



Herausgeber  
KfW Bankengruppe  
Palmengartenstraße 5-9  
60325 Frankfurt am Main  
Telefon 069 7431-0  
Telefax 069 7431-2944  
[www.kfw.de](http://www.kfw.de)

Redaktion  
KfW Bankengruppe  
Abteilung Volkswirtschaft  
[research@kfw.de](mailto:research@kfw.de)

Dr. Margarita Tchouvakhina  
Telefon 069 7431-8953

Dr. Volker Zimmermann  
Telefon 069 7431-3725

ISSN 1869-2583

Frankfurt am Main, November 2009

# FINANZMÄRKTE IM WANDEL – DIE BEDEUTUNG VON FINANZIE- RUNGSINSTRUMENTEN IM ZEIT- ABLAUF

Seit über einem Jahrzehnt befinden sich die internationalen Finanzmärkte in einer Phase des Umbruchs. So haben die Entwicklung und Anwendung von Informations- und Kommunikationstechnologien, die Liberalisierung und Deregulierung der Kapitalmärkte, die internationale Harmonisierung der Finanzmarktregulierung sowie ein geändertes Anlegerverhalten das Umfeld der Unternehmensfinanzierung stark verändert.

*Umbrüche auf den Finanzmärkten bringen das Umfeld der Unternehmensfinanzierung in Bewegung*

Bereits vor einigen Jahren wurden die mit dem Umbruch auf den Finanzmärkten zu erwartenden Veränderungen für die Unternehmensfinanzierung diskutiert. Zum einen ließ das risiko- und kostenbewusstere Verhalten der Banken die Schlussfolgerung zu, dass es zu einer *Spreizung der Kreditkonditionen* kommen wird. Zum anderen erweiterte sich infolge des wachsenden Wettbewerbs auf den Finanzmärkten das *Spektrum der alternativen Finanzierungsmöglichkeiten* in Deutschland. So entstand seit Mitte der 1990er-Jahre ein Beteiligungskapitalmarkt für mittelständische Unternehmen. Auch die Märkte für Mezzanine-Kapital, Anleihen, Leasing und Factoring entwickelten sich rasch und dynamisch, sodass eine stärkere Nutzung dieser alternativen Finanzierungsquellen durch Unternehmen zu erwarten war.

Nach über zehn Jahren des Strukturwandels auf den Finanzmärkten und der jüngsten Finanzmarktkrise stellt sich die Frage, wie sich diese Veränderungen auf die Nutzung der traditionellen wie auch der neuen, alternativen Finanzierungsinstrumente in Deutschland ausgewirkt haben. Eine Antwort gibt die KfW-Unternehmensbefragung.

## **Datenquelle – KfW-Unternehmensbefragung**

Vor neun Jahren (2001) startete die KfW Bankengruppe in Zusammenarbeit mit Wirtschaftsverbänden eine jährliche Befragung zur Finanzierungssituation von Unternehmen. Im Rahmen der Erhebung des Jahres 2002 wurde erstmalig die Bedeutung einzelner Finanzierungsinstrumente aus Sicht des befragten Unternehmens auf einer Skala 1 (= sehr wichtig) bis 6 (= unwichtig) erfragt.

# FINANZMARKTWANDEL

## - Bedeutung von Finanzierungsinstrumenten

---

Für die Untersuchung werden die Werte 1 und 2 in einer Kategorie „wichtig“ zusammengefasst. Im nächsten Schritt wird über eine Regressionsanalyse die Wahrscheinlichkeit ermittelt, mit welcher das jeweilige Instrument aus Sicht der Unternehmen als „wichtig“ eingestuft wird.<sup>1</sup> In den Jahren 2003, 2005, 2006 und 2009 wurde diese Fragestellung in die Umfrage erneut aufgenommen.<sup>2</sup> Auf der Basis der fünf vorliegenden Befragungswellen lässt sich eine Entwicklung der relativen Bedeutung der einzelnen Finanzierungsinstrumente aus der Sicht der Unternehmen analysieren.

