

Hans Friderichs, Timm Körting\*

# Die Rolle der Bankkredite im Finanzierungsspektrum der deutschen Wirtschaft

In den letzten zwei Jahren wurde von vielen eine Kreditklemme für die deutschen Unternehmen als reales Problem, oder zumindest als akutes makroökonomisches Risiko, angesehen. Die vorliegende Untersuchung anhand der Bilanzdaten aus dem Jahresabschlussdatenpool der Deutschen Bundesbank macht allerdings deutlich, dass solche Krisenszenarien der Breite der deutschen Unternehmensfinanzierung nicht angemessen Rechnung tragen und damit den Stellenwert des Bankkredits für die Realwirtschaft teilweise überschätzen. Die Bankverschuldung der Unternehmen war überdies während der Finanzmarktkrise relativ stabil, während Handelskredite und konzerninterne Finanzierungen stärker zurückgingen.

Der nichtfinanzielle Unternehmenssektor in Deutschland verfügt über ein sehr differenziertes Finanzierungsspektrum, das mit dem Schlagwort „bankbasiertes Finanzsystem“ schon lange nicht mehr angemessen charakterisiert werden kann. Vielmehr spielen für einen Großteil der Unternehmen Bankverbindlichkeiten gegenüber anderen Finanzierungsquellen keine dominierende Rolle mehr. Die aus wirtschaftspolitischer Sicht zentrale Frage, inwieweit die globale Finanzkrise die Unternehmensfinanzierung deutscher Unternehmen beeinträchtigt hat, darf deshalb nicht a priori auf bestimmte Finanzierungsformen verengt werden. Dies zeigt auch eine Sonderaufbereitung der Bilanzdaten aus dem Jahresabschlussdatenpool der Deutschen Bundesbank. Hierfür wurden die Bilanzen von rund 20 000 Unternehmen, die von 2006 bis 2008 durchgehend in dieser Datenbank verfügbar sind, nach der überwiegend genutzten Finanzierungsquelle gruppiert. Anschließend erfolgte ein Vergleich der Kapitalstrukturen dieser Unternehmensgruppen in den beiden Geschäftsjahren 2006 und 2007 – als sich die Wirtschaft noch weitgehend unbeeinflusst von den Turbulenzen auf den internationalen Kapitalmärkten entwickeln konnte – mit denen in den Krisenjahren 2008 und 2009.

## Finanzierungsmuster deutscher Unternehmen

Werden für diese Untersuchung ausgewählte nichtfinanzielle Unternehmen nach ihrem Finanzierungsverhalten unterteilt, lassen sich als „stylized fact“ – entsprechend

der überwiegend genutzten Finanzierungsquelle (Anteil der Finanzierungsquelle an der Bilanzsumme von mindestens 50% im Bilanzjahr 2007) – vier Finanzierungstypen und eine Restgruppe unterscheiden:<sup>1</sup>

- Eigenmittel und Rückstellungen,
- Bankverbindlichkeiten,
- Handelskredite,
- Konzernfinanzierungsmittel,<sup>2</sup>
- Mischfinanzierung.

Nach diesem Abgrenzungskriterium besteht im Untersuchungssample bei 30% der Firmen die wichtigste Finanzierungsquelle aus Eigenkapital und Rückstellungen.<sup>3</sup> Lediglich 10% der Unternehmen verwenden hauptsächlich Bankkredite. Ein knappes Drittel verfügt sogar über keinerlei Bankverbindlichkeiten. Die Anteile der Unternehmen, bei denen Handelskredite (Lieferantenverbind-

1 Diese Unterteilung legt nicht nur die betriebswirtschaftliche Finanzierungstheorie nahe, sondern orientiert sich auch an den hochgerechneten Ergebnissen der Unternehmensbilanzstatistik der Deutschen Bundesbank. Danach sind diese Passivpositionen für die Unternehmensfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen in Deutschland von zentraler Bedeutung.

2 Neben Verflechtungsverbindlichkeiten werden auch Anleihen mit einbezogen, da im Rahmen eines zentralen Finanzmanagements von Konzern- oder Holdingunternehmen neben internen Krediten aus Cashpools häufig auch Erlöse aus Anleiheemissionen verteilt werden, die von konzerneigenen Finanzierungsgesellschaften auf internationalen Kapitalmärkten kostengünstig platziert wurden.

3 Die Frage, ob diese empirische Verteilung der Finanzierungsmuster für den gesamten Unternehmenssektor repräsentativ ist, lässt sich wegen fehlender Vergleichsdaten nicht sicher beantworten. Allerdings findet sich die dargestellte Struktur mit nur geringen Abweichungen auch im Gesamtsample des Datenpools der Bundesbank (ca. 100 000 Auswertungsabschlüsse für 2007) wieder, was für eine gute Repräsentativität der Unternehmensauswahl spricht.

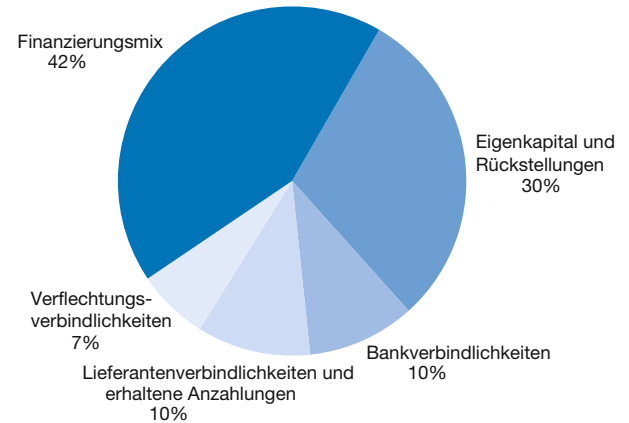
\* Die Autoren geben in diesem Beitrag ausschließlich ihre persönliche Meinung wieder, die nicht mit der Auffassung der Deutschen Bundesbank übereinstimmen muss. Sie danken Gerhard Ziebarth und Robert Kirchner, Deutsche Bundesbank, für ihre wertvollen Anregungen.

