

Birgit Wolf/Mark Hill/Michael Pfaue

Strukturierte Finanzierungen

Grundlagen des Corporate Finance,
Technik der Projekt- und Buy-out-
Finanzierung, Asset-Backed-Strukturen

2. Auflage



eBook
SCHÄFFER
POESCHEL

Ergänzende Unterlagen zum Buch bieten wir Ihnen unter www.schaeffer-poeschel.de/webcode zum Download an.

Ihr persönlicher Webcode:

3048-6xcfx

Birgit Wolf / Mark Hill / Michael Pfaue

Strukturierte Finanzierungen

Grundlagen des Corporate Finance,
Technik der Projekt- und Buy-out-Finanzierung,
Asset-Backed-Strukturen

2., überarbeitete und erweiterte Auflage

2011

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Autoren

Prof. Dr. Birgit Wolf lehrt seit eineinhalb Jahrzehnten Finanzwirtschaft und Bankbetriebslehre, zunächst an der Frankfurt School of Finance und seit 2002 am Fachbereich Wirtschaft der Technischen Hochschule Mittelhessen, Campus Gießen.

Kapitel 1–4

Mark Hill verantwortet bei KPMG in Frankfurt den Bereich Finanzierungsberatung innerhalb der Service Line Transactions & Restructuring.

Kapitel 5

Michael Pfaue ist seit mehr als einem Jahrzehnt in verschiedenen Vertriebsbereichen tätig. Aktuell arbeitet er im strategischen Portfoliomanagement bei der Deutschen Pfandbriefbank AG in München.

Kapitel 6

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

E-Book ISBN 978-3-7992-6219-4

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

© 2013 Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH
www.schaeffer-poeschel.de
info@schaeffer-poeschel.de

Einbandgestaltung: Melanie Frasch (Bild: Shutterstock.com)
Satz: Johanna Boy, Brennborg

September 2013

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart
Ein Tochterunternehmen der Verlagsgruppe Handelsblatt

Vorwort zur zweiten Auflage

Fast zehn Jahre sind zwischen der ersten Idee für das Buch und der nunmehr vorliegenden zweiten Auflage vergangen. Während Leveraged-Buy-outs und Asset-Securitization zu Beginn des Jahrzehnts in Deutschland noch in den »Kinderschuhen steckten« und in der Öffentlichkeit weitgehend unbekannt waren, hat sich das Blatt zwischenzeitlich dramatisch gewendet: Waren es bis 2007 die fremdfinanzierten Unternehmensübernahmen durch Private-Equity-Gesellschaften – in den Medien auch polemisch als »Heuschrecken« bezeichnet – so hält seitdem die Finanz- und Wirtschaftskrise, ausgelöst durch die massenweise Verbriefung minderwertiger US-Immobilienkredite, die (Finanz-) Welt in Atem. Im Zuge und infolge der Krise sowie der daran anschließenden bankenaufsichtsrechtlichen Konsequenzen, die unter dem Stichwort Basel III bekannt sind, steht das klassische deutsche Bankgeschäft ähnlich wie zu Beginn des Jahrzehnts vor einem massiven strukturellen Wandel. Damit einher geht erneut die Diskussion um den Kreditzugang für mittelständische Unternehmen, und das Thema alternativer Finanzierungsmöglichkeiten rückt wieder in den Vordergrund der betriebswirtschaftlichen und öffentlichen Diskussion.

Strukturierte Finanzierungen nehmen dabei – wie auch im Zuge der Diskussion um Basel II in der ersten Hälfte des letzten Jahrzehnts – eine prominente Stellung ein. Dies aber heute in zweierlei Hinsicht: zum einen als intelligente Problemlösungen zur Eröffnung neuer Finanzierungsquellen und Steigerung des Unternehmenswerts, zum anderen aber auch als Auslöser und Beschleuniger der Finanzkrise. In der vorliegenden Neuauflage wird beiden Aspekten Rechnung getragen. Neben Überlegungen zu Ursachen und Verlauf der Finanzkrise werden insbesondere die resultierenden Auswirkungen auf die drei Finanzierungstechniken herausgearbeitet, um so Gestaltungsempfehlungen für einen erfolgreichen Einsatz dieser Instrumente in der Zukunft, in einem veränderten Umfeld, zu entwickeln.

