¹⁸ Unter Verschuldung wird in diesem Zusammenhang die Summe der ausstehenden Verbindlichkeiten abzüglich der Anteilsrechte verstanden.

zierungsformen begünstigte.¹⁹⁾ Es gibt jedoch Anhaltspunkte dafür, dass im Zuge der neuerlichen Änderungen bei der Unternehmensbesteuerung im Jahr 2008 die Außenfinanzierung über Fremdkapital und damit der Verschuldungsgrad tendenziell zunehmen, weil die Kosten der Selbst- wie auch der Beteiligungsfinanzierung relativ zur Fremdfinanzierung ansteigen.²⁰⁾ Die zyklische Komponente bei der Unternehmensfinanzierung dürfte diesen Effekt momentan aber noch überdecken.

*Unternehmens-
sektor zuletzt
mit Finan-
zierungsüber-
schüssen*

Der nahezu stetige Anstieg der gesamten internen Finanzierungsmöglichkeiten führt seit einigen Jahren sogar dazu, dass den deutschen Unternehmen mehr interne Finanzierungsmittel zur Verfügung stehen als für den Ausbau des Kapitalstocks genutzt werden. So sind die Bruttoinvestitionen im Zeitraum von 2002 bis 2008 zwar kontinuierlich gestiegen, dabei in ihrer Entwicklung jedoch hinter der Summe aus einbehaltenen Gewinnen und Abschreibungen zurückgeblieben. Zusammen genommen führten diese Entwicklungen zu Finanzierungsüberschüssen im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. In gesamtwirtschaftlicher Betrachtung stellen damit die Unternehmen, die im Wirtschaftskreislauf typischerweise insgesamt als Nettoschuldner auftreten, seit einigen Jahren anderen Sektoren per saldo Finanzierungsmittel zur Verfügung. Empfänger dieser Mittel waren vor allem ausländische Niederlassungen deutscher Unternehmen, die ihren Finanzierungsbedarf teilweise über das von den Muttergesellschaften bereitgestellte Beteiligungskapital deckten. So haben die deutschen Unternehmen vor allem im Zuge der Osterweiterung der Europäischen Union in zunehmendem Maße Teile der Wertschöpfungskette in das osteuropäische Ausland verlagert und ihre ausländischen Niederlassungen für den Ausbau des Kapitalstocks mit Finanzierungsmitteln ausgestattet.

Entwicklung der Außenfinanzierung

Die Außenfinanzierung nahm im Betrachtungszeitraum im Mittel einen geringeren Stellenwert bei der Unternehmensfinanzierung ein als die Innenfinanzierung. Ihr Anteil lag bei rund einem Drittel des gesamten jährlichen Mittelaufkommens. Dabei folgte die Außenfinanzierung insgesamt keinem eindeutigen Trend; im Vergleich zur Innenfinanzierung wies sie vielmehr ein ausgeprägtes zyklisches Muster auf. Der erste Zyklus erstreckte sich über die Jahre 1997 bis 2004. In diesem Zeitraum wurden Außenfinanzierungsmittel zunächst vermehrt aufgenommen und erreichten mit knapp 290 Mrd € ihren Höhepunkt im Jahr 2000. Anschließend wurde die Aufnahme stark zurückgefahren; 2004 kam es sogar zu einer Nettotilgung der ausstehenden Verbindlichkeiten. Getrieben wurde dieser Zyklus im Wesentlichen durch die starke Mittelaufnahme während des New-Economy-Booms (1997 bis 2000).²¹⁾ Im darauffolgenden Zyklus erreichten die Nettozuflüsse ihren Höhepunkt mit rund 175 Mrd € im Jahr 2007 und verzeichneten anschließend, mit der Intensivierung der Finanz- und Wirtschaftskrise, eine rückläufige Dynamik. Im Jahr 2010 lagen sie bei rund 128 Mrd €.

Wie bei der Innenfinanzierung hing das Ausmaß, in dem sich Unternehmen externe Mittel beschafften, vor allem von der konjunkturellen Situation im Inland ab. So wurden in wirtschaftlichen Aufschwungphasen vermehrt Außenfinanzierungsmittel aufgenommen, während sie in rezessiven Wirtschaftsphasen tendenziell zurückgeführt wurden. Dies lässt sich neben einer sinkenden Nachfrage nach Investitionsgütern unter anderem damit erklären, dass sich

*Volumen der
Außenfinan-
zierung sehr
dynamisch ...*

*... und von
konjunktureller
Entwicklung
abhängig ...*

¹⁹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Öffentliche Finanzen: Exkurs Steuerreform 2000, Monatsbericht, August 2000, S. 56–63.

²⁰ Vgl.: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 07/08, S. 268–287.

²¹ Dieser Aufschwung war zudem mit einer regen Fusions- und Übernahmetätigkeit im Informations- und Telekommunikationssektor sowie einem hohen Finanzierungsbedarf im Rahmen des Erwerbs von UMTS-Lizenzen verbunden.

die externe Finanzierungsprämie auf Außenfinanzierungsinstrumente antizyklisch verhält. Sie nimmt in einer konjunkturellen Erholung tendenziell ab, weil der Wert der als Sicherheiten akzeptierten Vermögensgegenstände zunimmt und damit die Attraktivität der Außenfinanzierung aufgrund fallender Finanzierungskosten erhöht.²²⁾ Gleichzeitig kann die zyklische Entwicklung der Außenfinanzierung auch auf kreditangebotsseitige Faktoren zurückgeführt werden, weil die mit der Wirtschaftsaktivität schwankende Profitabilität bei der Kreditvergabe sowie die Eigenkapitalausstattung der Kreditgeber ein zyklisches Kreditwachstum implizieren.²³⁾