**Dr. Hans Friderichs** und **Timm Körting**, Dipl.-Volkswirt, sind wissenschaftliche Mitarbeiter der Deutschen Bundesbank im Zentralbereich Statistik.

lichkeiten und erhaltene Anzahlungen) dominieren sowie derjenigen Firmen, die im Rahmen der Konzernfinanzierung überwiegend auf Verflechtungsverbindlichkeiten und Anleihen zurückgreifen, sind mit 10% bzw. mit knapp 7% vergleichsweise niedrig. Dabei spielt auch eine Rolle, dass die Mehrheit der Personengesellschaften und Einzelkaufleute in Deutschland eigenständige Unternehmen darstellen und daher von vornherein keine Konzernfinanzierung aufweisen. Erwartungsgemäß besitzt die Restgruppe der mischfinanzierten Unternehmen mit knapp 43% das größte Gewicht im Datensatz (vgl. Abbildung 1).

Bei den überwiegend eigenkapital- und rücklagenfinanzierten Unternehmen kommen fast drei Viertel der Finanzierungsmittel aus dem Eigenkapital und ein Viertel aus den Rückstellungen, die ähnlich wie die thesaurierten Gewinne zumindest vorübergehend verfügbare Mittel darstellen. Im Vergleich zu den anderen Gruppen gehören eigenkapital- und rücklagenfinanzierte Unternehmen vor allem zu dem Segment der großen und sehr großen Unternehmen (mindestens 50 Mio. Euro Umsatz). Es han-

Abbildung 1 Finanzierungstypen im Bilanzjahr 2007<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Anteil der Unternehmen nach der überwiegend genutzten Finanzierungsquelle an allen in die Untersuchung einbezogenen Firmen.

delt sich dabei größtenteils um Kapitalgesellschaften, die überwiegend Vorleistungen bzw. Investitionsgüter produzieren oder unternehmensnahe Dienstleistungen anbieten (vgl. die Abbildungen 2 und 3 sowie Tabelle 1). Charakteristisch für diese Gruppe ist ferner ihr hoher Bestand an liquiden Mitteln in Form von Kasse und Bankguthaben in Relation zur Bilanzsumme (fast 8%). Dies lässt sich vermutlich darauf zurückführen, dass diese Unternehmen mit einer besonders geringen Bankverbindlichkeitsquote in Höhe von nur 0,5% über so gut wie keinen Liquiditätspuffer in Form von Überziehungskrediten und Kredit-

Abbildung 2 Größenverteilung der Unternehmen innerhalb der Finanzierungsklassen im Bilanzjahr 2007

Anteile in %

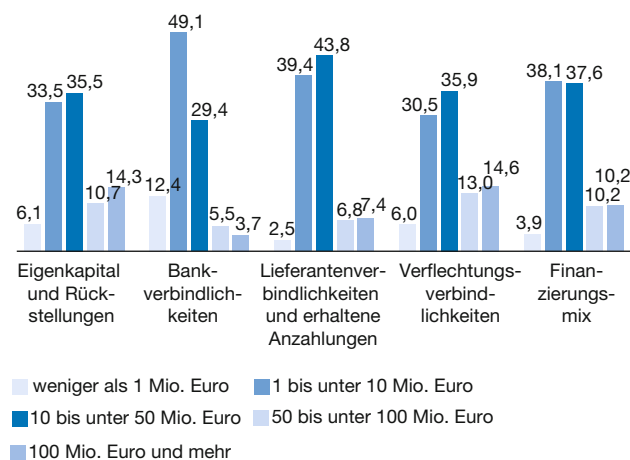


Abbildung 3 Unternehmen innerhalb der Finanzierungsklassen nach Rechtsformen im Bilanzjahr 2007

Anteile in %

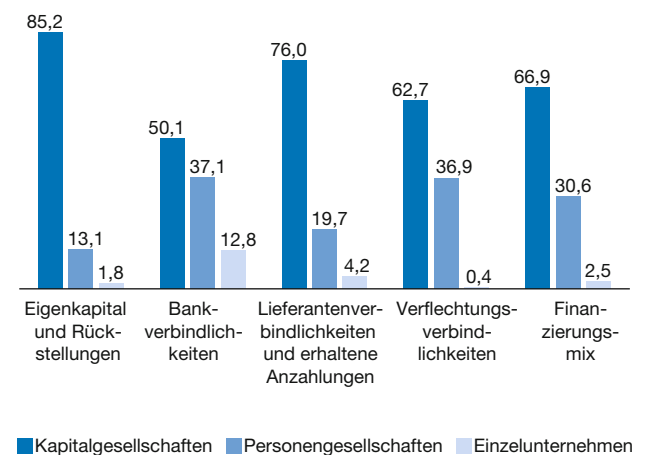


Tabelle 1

**Verteilung der Unternehmen innerhalb der Finanzierungsklassen nach Wirtschaftszweigen<sup>1</sup>**

Wirtschaftszweig	Eigenkapital und Rückstellungen	Bankverbindlichkeiten	Finanzierungstypus <sup>2</sup> Lieferantenverbindlichkeiten und erhaltene Anzahlungen	Verflechtungsverbindlichkeiten	Finanzierungsmix
Energie	4,1	8,0	0,8	2,5	3,0
Vorleistungsgüterproduzenten	21,3	12,9	4,1	22,0	18,1
Verbrauchsgüterproduzenten	8,1	6,4	1,3	8,3	7,2
Investitionsgüterproduzenten	16,0	4,8	13,1	9,2	12,6
Gebrauchsgüterproduzenten	2,0	0,9	0,3	1,7	1,4
Baugewerbe	4,3	2,7	24,9	2,5	6,9
Kfz-Handel und Einzelhandel	6,5	24,6	16,1	12,1	11,1
Großhandel	20,0	18,9	28,6	28,8	26,1
Verkehr und Nachrichtenübermittlung	4,7	16,6	4,1	5,1	6,3
Unternehmensnahe Dienstleistungen	11,9	2,8	6,7	6,8	6,5
Sonstige	1,1	1,4	0,1	1,2	0,9
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