Alle Kapitel wurden vor diesem Hintergrund komplett überarbeitet und an die aktuellen Entwicklungen angepasst. Eingeflossen sind dabei auch die zahlreichen Anregungen von Studierenden, die sich im Rahmen unserer Lehrveranstaltungen mit der Technik strukturierter Finanzierungen auseinandergesetzt haben. Dass unser Buch auch in der Praxis auf gute Resonanz gestoßen ist, zeigen die vielfältigen Kommentare von Praktikern. Für die Unterstützung bedanken wir uns ganz herzlich!

Wir haben versucht, die Neuauflage durch aktuelle Beispiele und Fallstudien noch leserfreundlicher und interessanter zu gestalten. Durch die Formulierung von Lernzielen, Schlüsselbegriffen und Wiederholungsfragen samt Lösungshinweisen eignet sich das Buch auch für Selbstlernphasen im fortgeschrittenen Bachelor- und im Master-Studium. Um den Einsatz des Lehrbuchs unter didaktischen Aspekten zu optimieren, werden weitere Materialien für Studierende und Dozenten im Internet zur Verfügung gestellt.

Für das gute Gelingen unerlässlich ist die Unterstützung durch ein professionelles Lektorenteam und hier gilt unser besonderer Dank Frau Fleischer und Herrn

Katzenmayer vom Schäffer-Poeschel Verlag, die uns, wie auch bei der ersten Auflage, mit Rat und Tat jederzeit zur Seite standen.

Widmen wollen wir dieses Buch unseren Familien und ihnen damit danken, denn ohne deren Toleranz, Geduld und Zuspruch wäre auch die zweite Auflage nicht erschienen!

Im Juni 2011

Birgit Wolf
Mark Hill
Michael Pfaue

Vorwort zur ersten Auflage

Jahrzehntlang konzentrierte sich die Finanzierungspraxis deutscher Unternehmen auf den klassischen Bankkredit. Die rasante Entwicklung der Finanzmärkte und der Kapitalmarkttheorie einerseits, aber auch die unter dem Stichwort Basel II bekannten bankenaufsichtsrechtlichen Veränderungen andererseits erfordern das Entwickeln und Begehen neuer Wege zur Erschließung neuer Finanzierungsquellen. Dabei muss das Unternehmensinteresse im Mittelpunkt stehen, da intelligente Finanzierungslösungen die Kapitalkosten senken und den Marktwert des Unternehmens steigern. Aktuelle Umfragen bestätigen die Brisanz dieses Themas: Die Entscheider in deutschen mittelständischen Unternehmen überdenken angesichts im internationalen Vergleich sehr niedriger Eigenkapitalquoten ihre Finanzierungsstrukturen und suchen nach Wegen zur Diversifizierung ihrer Finanzierungsquellen, zur Sicherung der langfristigen Verfügbarkeit der Finanzierung und der Liquidität.

Basierend auf einem Überblick über die Finanzierungsquellen und -strukturen in Deutschland werden in diesem Lehrbuch zunächst die Grundlagen der Finanzierungstheorie sowie des Risikomanagements gelegt. In den folgenden drei Kapiteln erfolgt darauf aufbauend die Darstellung und Analyse von drei Arten strukturierter Finanzierungen, die nach Ansicht der Autoren auch erhebliche Bedeutung für mittelständische Unternehmen in Deutschland bekommen werden: Projekt-, Buy-out- und Asset-Backed-Finanzierungen. Neben einem Überblick über die jeweilige Finanzierungstechnik, deren Einsatzmöglichkeiten und betriebswirtschaftlicher Beurteilung wird die Gestaltung der Finanzierungsstruktur sowie insbesondere die Risikoverteilung in den Mittelpunkt der Betrachtung gestellt. Viele praktische Beispiele und umfangreiche Fallstudien veranschaulichen die Ausführungen.