... mit einer zeitlichen Verzögerung

Die Außenfinanzierung folgte dem Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts in der Regel zeitverzögert.²⁴⁾ Gründe hierfür könnten in vertraglichen Rigiditäten wie auch Vorsichtsmotiven liegen. In frühen Phasen eines Wirtschaftsabschwungs können sich Unternehmen, etwa aufgrund vereinbarter Zahlungsverpflichtungen gegenüber Lieferanten oder der Finanzierungsnotwendigkeit eines Lagerbestandes, nicht sofort auf das sich wandelnde Wirtschaftsumfeld einstellen. In der einsetzenden Konjunkturerholung dürfte hingegen die Verbesserung der Zahlungszuflüsse ein Grund für die zunächst verhaltene Ausweitung der Außenfinanzierung sein. Außerdem dürften die Erwartungen der Unternehmen hinsichtlich der Nachhaltigkeit des Aufschwungs sowie die damit verbundene Rentabilität von Investitionsprojekten eine Rolle spielen.

Weitere Determinanten der Außenfinanzierung: institutionelle Rahmenbedingungen

Neben der konjunkturellen Situation im Inland haben aber auch strukturelle Faktoren die Außenfinanzierung in den vergangenen 20 Jahren beeinflusst. Dazu gehören die kontinuierlichen Bemühungen, den Zugang zu externen Finanzmitteln über Maßnahmen zur Stärkung der Transparenz und der Verfügbarkeit von Unternehmensinformationen zu erleichtern.²⁵⁾ Des Weiteren dürften auch die bereits erwähnten steuerrechtlichen Änderungen aus dem Jahr 2008 die Wahl von Finanzierungsmitteln beeinflusst haben. So dürfte die damit verbun-

dene Einzelregelung zur Einschränkung der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen (Zinsschrankenregelung) für sich genommen tendenziell restriktiv auf den Fremdkapitalanteil der Außenfinanzierung wirken.²⁶⁾

Struktur der Außenfinanzierung

Eine hohe Dynamik kann auch in der Struktur der Außenfinanzierung beobachtet werden. Im europäischen Kontext führten vor allem die Schaffung des gemeinsamen Binnenmarkts sowie die Einführung des Euro zu einer erhöhten Wettbewerbsintensität zwischen externen Kapitalgebern. Dies führte zum einen zu größeren und liquideren Finanzmärkten, zum anderen zu vermehrter Bereitstellung von innovativen Finanzierungsinstrumenten. Auch in Deutschland, das sich traditionell durch ein bankbasiertes Finanzierungssystem auszeichnet, haben in den vergangenen Jahren alternative Finanzierungsformen signifikant an Bedeutung gewonnen.

Struktur der Außenfinanzierung ebenfalls dynamisch

Die Tabelle auf Seite 21 zeigt die Entwicklung der ausstehenden Verbindlichkeiten der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften am Ende ausgewählter Jahre im Betrachtungszeitraum. Zu

22 Vgl.: U. von Kalkreuth (2001), Monetary transmission in Germany: new perspectives on financial constraints and investment spending, *Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank*, Reihe 1, Nr. 19/2001.

23 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Kreditentwicklung, Bankkapital und Wirtschaftsaktivität, Monatsbericht, März 2005, S. 15–25.

24 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Entwicklung der Buchkredite deutscher Banken an den inländischen Privatsektor seit Sommer 2009, Monatsbericht, September 2011, S. 61–82. Darüber hinaus deuten empirische Studien darauf hin, dass deutsche Unternehmen sich nur mit zeitlicher Verzögerung an ihre optimale Kapitalstruktur anpassen. Vgl.: V.A. Dang (2013), Testing capital structure theories using error correction models: evidence from the UK, France and Germany, *Applied Economics*, 45, S. 171–190.

25 Dazu gehören die in den letzten Jahren eingeführten Regelungen zur Corporate Governance. Das damit verbundene Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG, 1998) hat zum Ziel, die Interessen der Anteilseigner zu wahren.

26 Vgl.: K. Blaufuß und D. Lorenz (2009), Wem droht die Zinsschranke? Eine empirische Untersuchung zur Identifikation der Einflussfaktoren, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 79, S. 503–526.

Struktur der ausstehenden Verbindlichkeiten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in Deutschland					
Jahresendstände					
Position	1991	1995	2000	2005	2010
Verbindlichkeiten in Mrd €	2 042	2 519	3 891	3 944	4 718
	in % der Verbindlichkeiten insgesamt				
Wertpapiere ohne Anteilsrechte	1,8	2,3	1,4	2,7	3,1
Kredite	38,1	35,5	29,3	30,3	31,8
davon:					
von MFIs	32,0	28,6	22,7	20,9	18,0
von Nicht-MFIs	6,1	6,9	6,6	9,4	13,8
Versicherungstechnische Rückstellungen	5,7	5,6	4,3	5,2	4,8
Sonstige Verbindlichkeiten	24,4	21,1	17,0	17,6	17,8
darunter:					
Handelskredite und Anzahlungen	17,1	14,8	10,5	11,3	12,1
Anteilsrechte	30,0	35,6	48,0	44,1	42,6

beachten ist, dass die Bestandsgrößen von Wertpapieren (insbesondere von Anteilsrechten) stark von Bewertungsänderungen beeinflusst werden, sodass der prozentuale Anteil dieser Größen an den Gesamtverbindlichkeiten nur bedingt mit den restlichen Angaben vergleichbar ist. Aus diesem Grund wird im Folgenden die Bedeutung der Wertpapiere anhand von Transaktionsgrößen, die von Bewertungseffekten nicht beeinflusst sind, diskutiert.