<sup>1</sup> Bilanzjahr 2007 des vergleichbaren Kreises von 2006 bis 2009 mit 19 848 Unternehmen. Verarbeitendes Gewerbe einschließlich Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden, Energie- und Wasserversorgung, Baugewerbe, Handel, Gastgewerbe, Verkehr und Nachrichtenübermittlung und unternehmensnahe Dienstleistungen (ohne Holdings), Verkehr und Nachrichtenübermittlung und unternehmensnahe Dienstleistungen (ohne Holdings). <sup>2</sup> Genannte Finanzierungsquelle hat einen Anteil von mindestens 50% an der Bilanzsumme.

linien einer Overdraft Economy im Sinne der Hicksschen Terminologie verfügen. Vielmehr entsprechen diese Firmen dem Typus der Auto Economy, der die erforderliche kurzfristige Liquidität zur Begleichung von Finanzierungsspitzen und unvorhersehbaren Ausgaben selbst vorhält.<sup>4</sup>

Im Gegensatz dazu weisen die überwiegend bankfinanzierten Unternehmen, als typische Vertreter der Overdraft Economy, nur einen geringen Bestand an Kasse und Bankguthaben in der Bilanz auf (1,3%). Gut 40% der bei Kreditinstituten aufgenommenen Mittel dienen zur kurzfristigen Finanzierung und stellen damit vor allem Betriebsmittelkredite dar. Der restliche Teil besteht aus langfristigen Darlehen, die vor allem zur Finanzierung von Investitionen benötigt werden.

### Größenverteilung in den Finanzierungsklassen

Firmen, die ihren Finanzbedarf primär durch Bankverbindlichkeiten decken, kommen ganz überwiegend aus dem Segment der kleineren Unternehmen (weniger als 10 Mio. Euro Umsatz). Diese haben ihren wirtschaftlichen Schwerpunkt überwiegend im Bereich Energie- und Wasserversorgung, im Einzelhandel sowie im Verkehr und in der Nachrichtenübermittlung. Besonders auffällig ist ihre sehr hohe Anlagenintensität. Sie geht mit einem Anteil an der Bilanzsumme von über 40% weit über die

Vergleichswerte der übrigen Gruppen hinaus, deren Anlagenanteil zwischen 6% und 17% variiert (vgl. Tabelle 2).<sup>5</sup> Das hängt bei den Versorgungs- und Nachrichtentechnikunternehmen auch mit den erforderlichen hohen Investitionen in die technische Infrastruktur (Netze und Systeme) zusammen. Soweit Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes betroffen sind, die in dieser Gruppe vor allem dem Bereich der Vorleistungsgüterproduzenten angehören, kann die Anlagenintensität aber auch aus einer großen Fertigungstiefe resultieren. Bei den betroffenen Einzelhandelsunternehmen spricht vieles dafür, dass die spezielle Vermögensstruktur in erster Linie auf Investitionen in moderne Logistik zurückgeführt werden kann, womit eine Verminderung der Kapitalbindung bei der Vorrathaltung angestrebt wird.<sup>6</sup> Als Folge der hohen Anlageintensität resultieren bei diesen Unternehmen auch deutlich höhere Belastungen der Gewinn- und Verlustrechnungen mit fixen Kosten (Abschreibungen, Zinsen, Wartungs- und Instandhaltungskosten etc.). Besonders ausgeprägt sind hier die Zinsunterschiede in Relation zur Gesamtleistung, die um ein Vielfaches höher sind als bei den eigenkapital- und rückstellungsfinanzierten Firmen. Dadurch reduzie-

<sup>5</sup> Es bleibt darauf hinzuweisen, dass hohe Sachanlagenbestände insofern auch die Bankfinanzierung begünstigen können, weil damit in größerem Umfang Realsicherheiten für Darlehen bestehen.

<sup>6</sup> Diese Vermutung wird durch vorliegenden Ergebnisse bestätigt, wonach die Vorratsquote beispielsweise bei diesen Firmen nur halb so hoch ist wie bei der Gruppe der Unternehmen, die sich überwiegend aus Lieferantenverbindlichkeiten und erhaltenen Anzahlungen finanzieren.

<sup>4</sup> Vgl. J. Hicks: The Crisis in Keynesian Economics, Oxford 1974, S. 50 ff.

Tabelle 2  
**Medianwerte ausgewählter Bilanz- und GuV-Kennzahlen<sup>1</sup>**

Position	Eigenkapital und Rückstellungen	Bankverbindlichkeiten	Finanzierungstypus <sup>2</sup>		Finanzierungsmix
			Lieferantenverbindlichkeiten und erhaltene Anzahlungen	Verflechtungsverbindlichkeiten	
in % der Bilanzsumme					
Sachanlagen	13,5	40,9	5,7	9,7	17,4
Vorräte	17,1	19,3	41,9	22,5	26,0
Kasse und Bankguthaben	7,6	1,3	5,7	3,2	2,6
in % der Gesamtleistung <sup>3</sup>					
Materialaufwand	53,8	57,3	75,7	63,5	62,9
Personalaufwand	21,9	15,9	10,8	14,3	17,5
Abschreibungen	1,8	3,1	0,7	1,3	1,6
Zinsaufwendungen	0,3	2,0	0,2	0,8	0,9
Jahresüberschuss	3,4	1,3	1,0	0,3	1,6
Cashflow	5,5	3,9	2,3	2,2	3,1