Das Lehrbuch richtet sich insbesondere an Studierende der Wirtschaftswissenschaften mit Schwerpunkt Finanzierung bzw. Bankbetriebslehre sowie an Dozenten aus diesen Fachgebieten. Aber auch für interessierte Finanzierungspraktiker aus Unternehmen, Banken und Finanzdienstleistern bietet das Buch einen interessanten und fundierten Einstieg in die Welt der strukturierten Finanzierungen.

Wie es guter Brauch ist, möchten wir es nicht versäumen, uns an dieser Stelle bei allen, die uns beim Entstehen des Buches unterstützt haben, zu bedanken: bei den Studierenden der Hochschule für Bankwirtschaft, Frankfurt, und der Fachhochschule Gießen für die vielen Anregungen im Rahmen der Veranstaltung Firmenkundengeschäft bzw. Corporate Banking, bei der Leitung der Hochschule für Bankwirtschaft für die Unterstützung im Rahmen meines Forschungssemesters, bei Frau Nguyen und Herrn Hieke für die tatkräftige Mithilfe bei der Erstellung der Abbildungen, bei Herrn Herrmann für die wertvollen Informationen über das Projekt »Warnow-Querung« in Rostock, bei Frau Brauer, Herrn Dr. Kehl und Herrn Ditt für die fachliche Unterstützung bei der Bearbeitung von Kapitel 5, bei Herrn Dr. Eichholz für die Unterstützung bei der Erstellung des Praxisfalls »Max AG«, bei Frau Blum für die leidvollen Stunden, die sie aufbrachte, um einige Rohentwürfe

in eine leserliche Form zu versetzen und bei Herrn Meckenstock und Herrn Dieckerhoff für die hilfreichen Anmerkungen zur Gliederung des Kapitels 5.

Besonderer Dank gebührt dem Lektorenteam des Schäffer-Poeschel Verlags, Herrn Katzenmayer und Frau Fleischer, die uns immer mit Rat und Tat zur Seite gestanden haben.

Allerdings wäre dieses Lehrbuch nie entstanden ohne die Geduld und Unterstützung unserer Familien, die auf viele gemeinsame Stunden mit uns verzichten mussten. Ihnen möchten wir dieses Lehrbuch widmen und uns auf diese Weise bei ihnen bedanken.

Gießen im Juli 2003

Birgit Wolf
Mark Hill
Michael Pfaue

Verzeichnis der ergänzenden Unterlagen zum Download

Für dieses Lehrbuch bieten wir ergänzende Unterlagen zum Download an. Den zum Abruf der Daten notwendigen Webcode finden Sie auf der ersten Seite des Buches. Mit diesem Webcode können Sie sich in Kombination mit Ihrer E-Mail-Adresse einloggen und die Daten abrufen.

Folgende Inhalte stehen zur Verfügung:

Lösungshinweise zu den Wiederholungsfragen in den einzelnen Kapiteln

Nach Durcharbeiten der jeweiligen Kapitel sollten Sie anhand der in den Lösungshinweisen angegebenen Seiten im Buch nachvollziehen können, ob Sie die Fragen richtig beantwortet und somit die wesentlichen Zusammenhänge verstanden haben.

Excel-Modell zu den Übungsaufgaben »Errichtung eines Heizkraftwerks« in Kapitel 4.2

Mit diesem Modell können Sie die Lösungen der Übungsaufgaben nachvollziehen und einfache Projekte anhand der typischen in der Projektfinanzierung verwandten Risikokennzahlen analysieren sowie Szenarioanalysen durchführen. Sie sollten vorher Kapitel 4.2 und 4.3 durchgearbeitet haben.

Excel-Modell zur Renditeberechnung eines Finanzinvestors in Kapitel 5.5.4

In Kapitel 5.5.4 werden anhand von Beispielkalkulationen die grundsätzlichen Werttreiber dargestellt, mit deren Hilfe ein Finanzinvestor seine geforderte Rendite erzielen kann. Die den Beispielen zugrunde liegenden Berechnungen finden Sie in diesem Modell und können sie so nachvollziehen.