Phasen, in denen die Außenfinanzierung tendenziell zurückgeführt wurde (2000 bis 2004 und 2007 bis 2009), spielten Kredite von Nichtbanken eine zunehmend wichtigere Rolle.

Auf marktbasierter Finanzierungsinstrumente griffen nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in einem geringeren Ausmaß zurück. Im Zeitraum von 1991 bis 2010 übertraf die Mittelaufnahme durch Kredite weitestgehend diejenige durch Anteilsrechte und andere Wertpapiere. Während die jährliche Neuaufnahme von Krediten im Mittel bei knapp 50 Mrd € lag, wurden Anteilsrechte durchschnittlich im Umfang von rund 37 Mrd € und Wertpapiere (ohne Anteilsrechte) im Umfang von knapp 6 Mrd € begeben. Lässt man die starke Ausweitung der Aktienemissionen um die Jahrtausendwende außen vor, so sinkt der Durchschnittswert der damit verbundenen Mittelaufnahme sogar auf unter 30 Mrd €.²⁷⁾

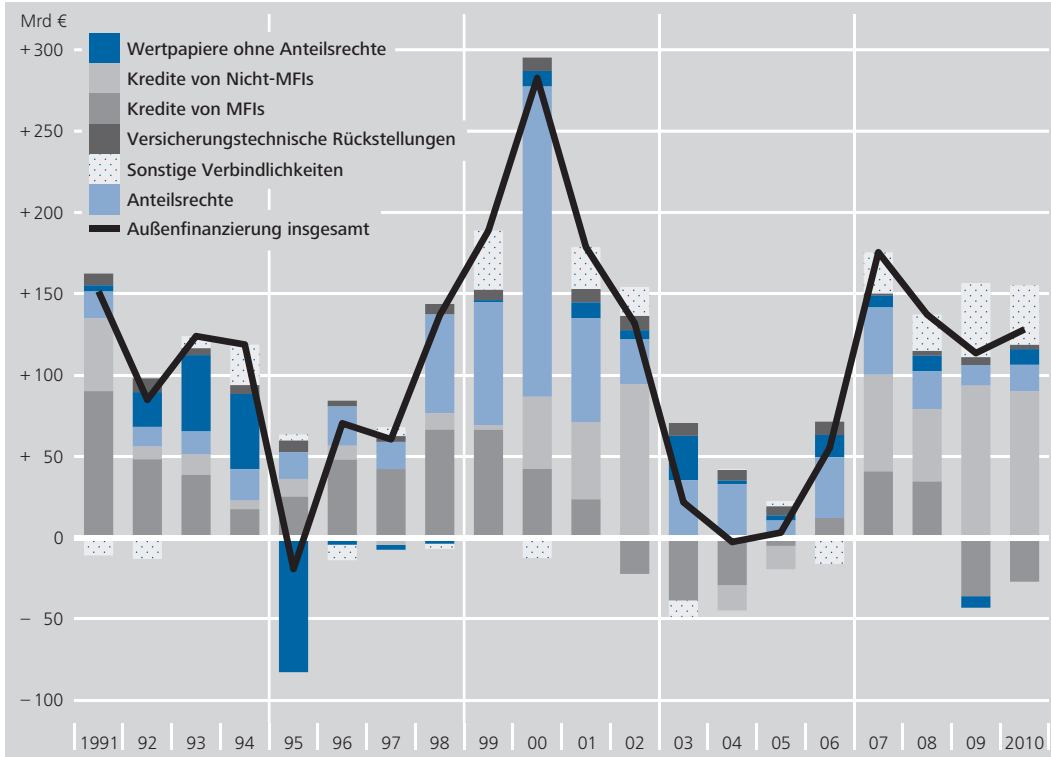
Marktbasierte Finanzierung mit untergeordneter Rolle

Abnehmende Bedeutung des Bankkredits und zunehmende Bedeutung anderer Kreditgeber

Unter den verschiedenen Finanzierungsinstrumenten waren Kredite mit einem Anteil von durchschnittlich knapp 33% an den Gesamtverbindlichkeiten die wichtigste Finanzierungsquelle. Ein Großteil dieser Kredite wurde dabei von Banken gewährt. Im Zeitverlauf hat die Bedeutung des Bankkredits jedoch stetig abgenommen, sein Anteil sank von rund 32% im Jahr 1991 auf 18% im Jahr 2010. Stark zugenommen haben hingegen Kredite von anderen Gläubigern (darunter Versicherungen, Sonstige Finanzinstitute und andere Unternehmen). Ihr Anteil hat sich von circa 6% im Jahr 1991 auf knapp 14% Ende 2010 mehr als verdoppelt. Zieht man alle Jahre des Beobachtungszeitraums in Betracht (siehe Schaubild auf S. 22), so wird deutlich, dass die Substitution der Banken durch andere Gläubiger vor allem in der zweiten Hälfte des Beobachtungszeitraums stattgefunden hat. Besonders in den

²⁷ Unberücksichtigt bleibt bei dieser Betrachtung die Mittelaufnahme international tätiger deutscher Konzerne an ausländischen Kapitalmärkten, die über spezielle Finanzierungstöchter zum Teil den in Deutschland ansässigen Mutterunternehmen in Form von (primär kurzfristigen) Krediten zur Verfügung gestellt werden. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2007, Monatsbericht, Januar 2009, S. 46f.

Struktur der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in Deutschland



Deutsche Bundesbank

Kontinuierliche Nutzung von Handelskrediten und Anzahlungen

Mit einem Anteil von knapp über 5% an den Gesamtverbindlichkeiten waren Versicherungstechnische Rückstellungen weniger bedeutend. Sonstige Verbindlichkeiten, die vor allem Handelskredite und Anzahlungen beinhalten, stellten für deutsche Unternehmen hingegen eine wichtige Finanzierungsquelle dar. Ihr Anteil an den Gesamtverbindlichkeiten sank zwar von gut 17% im Jahr 1991 auf circa 12% Ende 2010; sie trugen dennoch im gesamten Betrachtungszeitraum kontinuierlich zur Finanzierung bei.