<sup>1</sup> Bilanzjahr 2007 des vergleichbaren Kreises von 2006 bis 2009 mit 19 848 Unternehmen. Verarbeitendes Gewerbe einschließlich Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden, Energie- und Wasserversorgung, Baugewerbe, Handel, Gastgewerbe, Verkehr und Nachrichtenübermittlung und unternehmensnahe Dienstleistungen (ohne Holdings). <sup>2</sup> Genannte Finanzierungsquelle hat einen Anteil von mindestens 50% an der Bilanzsumme. <sup>3</sup> Summe aus Umsatz und Bestandsveränderungen an Erzeugnissen.

ren sich entsprechend auch der Jahresüberschuss bzw. die Gesamtleistungsrendite auf gut ein Drittel des Wertes, den die eigenkapital- und rücklagenfinanzierten Unternehmen für sich verbuchen können. Dieser deutliche Unterschied wird beim Cashflow durch die Zurechnung der nicht liquiditätswirksamen Abschreibungen wieder weitgehend nivelliert.

Die sich überwiegend aus Handelskrediten finanzierenden Unternehmen sind vor allem mittelgroße Firmen (10 bis unter 50 Mio. Euro Umsatz) aus der Investitionsgüterindustrie, dem Bau und dem Handel. Die Konzentration solcher Firmen in bestimmten Wirtschaftszweigen ist vor allem ein Reflex auf die speziellen Produktionsbedingungen in diesen Bereichen. Kundenkredite dienen bei Aufträgen mit langfristiger Fertigung und hoher Kapitalbindung zur Abwälzung von Teilen der Kapitalbindungskosten und zur teilweisen Deckung der auftragspezifischen Finanzierungskosten. Bei Spezialanfertigungen, die auf besondere Kundenwünsche zugeschnitten sind, soll mittels erhaltener Anzahlungen das Verwertungsrisiko vermindert und die Abnahme und endgültige Bezahlung gesichert werden.<sup>7</sup> Daher sind solche Regelungen vor allem im Groß- und Spezialmaschinenbau, im Flugzeug- und Schiffbau sowie im Baugewerbe weit verbreitet.

<sup>7</sup> Das wird auch durch die Vereinbarung von einfachen und verlängerten Eigentumsvorbehalten in den AGBs gefördert, womit Rückgriffe des Gläubigers auf die gelieferten Waren bis hin zum Veredelungsprodukt möglich werden. Diese Funktion übernehmen im Exportgeschäft vor allem Warenkreditversicherungen.

Handelskredite sind in besonderem Maße bei mittelständischen Unternehmen und im Handel ein wichtiges Finanzierungsinstrument. Von den Kreditgläubigern werden solche zwischenbetrieblichen Finanzierungen im Rahmen ihrer Kontrahierungspolitik als wichtiges Mittel zur Absatzförderung benutzt. Kreditversicherer weisen zurecht darauf hin, dass der Lieferantenkredit mit einem Gesamtvolumen von rund 300 Mrd. Euro mittlerweile eine der wichtigsten Kreditformen in Deutschland darstellt und damit den von Banken insgesamt zur Verfügung gestellten Bestand an kurzfristigen Krediten bei weitem übertrifft. Obwohl beim Handelskredit der angebotene Skontoabzug durch die Nutzung des Zahlungsziels entfällt und damit relativ hohe Kreditkosten entstehen (etwa 1 bis 3% für bis zu 90 Tage Zahlungsfrist), weist diese Form der Finanzierung für die Unternehmen große Vorteile auf. Diese beruhen vor allem auf der sofortigen Verfügbarkeit und den fehlenden formalen Anforderungen (wie z.B. eine Überprüfung der Bonität), was mit einer substantiellen Reduktion der Transaktionskosten verbunden ist. Typisch für Unternehmen mit diesem Finanzierungsschwerpunkt ist eine hohe Vorratsquote, die fast 20 Prozentpunkte über der für bankfinanzierte Unternehmen liegt. Diese Strukturunterschiede ergeben sich aus branchenspezifischen Besonderheiten. Offensichtlich werden die Kennzahlen in hohem Maße durch besonders hohen Materialaufwand bei den Handelsunternehmen geprägt. Dieser ergibt sich dadurch, dass in diesem Bereich nur Logistik- und Distributionsleistungen erbracht werden und damit auch nur eine relativ geringe Wertschöpfung erzielt wird.

## Bedeutung von Unternehmensverflechtungen

Die Analyse der Finanzierungsverhältnisse von Unternehmen, die primär auf konzerninterne Finanzierungsquellen zurückgreifen, wird durch den eingeschränkten Informationsgehalt von Einzelabschlüssen nach den HGB-Vorschriften erheblich erschwert. Dabei kommt zum Tragen, dass sich wegen des nach § 266 HGB prioritären Ausweises der verflechtungsbezogenen Anteile an den Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen in den Verflechtungsforderungen und -verbindlichkeiten die Finanz- und Lieferantenverbindlichkeiten nicht mehr trennen lassen. Das führt letztlich zu einer Vermischung von Outsourcing- und Finanzierungsvorgängen.<sup>8</sup> Weitere Informationsdefizite entstehen – wie bereits dargestellt – durch die Offenlegungsbefreiungen des § 264 Abs. 3 HGB und die Offenlegungserleichterungen nach § 267 HGB, weswegen keine aussagefähigen Tochterabschlüsse verfügbar sind und somit auch die Finanzierungsaktivitäten der Töchter nicht mehr dargestellt werden können. Dies ist besonders hinderlich, weil sich in den letzten Jahren der Trend hin zu einer Spezialisierung und Zentralisierung der Konzernfinanzierung in Form eines konzerninternen Finanzmittelausgleichs und einer zentralen Finanzmittelbeschaffung vor allem durch spezielle Finanzierungstöchter, die praktisch den Status von konzerninternen Banken haben, immer mehr durchgesetzt hat.