Excel-Modell zur Fallstudie »Max & Moritz« in Kapitel 5.6

Dieses Modell ermöglicht es Ihnen, die Fallstudie nachzuvollziehen und selbst ein »Financial Engineering« durch Änderungen der Darlehenstranchen und Tilgungsprofile durchzuführen. Darüber hinaus können Sie die Unternehmensbewertung sowie die operative Ausgangssituation gestalten und variieren.

Dozenten finden PDF-Dateien der Abbildungen dieses Buches unter:
www.sp-dozenten.de/3048 (Registrierung erforderlich)

Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur zweiten Auflage	V	
Vorwort zur ersten Auflage	VII	
Verzeichnis der ergänzenden Unterlagen zum Download	IX	
<hr/>		
1	Charakteristika und praktische Relevanz strukturierter Finanzierungen	1
1.1	Aufbau des Lehrbuchs	2
1.2	Grundlagen der Finanzierung	3
1.3	Finanzierungsquellen und Finanzierungsstrukturen in Deutschland	6
1.4	Veränderte Rahmenbedingungen für Unternehmensfinanzierungen	12
1.4.1	Perspektive der Banken	13
1.4.2	Unternehmensperspektive	16
1.4.3	Perspektive verschiedener Investorengruppen	18
1.5	Gemeinsame Charakteristika strukturierter Finanzierungen	21
1.5.1	Cashflow-Orientierung	22
1.5.2	Das Prinzip der Risikoteilung	23
1.5.3	Off-Balance-Sheet-Finanzierung	25
	Wiederholungsfragen	27
	Literaturhinweise	27
<hr/>		
2	Die »optimale Kapitalstruktur« als theoretische Ausgangsbasis	29
2.1	Der neoklassische Ansatz: das Modigliani-Miller-Theorem	29
2.1.1	Die Annahmen des Theorems	30
2.1.2	Der Modellrahmen	31
2.1.3	Die Thesen zur Irrelevanz der Kapitalstruktur	33
2.2	Ansatzpunkte für eine optimale Kapitalstruktur	37
2.2.1	Die Berücksichtigung von Steuern	37
2.2.2	Der Einfluss der erwarteten Insolvenzkosten	39
2.2.3	Informationsasymmetrien	41
2.3	Agency-theoretische Ansätze zur Erklärung der Finanzierungsstruktur	42
2.3.1	Grundlagen der Agency-Theorie	42
2.3.2	Informationsasymmetrien vor Vertragsabschluss: Screening, Self-Selection und Signalling	45
2.3.3	Informationsasymmetrien nach Vertragsabschluss: Agency-Kosten des Eigen- und Fremdkapitals und optimale Kapitalstruktur	48
2.3.4	Implikationen der Principal-Agent-Konflikte für strukturierte Finanzierungen	53