### **Innenfinanzierung ist nach wie vor Finanzierungsquelle Nr. 1**

*Innenfinanzierung ist nach wie vor das wichtigste Finanzierungsinstrument.*

Wie Grafik 1 zeigt, bleibt über den gesamten Zeitablauf die Innenfinanzierung die bedeutendste Finanzierungsquelle für Unternehmen. Zwar zeigen sich Schwankungen in der Beurteilung ihrer Bedeutung im Beobachtungszeitraum, dennoch spielt die Innenfinanzierung – mit einer Wahrscheinlichkeit von 86 %, dass ihr eine wichtige Rolle beigemessen wird – heute sogar eine größere Rolle als in der Erhebung vor acht Jahren. Diese zunehmende Bedeutung dürfte auf die ab 2006 mit der einsetzenden konjunkturellen Belebung gestärkte Selbstfinanzierungskraft sowie – am aktuellen Rand – auch auf die zunehmenden Schwierigkeiten beim Kreditzugang im Zuge der Konjunktur- und Finanzkrise zurückzuführen sein.

Die Bundesbankstatistik bestätigt diese Entwicklung: Von 2001 bis 2008 ist die Innenfinanzierung der deutschen Unternehmen um fast 70 % (2001: 186 Mrd. EUR; 2008: 268 Mrd. EUR) gewachsen. Entsprechend stieg die Innenfinanzierungsquote von 51 % auf

---

<sup>1</sup> Bei Vergleichen zwischen verschiedenen Erhebungen der KfW-Unternehmensbefragung ist zu beachten, dass sich die Zusammensetzung der Unternehmen unterscheiden kann. Um tatsächliche Veränderungen im Antwortverhalten von Veränderungen, die auf der Stichprobenszusammensetzung basieren, zu trennen, wird die unterschiedliche Stichprobenszusammensetzung in den einzelnen Befragungswellen mithilfe einer multivariaten Regression bereinigt. Die Grafik 1 gibt Modellrechnungen, basierend auf den Regressionsergebnissen, wieder. Für ein typisches Unternehmen ist darin die Entwicklung der Wahrscheinlichkeit, das betreffende Finanzierungsinstrument als wichtig zu erachten, dargestellt. Dieses typische Unternehmen zählt zum Verarbeitenden Gewerbe, hat die Rechtsform eines Einzelunternehmens und weist einen Jahresumsatz zwischen 10 und 25 Mio. EUR auf. Es ist 10 bis 15 Jahre alt, in den alten Bundesländern angesiedelt und unterhält seine Hauptbankverbindung bei einer Genossenschaftsbank.

<sup>2</sup> Die Befragungen der Jahre 2002 und 2003 fanden im Herbst des jeweiligen Jahres statt. Ab 2005 wurde in den ersten drei Monaten des jeweiligen Jahres befragt.

# FINANZMARKTWANDEL

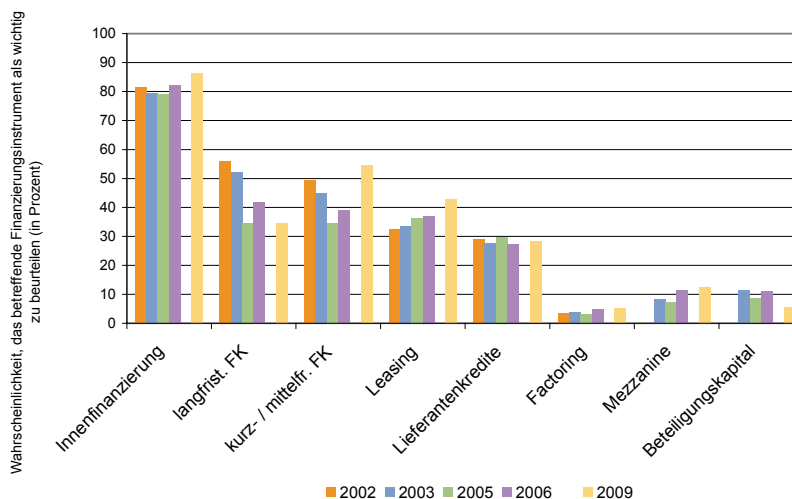
## - Bedeutung von Finanzierungsinstrumenten

67 % (in Prozent zur gesamten Vermögensbildung der Unternehmen).<sup>3</sup>

### Der klassische Bankkredit unverändert auf dem 2. Platz

Trotz oder sogar wegen dieser Entwicklung bleibt der klassische Bankkredit nach wie vor die zweitwichtigste Finanzierungsquelle für Unternehmen. Allerdings zeigen sich deutlich unterschiedliche Entwicklungen hinsichtlich langfristiger Bankkredite (Laufzeit: fünf Jahre und länger) im Vergleich zu kurz- und mittelfristigen Krediten. Die relative Bedeutung langfristiger Kredite nahm aus Sicht der Unternehmen im Beobachtungszeitraum insgesamt ab, während die Kurve der „Wichtigkeit“ von kurz- und mittelfristigen Krediten u-förmig verlief.