Traditionell hohe Bedeutung des Bankkredits ...

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Zeitraum von 1991 bis 2010 stark von der Kreditfinanzierung dominiert war, wohingegen die marktbasiertere Finanzierung in einem geringeren Umfang genutzt wurde. Die insgesamt hohe Bedeutung der kreditbasierten Finanzierung war dabei zu Beginn durch den traditionell hohen Anteil des Bankkredits an den Gesamtverbindlichkeiten geprägt.

Diese Beobachtung ist unter anderem auf die Struktur des Unternehmenssektors in Deutschland zurückzuführen. So hatten kleine und mittlere Unternehmen (KMU), welche die deutsche Unternehmenslandschaft prägen, aufgrund ihrer Größe oder Rechtsform oftmals nicht die Möglichkeit der Mittelbeschaffung über den Kapitalmarkt.²⁸⁾ Neben den mit dem Börsengang verbundenen Kosten, die für KMU eine erhebliche Liquiditätsbelastung darstellen, können Informationsmängel zu einem zurückhaltenden Angebot an Finanzierungsmitteln beitragen.²⁹⁾ Aber auch die Banken selbst hatten ein großes Interesse an einer anhaltenden Geschäftsbeziehung zu Unternehmen, weil sie in einem wettbewerbsintensiven Umfeld darauf angewiesen waren, über ein langes Kredit-

... wegen hohen Anteils kleiner und mittlerer Unternehmen ...

²⁸ Vgl.: F. Kaufmann (1997), Besonderheiten der Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen, Kredit und Kapital, 1, S. 141–155.

²⁹ Vgl.: W. Gerke und M. Bank (1999), Finanzierungsprobleme mittelständischer Unternehmen, in: Finanzbetrieb, 1, S. 10–20.

engagement die hohen Kosten der Bonitätsprüfung zu decken, um positive Erträge zu erwirtschaften.

... mit langfristigen Kreditbeziehungen zu wenigen Banken

So dominierten meist langfristige Kreditbeziehungen, die oftmals zu nur einer Bank – der sogenannten Hausbank – bestanden. Dies führte dazu, dass im Gegensatz zu Kapitalgebern, deren Geschäftsbeziehungen zu den Unternehmen weniger eng waren, Banken in Deutschland häufig über einen privilegierten Zugang zu Informationen verfügten, der sie in die Lage versetzte, die wirtschaftliche Situation und die Entwicklungspotenziale des Unternehmens adäquat einzuschätzen. Dies wirkte sich auch positiv auf die Finanzierungskosten der Unternehmen aus.

Einsetzender Wandel in der Außenfinanzierung im letzten Jahrzehnt ...

Mit der Wettbewerbsintensivierung auf den Finanzmärkten und der internationalen Ausrichtung global agierender Unternehmen konnte im letzten Jahrzehnt ein sich einsetzender Wandel bei der Unternehmensfinanzierung beobachtet werden. So zeichnet sich seit der Jahrtausendwende ein Bild ab, wonach der Bankkredit zunehmend durch Kreditgewährung innerhalb des Unternehmenssektors ersetzt wurde. Vor allem in den konjunkturellen Abschwungphasen der Jahre 2001 bis 2003 und 2008 bis 2009 gewann diese Kreditkomponente an Bedeutung, während Bankkredite im Rahmen der Rückführung der Außenfinanzierung sogar netto getilgt wurden. Dieser Prozess rührt von Faktoren, die auf Entwicklungen im Unternehmenssektor wie auch im Bankensystem zurückgeführt werden können.

... mit starker Zunahme der intrasektoralen Kreditvergabe ...

Im Zuge der Globalisierung haben sich vermehrt große internationale Unternehmen gebildet, die im Konzernverbund ein zentralisiertes Liquiditäts- und Finanzmanagement betreiben. Dabei stellen konzerninterne Finanzierungsgesellschaften Finanzierungsmittel zur Verfügung. Kennzeichnend dafür ist, dass in diesem Verbund ein Ausgleich der Liquiditätspositionen stattfindet, wobei Liquidität über die Gesellschaften hinweg nach Bedarf verteilt und verrechnet wird. Im Rahmen der konzernwei-

ten Zielsetzung der Steigerung der Ertragskraft können mit diesem sogenannten Cash Pooling Zinskosten und damit die Finanzierungskosten auf konzernweiter Ebene reduziert werden.³⁰ Einzelne Konzernmitglieder müssen nicht auf verhältnismäßig teure Finanzierungsformen Dritter zurückgreifen, während andere Konzerntöchter ihre überschüssige Liquidität nicht zu relativ ungünstigen Konditionen anlegen müssen. Die Finanzierungsgesellschaft nutzt dabei die Vorteile der Kreditwürdigkeit des Gesamtkonzerns, um etwaige Finanzierungsengpässe auszugleichen oder Liquiditätsüberschüsse ertragreich anzulegen.³¹ Eine solche Strategie – die allerdings bisher nur Unternehmen einer gewissen Mindestgröße offensteht – ermöglicht eine zunehmende Unabhängigkeit von externen Gläubigern und verringert die Gefahr von Beschränkungen beim Zugang zu Finanzmitteln für die einzelnen Mitglieder im Konzernverbund. Daneben haben Unternehmen aufgrund der gestiegenen internationalen Verflechtungen im zunehmenden Maße Kredite auch bei ausländischen Banken nachgefragt. Die jährliche Neuaufnahme von Bankkrediten aus dem Ausland wurde in der zweiten Hälfte der Beobachtungsperiode nahezu verdoppelt.