Das konzerninterne Cashpooling dient dazu, die Liquiditätsüberschüsse von Konzerngesellschaften auf ein gemeinsames Konto, den Cashpool, zu übertragen, aus dem dann die Liquiditätsengpässe anderer Konzernunternehmen beglichen werden. Mit der Substitution der Verbindlichkeiten (und Forderungen) gegenüber Kreditinstituten durch Verbindlichkeiten (und Forderungen) gegenüber verbundenen und Beteiligungsunternehmen sind erhebliche Vorteile vor allem in Form von Kosteneinsparungen und Flexibilitätsgewinnen verbunden. Ferner werden zur Zentralisierung und Optimierung der konzerninternen Finanzmittelbeschaffung immer häufiger ausländische Finanzierungstöchter eingesetzt, die vor allem in Ländern mit günstigen Unternehmensteuern, wie den Niederlanden und Irland, agieren. Diese Tochtergesellschaften haben die Aufgabe, auf internationalen Kapitalmärkten Industrieanleihen zu begeben und in großem Stil Konsortialkredite zu beschaffen, die dann als Finanzierungsmittel an die Mutter- und die Tochtergesellschaften weiterge-

<sup>8</sup> In den letzten Jahren lässt sich ein zunehmender Trend hin zum Fremdbezug von Unternehmensleistungen von Tochterunternehmen (und unabhängigen Firmen) feststellen, was zu einer nachhaltigen Ausweitung der interindustriellen Leistungsverflechtung und damit verbunden zur Verringerung der Wertschöpfungs-, Leistungs- und Fertigungstiefe im Verarbeitenden Gewerbe und im Handel führt.

reicht werden. Neben steuerlichen Anreizen spielen dabei vor allem Kostengesichtspunkte eine zentrale Rolle, die durch Ausnutzung der komparativen Vorteile (Aufnahmefähigkeit, Emissionsbedingungen) unterschiedlicher europäischer Finanzplätze erzielt werden können.

Solche Finanzierungsaktivitäten lassen sich in den Einzelabschlüssen des Datenpools aber nur sehr unvollkommen nachvollziehen, weil sie unter den Verflechtungsverbindlichkeiten erfasst werden. Lediglich die direkte Refinanzierung von Muttergesellschaften über Anleihen oder Bankkredite wird in den verfügbaren Einzelabschlüssen ausgewiesen. Insofern ist es auch nicht verwunderlich, dass bei der Gruppe der konzernfinanzierten Unternehmen die Bedeutung der Anleihen an den schwerpunktmäßig eingesetzten Finanzmitteln im Median nicht sichtbar wird, weil sie sich bei einigen wenigen international operierenden Unternehmen konzentrieren. In absoluter Rechnung enthalten diese Jahresabschlüsse einen Betrag von rund 8,5 Mrd. Euro. Dieser erreicht somit nur einen Bruchteil der Angaben der Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank, die für 2007 einen Umlauf von Industrieobligationen in Höhe von knapp 96 Mrd. Euro ausweist.<sup>9</sup> Um eine etwas realistischere Vorstellung über die Größenordnungen zu erhalten, die im Rahmen anleihebasierter Konzernfinanzierungen von Finanzierungsgesellschaften an Mutter- und Tochterunternehmen verteilt werden, wurde eine Erhebung des Anleihevolumens der 70 im DAX und MDAX notierten nichtfinanziellen Konzernunternehmen durchgeführt. Danach haben diese Firmen 2007 im Rahmen ihres konzernweiten Liquiditätsmanagements (inklusive ihres eigenen Finanzbedarfs) rund 225 Mrd. Euro auf internationalen Kapitalmärkten aufgenommen.<sup>10</sup>

Die Gruppe der konzernfinanzierten Unternehmen setzt sich primär aus großen, aber auch aus mittelgroßen Firmen in vorleistungs- sowie verbrauchsgüterproduzierenden Bereichen des Verarbeitenden Gewerbes und im Großhandel zusammen. Für diese Gruppe ist besonders charakteristisch, dass sie praktisch keine (direkten) Bankverbindlichkeiten besitzt und ihr Bestand an Kassen- und Bankguthaben nur sehr gering ist, weil die Finanzierung und Liquiditätsvorsorge aus konzerninternen Quellen jederzeit sichergestellt werden kann. Dennoch ist zu vermuten, dass bei diesen Unternehmen auch in größerem Umfang Bankdarlehen der Finanzierungstöchter zur eige-

<sup>9</sup> Die Angaben der Kapitalmarktstatistik sind freilich nur begrenzt vergleichbar, da der Umlauf der Industrieobligationen von finanziellen Unternehmen mit enthalten ist, aber Commercial Paper (kurzfristige Anleihen) in dieser Statistik aus systematischen Gründen nicht erfasst werden.

<sup>10</sup> Die erfassten Konzerne repräsentieren etwa vier Fünftel des Umsatzes der im Prime Standard der Deutschen Börse zugelassenen Gesellschaften.

nen Finanzierung eingesetzt werden. In welcher Höhe die Verflechtungsverbindlichkeiten solche weitergereichten Bankfinanzierungen enthalten, ist mit den Angaben der vorliegenden Jahresabschlüsse nicht nachzuvollziehen.