*Bankkredite bleiben die wichtigste externe Finanzierungsquelle, die Bedeutung von Langfristkrediten nimmt jedoch ab*



Anmerkung: Modellrechnung für ein „typisches“ Unternehmen, basierend auf Regressions-ergebnissen. Ein Finanzierungsinstrument wird in dieser Untersuchung dann als wichtig klassifiziert, wenn ein Unternehmen die Kategorien 1 oder 2 angegeben hat.

Quelle: KfW-Unternehmensbefragung, verschiedene Jahrgänge.

### Grafik 1: Entwicklung der Bedeutung von Finanzierungsquellen

Grafik 2 zeigt, dass die Neukreditzusagen konjunkturellen Schwankungen unterliegen. Dabei geht die Bedeutung von Krediten mit langen Laufzeiten in rezessiven Phasen besonders stark zurück, wie aus Grafik 1 für den Zeitraum bis 2005 und dann für

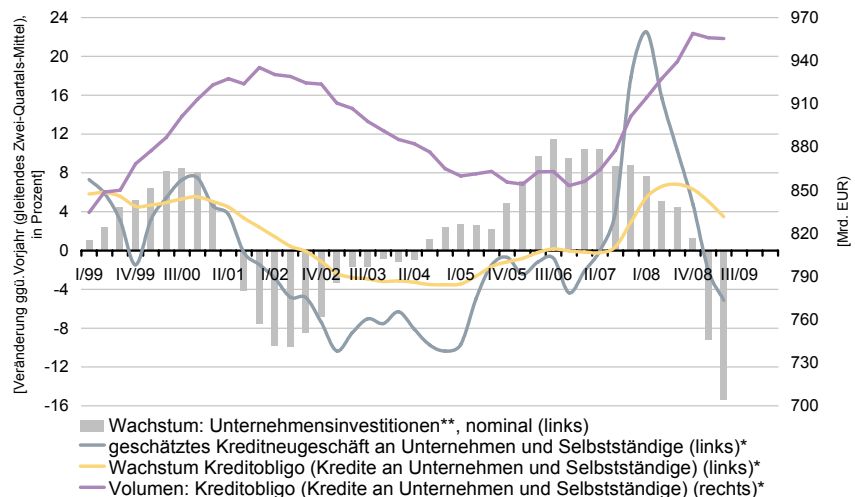
<sup>3</sup> Vgl. die Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1991 bis 2008. Statistische Sonderveröffentlichung 4, Deutsche Bundesbank, Juni 2009.

# FINANZMARKTWANDEL

## - Bedeutung von Finanzierungsinstrumenten

*In Abschwungphasen steigt die Nachfrage nach kurzfristigen Krediten zur Liquiditätssicherung*

das Jahr 2009 hervorgeht. Hierfür dürfte eine Rolle spielen, dass in Abschwungphasen Unternehmen Investitionen häufig zurückstellen und die – eher kurzfristige – Liquiditätssicherung in den Vordergrund der Unternehmensfinanzierung rückt. Daher steigt in diesen Phasen die Nachfrage nach kurzfristigen Mitteln. Außerdem kann die Refinanzierung über kurzfristige Mittel in Phasen langanhaltender Niedrigzinsphasen für viele Unternehmen günstiger sein. In der aktuellen Befragung beläuft sich die Wahrscheinlichkeit, dass kurz- und mittelfristigen Bankkrediten eine wichtige Bedeutung für die Unternehmensfinanzierung beigemessen wird, auf rund 55 % – sodass diesen Krediten die zweitwichtigste Position unter den Finanzierungsinstrumenten zukommt.