Auch bankseitige Faktoren dürften im Prozess des Wandels der Unternehmensfinanzierung eine Rolle gespielt haben. So kann nicht ausgeschlossen werden, dass die temporäre Straffung der Kreditkonditionen in den letzten beiden konjunkturellen Abschwungphasen sowie

... in einem geänderten Bankenumfeld

³⁰ Vgl.: C. Billek, Cash Pooling im Konzern, 2009, Springer, Wien.

³¹ In diesem Zusammenhang kann das Argument angeführt werden, dass die zunehmende Bedeutung des Schattenbankensystems u. a. auf die Existenz dieser international operierenden Cash Pools zurückzuführen ist. Aus Diversifikationsgründen legen diese Institutionen ihre kurzfristigen Liquiditätsüberschüsse nicht ausschließlich in Form von Bankeinlagen an, sondern versuchen marktbasiertere kurzfristige Anlageformen (z. B. Geldmarktfonds) zu nutzen. Die Nachfrage der Cash Pools nach kurzfristigen Anlagemöglichkeiten stellt zugleich eine attraktive Refinanzierungsmöglichkeit für die sonstigen Finanzintermediäre (z. B. Zweckgesellschaften) dar, insbesondere im Rahmen der Verbriefungsaktivität. Vgl.: Z. Poszar (2011), Institutional cash pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System, Arbeitspapier Nr. 190, Internationaler Währungsfonds.

Die Entwicklung der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Raum während der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise

Mit den eintretenden Finanzmarktspannungen im Sommer 2007 und der sich daraus auswachsenden globalen Wirtschaftskrise konnten zahlreiche, teils erhebliche Anpassungen beim Verhalten der privaten Marktakteure beobachtet werden. In diesem Zusammenhang wird nachfolgend die Finanzierungssituation von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Deutschland denen in großen europäischen Mitgliedsländern gegenübergestellt. Dies erlaubt wichtige Schlussfolgerungen darüber, wie die globalen Turbulenzen länderspezifisch auf die Unternehmensfinanzierung übergriffen und wie der Unternehmenssektor in den Ländern jeweils darauf reagierte.

Das Schaubild auf Seite 25 zeigt die Dynamik der Struktur der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Unternehmen seit dem ersten Quartal 2006 für den Euro-Raum insgesamt sowie für Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien, basierend auf gleitenden Vierquartalsummen. Die Außenfinanzierung ist dabei in folgende Finanzierungsinstrumente unterteilt: Wertpapiere, kurz- und langfristige Kredite, Aktien und sonstiges Eigenkapital sowie die sonstigen Finanzierungsinstrumente, welche unter anderem Handelskredite und Versicherungstechnische Rückstellungen enthalten. Eine vergleichende Analyse der Dynamik der Innenfinanzierung ist in diesem Zusammenhang aufgrund einer ungenügenden Datenverfügbarkeit für die ausgewählten Länder nicht möglich.

Im Euro-Raum war die Struktur der Außenfinanzierung im Vorfeld der Finanz- und Wirtschaftskrise – wie auch in Deutschland – von einem hohen Anteil der Kreditfinanzierung geprägt. Bis zum Ende des Jahres 2007 wies das Volumen der Außenfinanzierung dabei eine hohe Dynamik auf; ab dem ersten Quartal 2008 ging es jedoch spürbar zurück. Diese Entwicklung ist primär auf eine schwache Bankkreditdynamik zu-

rückzuführen. Vor allem die kurzfristige Kreditvergabe kam mit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im Herbst 2008 und den darauf folgenden Quartalen praktisch vollständig zum Erliegen.¹⁾ Hintergrund dieser Entwicklung waren nicht zuletzt strengere Kreditstandards seitens des Bankensystems, die auch kleine und mittlere Unternehmen betrafen und deren Zugang zu Kreditmitteln verschlechterten. Bei der markt-basierten Finanzierung zeigte sich hingegen ein anderes Bild. Während die Beteiligungsfinanzierung im gesamten Betrachtungszeitraum relativ stabil blieb, kam es bei der Finanzierung über die Platzierung von Anleihen ab dem ersten Quartal 2009 zu einer spürbaren Ausweitung. Dies deutet darauf hin, dass es im Euro-Raum zu einer Substitution von Krediten durch markt-basierte Außenfinanzierung kam. Deren Anteil an der Außenfinanzierung ist in der Krise folglich erheblich gestiegen.