Die Finanzierungsmuster der Restgruppe der mischfinanzierten Unternehmen zeigen naturgemäß deutlich weniger klare Konturen. Für diese Firmen ist allerdings charakteristisch, dass sie – im Gegensatz zu den anderen Gruppen – auf das gesamte Spektrum der zur Verfügung stehenden Finanzierungsinstrumente zurückgreifen, ohne dass dabei spezielle Finanzierungsschwerpunkte erkennbar sind. Lediglich die Eigenmittel und die Rückstellungen sind stärker dotiert, was mit der vergleichsweise etwas besseren Ertragslage zusammenhängen dürfte. Ferner ist erkennbar, dass die Unternehmen dieser Gruppe in erster Linie zum Verarbeitenden Gewerbe und dem Handel gehören.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Finanzierungsstruktur der deutschen Unternehmen sehr viel breiter und viel weniger bankabhängig ist, als vielfach angenommen wird. Dieses stilisierte Faktum darf nicht ausgeblendet werden, wenn das Risiko einer chronischen Unterversorgung der deutschen Wirtschaft mit Krediten von Banken und damit die Gefahr einer Kreditklemme zu beurteilen ist.<sup>11</sup> Allein schon aus dem empirischen Befund, dass nur rund ein Zehntel der Unternehmen sich schwerpunktmäßig mit Bankkrediten finanziert, während fast ein Drittel überhaupt keine Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten aufweist,<sup>12</sup> lässt sich ableiten, dass selbst gravierende und flächendeckende Einschränkungen des Kreditangebots durch Banken den nichtfinanziellen Unternehmenssektor in Deutschland, zumindest was die direkten Effekte angeht, nur begrenzt treffen würde.

### Finanzierungsverhältnisse in Zeiten der Finanzmarktkrise

Aus wirtschaftspolitischer Sicht steht allerdings die Frage im Vordergrund, ob und in welchem Umfang die von der globalen Finanzkrise ausgelösten globalen makroökonomischen Schocks die Finanzierungsverhältnisse der Unternehmen in Deutschland beeinträchtigt haben. Dazu ist zunächst festzustellen, dass die skizzierten Finanzierungsmuster der Unternehmen in dem betrachteten Zeitablauf, also in Krisenzeiten, eine erstaunliche Stabilität aufweisen. Bei den finanziell weitgehend unabhängigen

Unternehmen, die sich primär über Eigenmittel und Rückstellungen finanzieren, hat sich die Kapitalstruktur in den Krisenjahren 2008 und 2009 nur wenig verändert. Leichte Rückgänge in den Rückstellungen und in den Handelskrediten wurden durch einen entsprechenden Aufbau von Eigenkapital kompensiert. Dieser erfolgte in erster Linie über die Thesaurierung nicht ausgeschütteter Gewinne, da die Möglichkeiten der Kapitalmarktfinanzierung durch die sich bereits abzeichnenden Verwerfungen infolge der US-amerikanischen Subprime-Krise immer ungünstiger wurden.

Im regulierten Markt ging das Emissionsvolumen von 7,4 Mrd. Euro (2007) auf 300 Mio. Euro (2008) und im Jahr 2009 auf nur 50 Mio. Euro zurück. Allerdings zeigte der Kapitalmarkt in den letzten beiden Krisenjahren eine erstaunlich hohe Aufnahmebereitschaft, was Kapitalerhöhungen anbelangt. Auf diese Weise wurden von den Unternehmen im Jahr 2008 im Rahmen der Außenfinanzierung 8 Mrd. Euro und 2009 knapp 12,5 Mrd. Euro beschafft. Allerdings haben von diesem zusätzlichen Kapital weniger Industrieunternehmen, sondern vor allem Kreditinstitute profitiert, die wegen erheblicher Wertberichtigungen in den Handelsbüchern oder erhöhter Risiken in den Kreditportfolios dringend auf frisches Eigenkapital angewiesen waren. Dies erklärt auch, warum die Kapitalrücklage bei den hier untersuchten Unternehmen eher an Bedeutung verlor und der zu beobachtende Eigenkapitalaufbau primär aus den Unternehmenserträgen alimentiert wurde.

Noch wesentlich stärker als bei den eigenkapital- und rückstellungsfinanzierten Unternehmen ist der Rückgang der Handelskredite bei den Firmen ausgefallen, die sich ganz überwiegend auf diese Finanzierungsquelle stützen. Auch hier, wie bei allen anderen Finanzierungsgruppen, sind die bilanziellen Gegenbewegungen auf der Passivseite primär in einer rücklagenbedingten Erhöhung der Eigenmittel zu finden. Gemessen an der Bilanzsumme brachen die Handelskredite 2009 gegenüber 2007 um fast zehn Prozentpunkte ein (bezogen auf die Gesamtleistung waren es immerhin fünf Prozentpunkte), nachdem sie im Jahr 2007 konjunkturbedingt nochmals stark angestiegen waren. Die Rückgänge bei den Lieferantenverbindlichkeiten allein waren – gemessen an der Bilanzsumme – mit 24 Prozentpunkten noch deutlich höher. Bezogen auf die Gesamtleistung ergab sich jedoch ein wesentlich schwächeres Minus von nur knapp drei Prozentpunkten, das aber – verglichen mit dem Ausgangsniveau – noch immer beträchtlich war. Dies lässt sich vor allem darauf zurückführen, dass die Warenkreditversicherer ihre Eigenbehalte, Absicherungsvolumina und Risikoprämien für die weitgehend übliche Absicherung von Lieferantenkrediten gegen Zahlungsausfälle ihrer Gläubiger 2008 deutlich

11 Vgl. beispielsweise: A. Kunkel: Kreditklemme: Gefahr erkannt, Gefahr gebannt?, in: ifo Schnelldienst, 63. Jg. (2010), Nr. 9, S. 32 f.