Anmerkung: \* ohne gewerbliche Wohnungsbaukredite und kurzfristige Kredite an Finanzierungsinstitutionen (ohne MFIs) und Versicherungsgewerbe

\*\* nicht-öffentliche Investitionen in Ausrüstungen, Wirtschaftsbauten und sonstige Anlagen

Quelle: KfW-Kreditmarktausblick

### Grafik 2: Kreditobligo und geschätztes Kreditneugeschäft

### Leasingfinanzierung – ein (Teil-)Substitut des Langfristkredites?

*Die Bedeutung von Leasing – vor allem von mobilen Investitionsgütern – nimmt zu*

Die trendmäßig abnehmende Bedeutung von langfristigen Krediten kann auch auf die Substitutionseffekte durch alternative Finanzierungsquellen, die investitionskreditähnliche Charakteristika (Leasing) aufweisen, zurückgeführt werden. So hat Leasing als Finanzierungsinstrument kontinuierlich an Gewicht gewonnen: Die Wahrscheinlichkeit, dass Unternehmen Leasing als ein wichtiges Finanzierungsinstrument bewerten, nahm von rund einem Drittel im Jahr 2002 auf knapp 43 % in der aktuellen Befragung

# FINANZMARKTWANDEL

## - Bedeutung von Finanzierungsinstrumenten

---

(Befragungszeitraum: 1. Quartal 2009) zu. Damit stellt Leasing aktuell das dritt wichtigste Finanzierungsinstrument dar. In Deutschland wurden 2008 Investitionen in Höhe von über 57 Mrd. EUR über Leasing realisiert, davon waren knapp 51 Mrd. EUR an mobile Investitionsgüter gebunden. 2001 beliefen sich durch Leasing finanzierte Investitionen noch auf 47 Mrd. EUR (davon mobiles Leasing: knapp 39 Mrd. EUR).<sup>4</sup>

### **„Jüngere“ Finanzierungsinstrumente noch relativ unbedeutend**

Mezzanine-Kapital, Factoring und Beteiligungskapital zählen ebenso zu den alternativen Finanzierungsinstrumenten. Mezzanine-Kapital wie stille Beteiligungen, Nachrangdarlehen und Genussrechtskapital hat mit einer Zunahme der Wahrscheinlichkeit, als wichtig erachtet zu werden, um knapp die Hälfte den stärksten Bedeutungszuwachs erlebt.<sup>5</sup> Vor allem verbriefbare (standardisierte) Genussrechte haben in den Jahren 2004 bis 2006 zu einem rasanten Wachstum des Mezzanineangebotes und somit zur Bekanntheit dieses Finanzierungsinstrumentes beigetragen. Allerdings ist die Bedeutung von Mezzanine-Kapital, als wichtiges Finanzierungsinstrument angesehen zu werden, mit einer Wahrscheinlichkeit von 12,5 % relativ gering. Es rangiert lediglich auf Position sechs, und zwar mit deutlichem Abstand hinter Lieferantenkrediten (28 %). Der aktuelle Zusammenbruch des Mezzanine-marktes auf der Angebotsseite – seit 2008 wurden keine verbriefbaren Genussrechte herausgegeben – wird eine stärkere Verbreitung dieses Instrumentes abbremsen.

*Mezzanine-Kapital erlebte in den Jahren 2004 bis 2006 einen starken Aufwind*

Auch die Rolle von Factoring hat in den zurückliegenden Jahren – ausgehend von einem niedrigen Niveau – stark zugenommen (+41 %). Eine Wahrscheinlichkeit von lediglich 5,2 %, dass Factoring von einem Unternehmen als wichtig angesehen wird, bedeutet jedoch, dass dieses Instrument unverändert die letzte Position unter den hier betrachteten Finanzierungsinstrumenten einnimmt. Allerdings zeigen die aktuellsten Entwicklungen auf dem Factoringmarkt, dass dieses Instrument, durch die Krise bedingt, starke Kundenzuwächse verzeichnet: Die Anzahl der Factoringkunden

---

<sup>4</sup> Bundesverband deutscher Leasing-Unternehmen

<sup>5</sup> Die Bedeutung von Mezzanine-Kapital wurde im Jahr 2003 erstmalig erhoben.

# FINANZMARKTWANDEL

## - Bedeutung von Finanzierungsinstrumenten

---

stieg laut Deutschem Factoring-Verband im ersten Halbjahr 2009 um 47 %. Unternehmen nutzen ihre Forderungen zur Liquiditätssicherung und -stärkung. Gerade in Krisenzeiten erweist sich Factoring als ein interessantes Instrument, um Forderungsausfälle zu reduzieren und Zahlungsziele von Kunden zu minimieren.