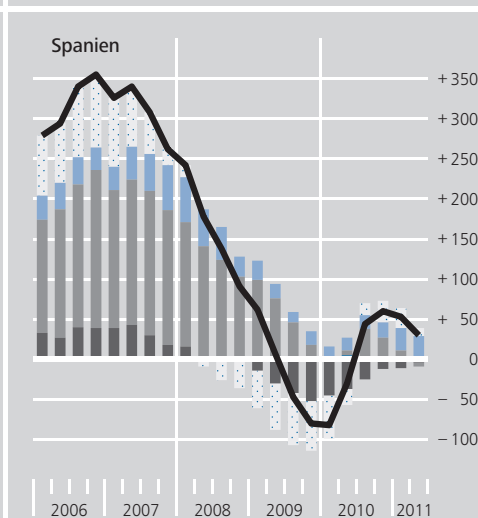
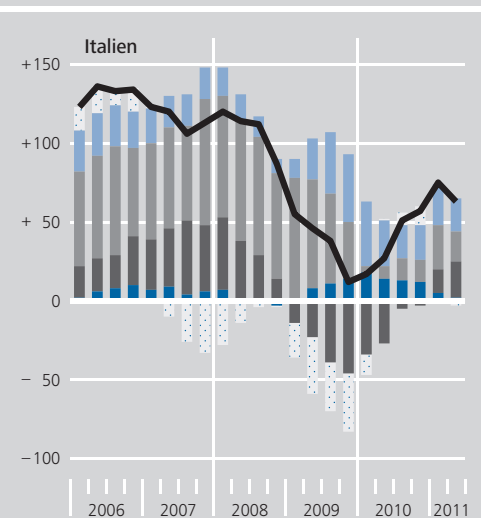
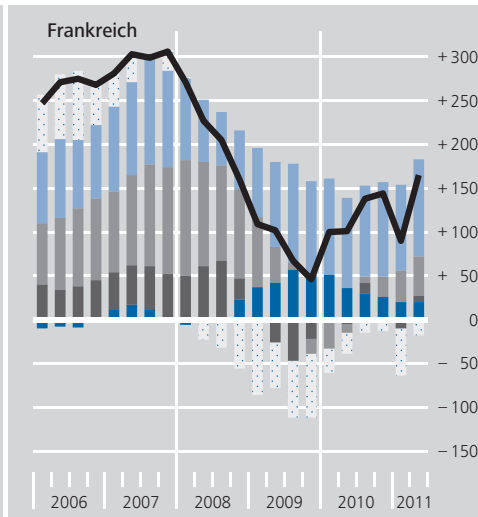
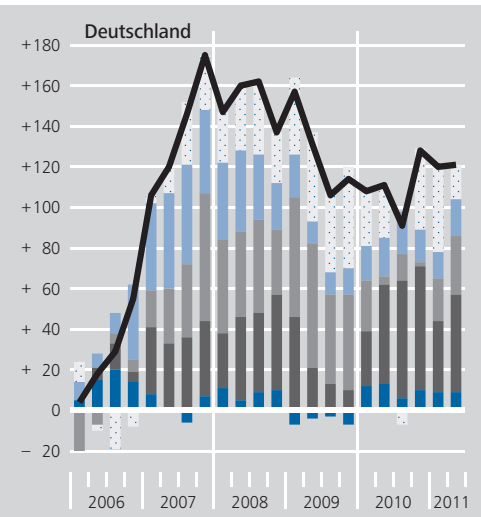
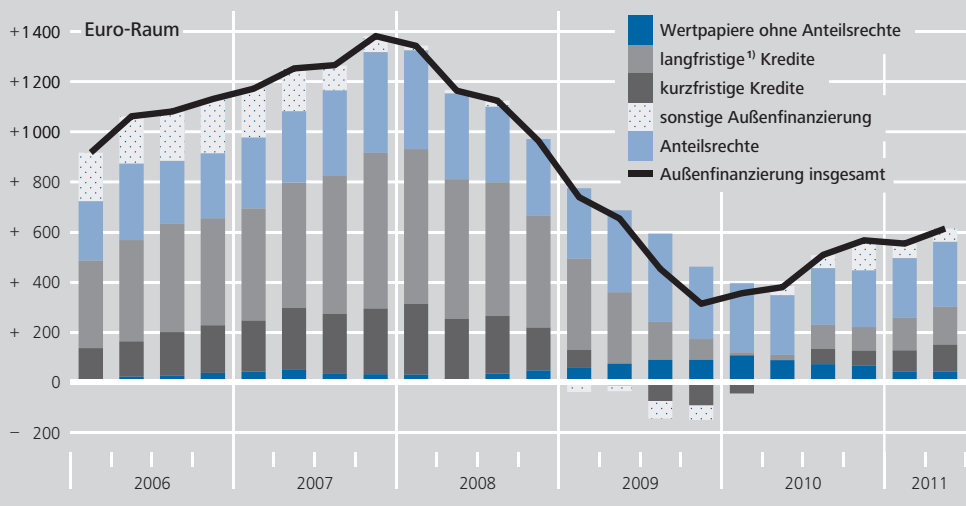
Eine ähnliche Entwicklung kann auch auf Länderebene identifiziert werden. In den europäischen Nachbarländern konnte im Zuge der Wirtschaftskrise insgesamt ein starker Rückgang der Außenfinanzierung dokumentiert werden, nachdem in den Jahren zuvor eine sehr hohe Finanzierungsdynamik bei starkem Güternachfragewachstum festgestellt werden konnte.²⁾ Allen voran in Spanien war dieser Effekt stark ausgeprägt. Im zweiten Halbjahr 2009 und im ersten Halbjahr 2010 war sogar eine Nettotilgung zu

¹ Vgl.: Europäische Zentralbank, Cross-Checking and the Flow of Funds (2011), in: Enhancing Monetary Analysis, Hrsg.: L. A. Papademos und J. Stark, Kapitel 7, S. 355–478.

² Zur Entwicklung des Wirkungsgeflechts zwischen hohem Nachfragewachstum, verhältnismäßig hohem Preisauftrieb sowie dem Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit in einigen EWU-Ländern im Vorfeld der Finanz- und Wirtschaftskrise vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Problematik makroökonomischer Ungleichgewichte im Euro-Raum, Monatsbericht, Juli 2010, S. 17–40.

Struktur der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euro-Raums

Mrd €, gleitende Summen der jeweils letzten vier Quartale



Quelle: EZB. ¹ Langfristig: > 1 Jahr.
 Deutsche Bundesbank

beobachten, die primär auf einen Mittelabfluss bei den kurzfristigen Krediten und sonstigen Finanzierungsinstrumenten zurückzuführen war. Auch die langfristigen Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gingen erheblich zurück. Mitverantwortlich für diese Entwicklung dürften unter anderem die Anspannungen im spanischen Bankensektor (insbesondere im Sparkassenbereich) sein. Zusammen mit dem weiterhin andauernden Konsolidierungsprozess im spanischen Bankensektor und dem Abbau der Verschuldung im privaten Haushaltssektor bei gleichzeitig hoher Sparquote und starker Konsumzurückhaltung führten diese Entwicklungen zu einer anhaltend schwachen Investitionstätigkeit und Mittelzufuhr auch in den jüngsten Quartalen.