12 Dieses Ergebnis beruht keineswegs auf der geringen Repräsentation von kleinen und Kleinstunternehmen im Sample, weil auch in diesen beiden Gruppen rund 30% der Firmen keine Bankverbindlichkeiten besitzen.

erhöht haben. Die Verschlechterungen der Konditionen spiegeln zu einem beträchtlichen Teil auch die krisenbedingten Bonitätsherbabstufungen der Produktionsunternehmen wider, die somit nicht nur die Bankfinanzierung und den Kapitalmarktzugang erschweren, sondern auch die intrasektorale Kreditvergabe beeinträchtigen. Der Lenkungsausschuss Unternehmensfinanzierung beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie hat als unmittelbare Reaktion auf die sich abzeichnenden Schwierigkeiten im Herbst 2009 7,5 Mrd. Euro Deckungsvolumen aus dem Wirtschaftsfonds Deutschland (Top-Up-Cover-Programm) zur staatlichen Aufstockung der reduzierten Deckungssummen der Warenkreditversicherer zur Verfügung gestellt.<sup>13</sup>

Die Kapitalstruktur derjenigen Unternehmen, die schwerpunktmäßig ihre Finanzierungsmittel aus dem Konzernverbund erhalten, wurde ebenfalls durch die Finanzkrise in Mitleidenschaft gezogen. Je nachdem, ob die Verflechtungsverbindlichkeiten (und Anleihen) auf die Bilanzsumme oder die Gesamtleistung bezogen werden, hat sich ihr Gewicht 2009 gegenüber 2007 um knapp sechs bzw. um viereinhalb Prozentpunkte reduziert. Bei den Anleihen lassen sich die korrespondierenden Entwicklungen wegen der Informationsdefizite der Einzelabschlüsse mit dem untersuchten Datenmaterial nur unzulänglich darstellen.<sup>14</sup> Aus den Angaben der im DAX und MDAX notierten nicht-finanziellen Konzernunternehmen ist aber zu entnehmen, dass der Bestand an Industriefinanzierungen 2007 um 40 Mrd. Euro rückläufig war. Im Jahr 2008 erreichte er wieder den Stand von 2006 und expandierte 2009 um 25 Mrd. Euro. Trotz dieses vergleichsweise hohen Emissionsvolumens wurden die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen ab Mitte 2007 deutlich schwieriger. Hauptgründe dafür waren die pessimistischen Konjunkturaussichten und die damit verbundenen drastischen Kursverluste an den Aktienmärkten, die zu einer zunehmenden Unsicherheit an den Finanzmärkten und einer ausgeprägten Risikoaversion der Marktteilnehmer führten.

Das geringste Ausmaß an Krisenreagibilität zeigen im Gesamtbild die Kapitalstrukturen der überwiegend bankfinanzierten Unternehmen in Deutschland. Bei dieser

<sup>13</sup> Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie: Ergebnisse der Sitzung des „Lenkungsausschusses Unternehmensfinanzierung“, Pressemitteilung vom 1.9.2009.

<sup>14</sup> Dies folgt aus der Befreiungsmöglichkeit nach § 264 Abs. 3 HGB, wonach die Einzelabschlüsse von Konzerntochterunternehmen (und damit auch von Finanzierungsgesellschaften) unter bestimmten Bedingungen nicht mehr veröffentlicht werden müssen. Daher wird nur noch ein Teil der Industriefinanzierungen in publizierten Einzelabschlüssen erfasst. Eine aussagefähige, auf Jahresabschlüssen basierende Analyse der Aufnahmefähigkeit der Kapitalmärkte im Hinblick auf Anleihen ist somit nur mit ergänzenden Konzernabschlussinformationen möglich.

Gruppe hat sich das Gewicht der Bankverbindlichkeiten an der Bilanzsumme von 2007 bis 2009 insgesamt nur um etwa drei Prozentpunkte reduziert, bezogen auf die Gesamtleistung fiel der Rückgang mit vier Prozentpunkten nicht viel stärker aus. Bei den mischfinanzierten Unternehmen, die ebenfalls in nennenswertem Umfang ihre Finanzierungsmittel von Banken beziehen, war die Rückführung der Bankverbindlichkeiten noch geringer und blieb bei der Betrachtung der Relation zur Gesamtleistung sogar unter einem Prozentpunkt.

### Spezielle Charakteristika des deutschen Finanzsystems

Die offensichtliche Robustheit der deutschen Bankfinanzierung gegenüber den aus der globalen Finanzmarktkrise resultierenden Verwerfungen erscheint vor dem Hintergrund der Szenarien einer bestehenden oder drohenden Kreditklemme zunächst überraschend. Sie lässt sich jedoch durch spezielle Charakteristika des deutschen Finanzsystems erklären. So wird die Unternehmensfinanzierung in Deutschland über Banken noch immer durch das Hausbankprinzip (Relationship Banking) begünstigt. Solche dauerhaften, die Informationsasymmetrie zwischen Kreditgläubiger und -schuldner reduzierenden Beziehungen besitzen gerade in Krisenzeiten Vorteile, weil die betroffenen Unternehmen häufig nicht nur über stabile, sondern aufgrund einer reduzierten externen Finanzierungsprämie unter Umständen auch besonders vorteilhafte Finanzierungsbedingungen verfügen.<sup>15</sup> Hausbanken sind im Rahmen eines intertemporalen Gewinn- und Verlustausgleichs außerdem in der Lage bzw. bereit, die Ertragseinbußen oder sogar Verluste aus der Gewährung günstiger Kreditkonditionen in Krisenjahren durch spätere Gewinne in prosperierenden Phasen wieder auszugleichen, was in zyklischer Betrachtung zu einer Zinsglättung führt.

Weiterhin hat sicherlich auch das große Gewicht der Genossenschaftsbanken und Sparkassen in der Unternehmensfinanzierung als typische Ausprägung des Relationship Banking in Deutschland günstig auf die Stabilität der Bankfinanzierung gewirkt. Beide Bankengruppen hatten keine größeren Engpässe in ihrer Liquiditäts- und Eigenkapitalausstattung, da ihr Geschäftsmodell in erster Linie auf Privatkunden und insbesondere auch auf mittelständische Unternehmen ausgerichtet ist. Damit produziert es in geringerem Maße Wertberichtigungen und Ergebnisschwankungen als bei Kreditinstituten mit einem

<sup>15</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Zur Unternehmensfinanzierung in Deutschland und Frankreich: Eine vergleichende Analyse, Monatsbericht Oktober 1999, S. 36 ff.; und Deutsche Bundesbank: Geldpolitik und Investitionsverhalten – eine empirische Untersuchung, Monatsbericht Juli 2002, S. 53 ff.