*Beteiligungskapital verliert in der aktuellen Krise an Bedeutung*

Aus Sicht der Unternehmen spielte Beteiligungskapital hinsichtlich der Unternehmensfinanzierung bereits in den Befragungsjahren 2003 bis 2006 eine relativ geringe Rolle. Am aktuellen Rand hat sich die Wahrscheinlichkeit, dass Unternehmen dieses Finanzierungsinstrument als wichtig beurteilen, sogar halbiert. Darin spiegelt sich der – seit der Verschärfung der Finanzkrise erfolgte – Investitionseinbruch der Beteiligungskapitalgesellschaften wider. Das Investitionsvolumen ist im ersten und zweiten Quartal 2009 gegenüber dem Quartalsdurchschnitt 2008 um ca. 80 % auf rund 300 Mio. EUR eingebrochen.

Ein Grund für die strukturell relativ geringe Bedeutung des Beteiligungskapitalmarkts bei der Unternehmensfinanzierung in Deutschland ist die – trotz einschlägiger Verschiebungen in den vergangenen Jahren – traditionelle Ausrichtung der langfristigen Finanzierung in Deutschland auf Hausbankkredite. Hinzu kommt, dass man in vielen familiengeführten Mittelstandsbetrieben der mit der Beteiligungsfinanzierung verbundenen Einflussnahme zusätzlicher Gesellschafter nach wie vor skeptisch gegenübersteht. Abgesehen von der allgemeinen Unsicherheit ist eine wesentliche Ursache für den im Zug der Finanzkrise festzustellenden Investitionseinbruch, dass viele Beteiligungsgesellschaften ihre Ressourcen derzeit darauf konzentrieren müssen, ihre Portfoliounternehmen mit möglichst geringen Verlusten durch die Krise zu steuern. Von daher sind sie sehr zurückhaltend beim Eingehen neuer (und höherer) Risiken.

### **Fazit**

Der vergleichsweise kurze Beobachtungszeitraum lässt noch kein abschließendes Urteil über die Auswirkungen der veränderten Rahmenbedingungen auf den Finanzmärkten auf die Unternehmensfinanzierung zu. Gleichwohl lässt sich bereits heute Folgendes feststellen:

# FINANZMARKTWANDEL

## - Bedeutung von Finanzierungsinstrumenten

---

Die Innenfinanzierung und der klassische Bankkredit bleiben nach wie vor die wichtigsten Finanzierungsinstrumente für Unternehmen. Allerdings nahm die relative Bedeutung langfristiger Kredite aus Sicht der Unternehmen im Beobachtungszeitraum durchgehend ab, während die Bedeutung kurz- und mittelfristiger Kredite nach einer zunächst rückläufigen Entwicklung ab Mitte des Jahrzehnts wieder deutlich zunahm.

*Ein abschließendes Urteil zu den Auswirkungen der Umbrüche auf den Finanzmärkten auf die Unternehmensfinanzierung ist derzeit noch nicht möglich*

Darüber hinaus zeigt sich, dass die Nutzung der traditionellen Finanzierungsquellen – wie etwa Innenfinanzierung oder Bankkredite – in den vergangenen Jahren deutlich von der konjunkturellen Situation beeinflusst wurde. Beide Befunde sprechen für eine hohe Kontinuität in der Struktur der Unternehmensfinanzierung in Deutschland. Gleichzeitig kann für das laufende knappe Jahrzehnt ein Bedeutungszuwachs von Leasing und Mezzaninefinanzierung beobachtet werden, wenn auch aufgrund der Finanzkrise der Markt für das Mezzanine-Kapital sehr stark gelitten hat.

Bei der Entwicklung des Beteiligungskapitalmarkts in Deutschland konnten hingegen keine Fortschritte erzielt werden. Gerade Beteiligungskapital kommt jedoch für die Finanzierung junger und innovativer Unternehmen – da andere Finanzierungsinstrumente hier häufig nicht zur Verfügung stehen – eine zentrale Rolle zu. Die aktuelle Finanz- und Konjunkturkrise darf den Blick nicht dafür versperren, dass die Entwicklung von neuen Technologien und zukunftsweisenden Innovationen von besonderer Relevanz ist. Denn insbesondere Unternehmen mit innovativen Produkten und hoher internationaler Wettbewerbsfähigkeit werden vom Wiedererstarken der Konjunktur profitieren können.