Ein negativer Beitrag der Kreditfinanzierung zur Außenfinanzierung zeigte sich auch in Frankreich und Italien während der Krisen quartale. Im Gegensatz zu Spanien war es dem Unternehmenssektor in diesen Ländern jedoch teilweise möglich, auf alternative marktbasierende Finanzierungsformen auszuweichen, weil die im Vorfeld der Finanz- und Wirtschaftskrise aufgebauten Ungleichgewichte ein nicht so starkes Ausmaß annahmen wie beispielsweise in Spanien und damit quantitative Beschränkungen beim Zugang zu Finanzmitteln wohl auch geringer waren.³⁾ So stieg das Transaktionsvolumen der Anleihefinanzierung bei einer gleichzeitig robusten Entwicklung der Finanzierung über Aktienemissionen und die Zuführung von sonstigen Mitteln in das Eigenkapital. Trotz einer leichten Ausdehnung der Mittelzuflüsse über die Außenfinanzierung seit dem ersten Quartal 2010 bleiben in beiden Ländern die Volumina der Außenfinanzierung insgesamt hinter denjenigen der Vorkrisen quartale zurück.

In Deutschland zeigt sich bezüglich der Außenfinanzierung ein differenziertes Bild. Dies liegt zum einen daran, dass der Abbau weit weniger ausgeprägt war als im Euro-Raum und den untersuchten Mitgliedsländern. Das Finanzierungsvolumen war zwar im zweiten Quartal 2009 insgesamt leicht rückläufig, stabilisierte

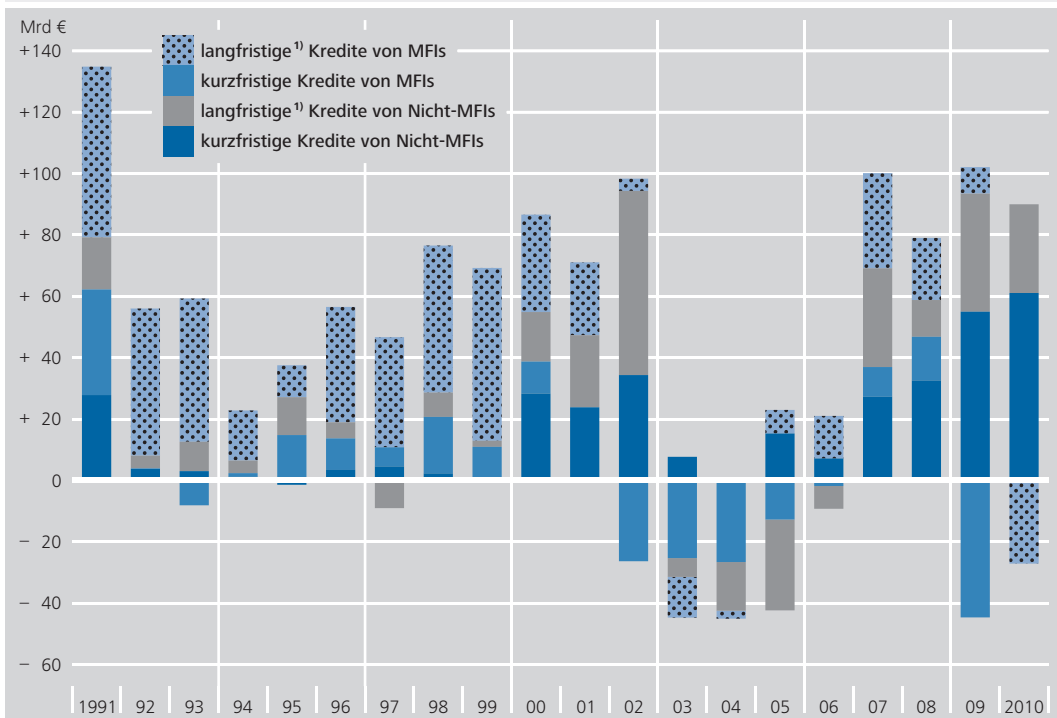
sich jedoch ab diesem Zeitpunkt. Zum anderen konnte ein recht stabiler Mittelzufluss gerade bei der Kreditfinanzierung im Vergleich zu den anderen Ländern beobachtet werden, obgleich eine starke Substitution von Bankkrediten durch die Finanzierung über Kredite im Konzernverbund stattgefunden hatte. Gleichzeitig stieg die Finanzierung über sonstige Finanzierungsinstrumente, zu welchen unter anderem die – quantitativ allerdings weniger bedeutsamen – Handelskredite und Anzahlungen zählten. Der Rückgang bei den kurzfristigen Krediten in den Krisen quartalen vom zweiten Quartal 2009 bis zum ersten Quartal 2010 dürfte dabei auch durch bankseitige Faktoren beeinflusst worden sein.⁴⁾ Demgegenüber spielte die marktbasierende Außenfinanzierung eine weit weniger wichtige Rolle als in den übrigen untersuchten Mitgliedstaaten wie auch im Euro-Raum insgesamt.