Fokus auf das Investmentbanking. Sparkassen und Kreditgenossenschaften waren daher auch keinem größeren Deleveraging-Druck ausgesetzt. Hinzu kommt, dass sie in wesentlich geringerem Ausmaß als andere Banken auf großvolumige Ausleihungen am Interbankenmarkt zurückgreifen mussten, weil sie sich in erster Linie über die Einlagen ihrer Kunden refinanzieren.

Nicht zuletzt stellen auch die deutschen Bürgschaftsbanken eine wichtige Stütze der Finanzierung von kleinen und jungen Unternehmen dar. Sie decken mit einem verbürgten Kreditvolumen von rund 1,5 Mrd. Euro im Jahr 2008 eine wichtige Finanzierungsnische im Bereich der Mittelstandsfinanzierung ab, indem sie durch Übernahme des Ausfallrisikos in Form von Bürgschaften die Bankfinanzierung wirtschaftlich schwacher Unternehmen, die über keine banküblichen Sicherheiten verfügen, ermöglichen. Damit stellen sie deren Zugang zu Bankkrediten, der schon unter günstigen gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen schwierig ist, selbst in Krisenzeiten sicher. Das Finanzierungskonzept der Bürgschaftsbanken wurde von der Bundesregierung auch in die Konjunkturprogramme I und II im Rahmen des Wirtschaftsfonds Deutschland übernommen, der darüber hinaus auch noch die Bereitstellung staatlicher Kredite an kleine und mittelgroße Unternehmen durch die Kreditanstalt für Wiederaufbau vorsieht. Auch diese Maßnahmen dürften zu einer Stabilisierung der Bankfinanzierung speziell im Segment der mittelständischen Unternehmen beigetragen haben, für die im Rahmen der Konjunkturprogramme bis Ende August 2010 Finanzierungsmittel in einer Höhe von 14 Mrd. Euro bereitgestellt wurden.<sup>16</sup>

### Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Die Blasen und Verwerfungen an den internationalen Finanzmärkten haben nach den vorliegenden Untersuchungsergebnissen in den Finanzierungsmustern deutscher Unternehmen wenig Spuren hinterlassen. Für die Existenz einer nicht nur gefühlten, sondern echten Kreditklemme lässt sich keine empirische Evidenz finden.<sup>17</sup> Im Gegensatz dazu wurde sogar deutlich, dass gerade die Bankfinanzierung einen besonders krisenfesten Stützeiler des deutschen Systems der Unternehmensfinanzierung darstellt. Allerdings kann es in Einzelfällen durchaus zu krisenbedingten Finanzierungsbeschränkungen

im Unternehmenssektor gekommen sein, von denen aber keinerlei erkennbare gesamtwirtschaftliche Störungen ausgegangen sind.

Insgesamt gesehen machen die hier vorgelegten Ergebnisse deutlich, dass eine Analyse der Auswirkungen globaler Finanzmarktkrisen auf die Unternehmensfinanzierung nicht ausschließlich auf die Kreditvergabe der Banken fokussieren darf, sondern das gesamte Spektrum der Finanzierungsquellen berücksichtigen muss. Dies gilt umso mehr, als die Bankfinanzierung zwar eine bedeutsame, aber bei weitem nicht die wichtigste Quelle der Finanzierung deutscher Unternehmen darstellt. Ferner bleibt zu konstatieren, dass mit der Erweiterung des Bürgschaftsrahmens, aber vor allem auch mit dem Top-Up-Cover-Programm zur Aufstockung des Versicherungsschutzes bei Warenkreditversicherungen im Rahmen der Konjunkturprogramme sehr zielgerichtet und angemessen auf die sich infolge der Finanzkrise abzeichnenden Friktionen in der Unternehmensfinanzierung reagiert wurde.

Die beobachtete Robustheit der Finanzierungsstrukturen deutscher Unternehmen hat sicherlich eine gute Grundlage dafür gelegt, dass die konjunkturelle Erholung ab Mitte des letzten Jahres wieder so schnell und störungsfrei angesprungen ist. Die Außenfinanzierungsbedingungen der Unternehmen weisen nicht zuletzt wegen der positiven zyklischen Einflüsse auf die Kreditqualität der Bankportfolios deutliche Verbesserungen auf, wie einschlägige Indikatoren signalisieren.<sup>18</sup> Darüber hinaus haben die deutschen Unternehmen nach dem scharfen Gewinneinbruch auch im Hinblick auf den operativen Cashflow und die Liquiditätsausstattung wieder rasch Boden gutmachen können. Das trifft vor allem für die großen, weltweit operierenden Firmen zu, die besonders hart vom Rückgang des Welthandels und den restriktiven internationalen Kapitalmarktbedingungen in Mitleidenschaft gezogen worden waren. Insgesamt dürfte auch bei einer fortgesetzten Erholung der betrieblichen Investitionen trotz verbleibender Restrisiken die Unternehmensfinanzierung keinen gesamtwirtschaftlich relevanten Engpassfaktor darstellen.

16 <http://www.bmwi.de/BMWi/Navigation/Wirtschaft/Konjunktur/Konjunkturpakete-1-und-2/wirtschaftsfonds-deutschland,did=314662.html?view=renderPrint>.

17 Vgl. auch Deutsche Bundesbank: Deutschland in der Finanz- und Wirtschaftskrise – Finanzsystem, Monatsbericht Oktober 2010, S. 42 ff.

18 So zeigt zum Beispiel die jüngste Umfrage des Bank Lending Surveys für Deutschland, dass sich die Kreditstandards im Kreditgeschäft mit den Unternehmen erstmalig seit Ausbruch der Finanzkrise wieder leicht gelockert haben. In der längerfristigen Betrachtung wird insbesondere deutlich, dass sich die Kreditrichtlinien und Kreditbedingungen für Ausleihungen an kleine und mittlere Unternehmen seit dem 4. Quartal 2009 wieder deutlich entspannen.