Wiederholungsfragen	56
Literaturhinweise	57
<hr/>	
3	Die Integration des Faktors »Risiko«
3.1	Was bedeutet Risiko?
3.2	Grundlagen des Risikomanagements
3.3	Phasen des Risikomanagementprozesses
3.4	Risikoanalyse
3.4.1	Risikoidentifikation und -klassifikation
3.4.2	Risikoquantifizierung und -bewertung
3.4.3	Systematik der Instrumente der Risikosteuerung
3.4.4	Risikokontrolle
Wiederholungsfragen	76
Literaturhinweise	76
<hr/>	
4	Projektfinanzierung – die klassische Variante der Cashflow-Finanzierung
4.1	Grundlagen der Projektfinanzierung
4.1.1	Begriffsabgrenzung und Anwendungsfelder
4.1.2	Was ist typisch für eine Projektfinanzierung?
4.1.3	Die Beteiligten an einer Projektfinanzierung
4.1.4	Ablauf einer Projektfinanzierung
4.2	Das Prinzip der Risikoteilung als Kernstück einer erfolgreichen Projektfinanzierung
4.2.1	Überblick über die spezifischen Projektrisiken
4.2.2	Cashflow-Modell und Kennzahlenanalyse
4.2.2.1	Aufbau des Cashflow-Modells
4.2.2.2	Statische Kennzahlenanalyse
4.2.2.3	Dynamische Analyse
4.2.2.4	Neuere Entwicklungen in der Risikoquantifizierung
4.2.3	Die Verteilung der Risiken entsprechend der Risiko- tragfähigkeit
4.2.3.1	Überblick über die Risikoverteilungsinstrumente
4.2.3.2	Für Projektfinanzierungen typische Vertragsvarianten
4.2.3.3	Die Bedeutung von Covenants
4.2.3.4	Gestaltung der Finanzierungsstruktur: Eigenkapitalquote und Sponsors' Support
4.3	Die finanziellen Bausteine einer Projektfinanzierung
4.3.1	Mittelbereitstellung durch private Geschäftsbanken
4.3.2	Mittel von nationalen und multinationalen Förderinstitutionen
4.3.3	Innovative Elemente: Finanzierung über den Kapitalmarkt
4.3.3.1	Projektfinanzierungsanleihen
4.3.3.2	Projektfonds
4.3.4	Absicherung von Zins- und Währungsrisiken

4.4	Beurteilung der Finanzierungstechnik	139
4.4.1	Beurteilung aus Sponsorsicht	139
4.4.2	Beurteilung aus Bankensicht	141
4.5	Fallstudie: Warnow-Querung, Rostock	144
4.5.1	Ausgangssituation	144
4.5.2	Projektbeschreibung	145
4.5.3	Projektrisiken	146
4.5.4	Finanzierungsstruktur	150
4.5.5	Entwicklung des Projekts	152
4.5.6	Beurteilung	153
	Wiederholungsfragen	154
	Lösung zur Übungsaufgabe S. 112	155
	Literaturhinweise	155
<hr/>		
5	Buy-out-Finanzierungen	157
5.1	Grundlagen der Buy-out-Finanzierung	157
5.1.1	Begriffsabgrenzung und Anwendungsfelder	158
5.1.2	Typische Merkmale eines Buy-outs und Abgrenzung zur Projektfinanzierung	160
5.1.3	Beteiligte Gruppen und deren Motive	163
5.2	Rolle von Finanzinvestoren im Buy-out	166
5.3	Entwicklung von Buy-out-Finanzierungen in Deutschland	170
5.4	Risikomanagement im Rahmen von Buy-out-Transaktionen	172
5.4.1	Strukturierungsrisiken	172
5.4.2	Rechtsrisiken	173
5.4.3	Finanzierungs- und Refinanzierungsrisiken	174
5.5	Struktur und wesentliche Elemente eines Buy-outs und dessen Finanzierung	175
5.5.1	Ablauf einer Transaktion	175
5.5.2	Bewertungsmethoden im Rahmen eines Buy-outs	179
5.5.2.1	Die Marktkapitalisierung	180
5.5.2.2	Der Gesamtwert der Gesellschaft	181
5.5.2.3	Multiplikator-Verfahren	181
5.5.2.4	Discounted-Cashflow-Verfahren	182
5.5.3	Die Wahl des geeigneten Transaktionsmodells: Asset-Deal vs. Share-Deal	183
5.5.4	Renditeberechnungen des Investors und die Nutzung des Leverage-Effekts	184
5.5.5	Elemente der Finanzierungsstruktur	188
5.5.5.1	Die Wahl der Finanzierungsinstrumente	188
5.5.5.2	Eigen- und Fremdkapital	188
5.5.5.3	Mezzanine-Finanzierungsinstrumente	193
5.5.5.3.1	Privat platzierte Mezzanine-Instrumente	193
5.5.5.3.2	Kapitalmarktfähige Mezzanine-Instrumente	194
5.5.5.4	Grenzen der Nutzung der jeweiligen Finanzierungselemente	195