Die Anpassungen der Unternehmensfinanzierung machen deutlich, dass die Finanzmarkturbulenzen und die Existenz von länderspezifischen finanziellen Friktionen und strukturellen Faktoren zu unterschiedlichen Reaktionen bei der Außenfinanzierung geführt haben, die mitunter vom jeweiligen Grad der zuvor aufgebauten Ungleichgewichte abhängig waren. Für die Geldpolitik ist die Analyse dieser Entwicklungen wichtig, weil sie Aufschlüsse darüber geben kann, wie geldpolitische Maßnahmen die länderspezifische Finanzierungsstruktur und damit die monetäre Transmission berühren. Aus wirtschaftspolitischer Perspektive verdient die Analyse länderspezifischer Entwicklungen Beachtung, da mögliche länderspezifische Unterschiede einen Anpassungsbedarf signalisieren können.

³ Internationale Studien deuten darauf hin, dass die Substitution von bankbasierten durch marktbasierende Finanzierungsformen während des Auftretens von Finanzkrisen ein typisches Muster bei der Entwicklung der Außenfinanzierung in Industrieländern darstellt. Vgl. hierzu: E. P. Davis und M. R. Stone (2004), Corporate financial structure and financial stability, *Journal of Financial Stability*, 1, S. 65–91.

⁴ Vgl.: B. Blaes, Bank-related loan supply factors during the crisis: an analysis based on the German bank lending survey, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Reihe 1, Nr. 31/2011.

Fristigkeitsstruktur der Kreditfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in Deutschland



1 Langfristig: > 1 Jahr.
 Deutsche Bundesbank

steigende regulatorische Anforderungen im Rahmen der Baseler Abkommen die Unternehmen dazu veranlasst haben, auf alternative Finanzierungsformen auszuweichen. Begünstigt wurde diese Entwicklung durch die Existenz oben genannter Cash Pools. Gleichzeitig dürfte die globale Wettbewerbsintensität im Intermediationssektor und die oben beschriebene internationale Ausrichtung potenzieller Kreditnachfrager den ohnehin schon hohen Margendruck im Kreditgeschäft verstärkt haben, was insbesondere große, kapitalmarktorientierte Banken zu einer Ausweitung der Geschäftstätigkeit hin zum Provisionsgeschäft und dem Investment Banking bewog.

dite von anderen Unternehmen, mit einer Verkürzung der Kreditlaufzeiten einher. Gleichzeitig ist zu beobachten, dass in den konjunkturellen Abschwungphasen vornehmlich kurzfristige Bankkredite abgebaut wurden. Dies dürfte daran liegen, dass große Unternehmen weniger auf die Nutzung von Bankkreditlinien zurückgriffen, sondern vornehmlich die kurzfristige Finanzierung im Konzernverbund nutzten.

Fazit und Ausblick

Die Finanzierung der Unternehmen in Deutschland war in den vergangenen 20 Jahren durch erhebliche Veränderungen geprägt. Innenfinanzierungsmitteln kam dabei grundsätzlich eine höhere Bedeutung zu als externen Finanzierungsmitteln. Ihr Volumen hat im Betrachtungszeitraum insgesamt kontinuierlich zugenommen, weist im Bereich der einbehaltenen Gewinne gleichwohl eine gewisse Zyklik auf, die vor allem mit der konjunkturellen Entwick-

Finanzierung der Unternehmen mit erheblichen Veränderungen

Anteil der kurzfristigen Kredite gestiegen

Die abnehmende Bedeutung des Bankkredits zeigt sich schließlich auch in der Fristigkeitsstruktur (siehe oben stehendes Schaubild). Während in den neunziger Jahren die Finanzierung weit überwiegend auf langfristigen Bankkrediten basierte, ging die Zunahme der Kredite von Nichtbanken, darunter vor allem Kre-

lung zusammenhängt. Ungleich volatiler als die Innenfinanzierung entwickelte sich hingegen die Außenfinanzierung. Auch dies ist primär konjunkturell bedingt. Das Verhältnis zwischen Innen- und Außenfinanzierung schwankte daher im Zeitverlauf stark.

Kredite mit veränderter Gläubigerstruktur ...

Innerhalb der Außenfinanzierung spielte der Kredit bis auf wenige Ausnahmen durchgehend die wichtigste Rolle. Während diesbezüglich in der Vergangenheit vor allem Banken als Kreditgeber fungierten, lässt sich im Betrachtungszeitraum ein Trend zur verstärkten Substitution zugunsten anderer Kreditgeber, darunter primär verbundene Unternehmen, feststellen. Vor allem in konjunkturellen Abschwungphasen griffen Unternehmen auf diese Finanzierungsform zurück und verstärkten damit den Trend.

... unter anderem wegen voranschreitender Integration der Märkte

Diese strukturelle Verschiebung ist einerseits Ausdruck einer voranschreitenden Integration der Güter- und Kapitalmärkte sowie der damit verbundenen Internationalisierung der – finan-

ziellen und nichtfinanziellen – (Groß-)Unternehmen. Sie könnte andererseits aber auch mit (bank-)angebotsseitigen Faktoren zusammenhängen, die in Form strengerer Kreditstandards in konjunkturellen Abschwungphasen, steigender regulatorischer Anforderungen und einer Ausweitung des Provisionsgeschäfts zur wachsenden Bedeutung alternativer Finanzierungsquellen beigetragen haben. Infolgedessen hat der Bankkredit, der für sich genommen zwar noch immer die wichtigste externe Finanzierungsquelle darstellt, im Betrachtungszeitraum spürbar an Bedeutung verloren. Insgesamt nahm somit die Intermediationsleistung über das traditionelle Kreditgeschäft ab.

Der Anteil der marktbasierter Außenfinanzierung hat sich seit 1991 hingegen kaum verändert. Lässt man das kurzfristig enorme Mittelaufkommen im Rahmen des New-Economy-Booms gegen Ende der neunziger Jahre außen vor, nimmt diese Art der Finanzierung weiterhin eine – auch im europäischen Vergleich – weniger wichtige Rolle ein.

Bedeutung marktbasierter Finanzierung bleibt gering