5.6	Fallstudie: Max & Moritz	197
5.6.1	Ausgangslage	197
5.6.2	Die Bewertung des Spezialchemie-Bereichs	198
5.6.2.1	Bewertung durch DCF-Verfahren	198
5.6.2.2	Multiple-Bewertung	200
5.6.3	Der Buy-out	202
5.6.3.1	Das Projekt: Verkauf des Spezialchemie-Bereichs	202
5.6.3.2	Die Auswahl des Investors	202
5.6.4	Die Struktur der Transaktion	203
5.6.4.1	Die Gründung der Einzweckgesellschaft: die Moritz GmbH	203
5.6.4.2	Die Ausstattung der Moritz mit Kapital	204
5.6.4.3	Wahl der Konzernstruktur	208
	Wiederholungsfragen	209
	Literaturhinweise	210
<hr/>		
6	Verbriefung von Forderungsportfolien – Asset-Backed-Securities	211
6.1	Grundlagen von Asset-Backed-Securities-Finanzierungen	211
6.1.1	Definitionen und typische Merkmale einer ABS-Finanzierung ...	212
6.1.2	Beteiligte an einer klassischen ABCP-Transaktion	216
6.1.3	Strukturelle Merkmale einer ABS-Transaktion	223
6.2	Der Verbriefungsmarkt in Europa und Deutschland	228
6.3	Typische Risiken einer ABCP-Finanzierung	231
6.4	Credit-Enhancement	234
6.4.1	Einordnung des Credit-Enhancement im Rahmen der Transaktion	234
6.4.2	Sicherheiten vom Forderungsverkäufer	235
6.4.3	Sicherheiten von Dritten	237
6.5	Der Strukturierungsprozess einer ABCP-Transaktion	238
6.6	Beurteilung von ABS-Transaktionen	243
6.6.1	Beurteilung aus Sicht des Unternehmens	243
6.6.2	Beurteilung aus Investorensicht	245
6.6.3	Beurteilung aus Bankensicht	247
	Wiederholungsfragen	247
	Literaturhinweise	248
	Literaturverzeichnis	249
	Stichwortverzeichnis	259

1

Charakteristika und praktische Relevanz strukturierter Finanzierungen

Lernziele

- ▶ Sie können den Finanzierungsbegriff definieren und die wichtigsten Finanzierungsformen systematisieren.
- ▶ Sie kennen die Finanzierungsquellen und -strukturen in der Bundesrepublik Deutschland und können deren aktuelle Relevanz beurteilen.
- ▶ Sie wissen, wie sich die Praxis der Unternehmensfinanzierung im letzten Jahrzehnt verändert hat und können die aktuellen Entwicklungstendenzen und deren Ursachen beurteilen.
- ▶ Sie können strukturierte Finanzierungen anhand ihrer grundsätzlichen Charakteristika einordnen.
- ▶ Sie wissen, was unter Cashflow-Orientierung zu verstehen ist.
- ▶ Sie können das Prinzip der Risikoteilung erläutern.
- ▶ Sie sind in der Lage, den Off-Balance-Sheet-Charakter einer Finanzierung zu erläutern und zu beurteilen.

Stellen Sie sich vor, Sie wären kaufmännischer Geschäftsführer eines mittelständischen Anlagenbauers in Mittelhessen und lesen an einem trübem Novembormorgen in der Börsenzeitung die Überschrift »BaFin-Chef warnt vor Überregulierung – Kreditklemme durch Basel III befürchtet«. Sie erinnern sich an die heftigen Diskussionen in Ihrem Geschäftsführungsteam im Jahr 2003. Zu dieser Zeit gab es ähnliche Befürchtungen, denn die deutschen Banken durchschritten eine tiefe Ertragskrise und begannen, ihr Kreditgeschäft an die damals unter dem Stichwort Basel II geplanten neuen bankenaufsichtsrechtlichen Regelungen anzupassen. Rating und risikoadjustierte Zinssätze hießen damals die Schlagworte, die manchen Mittelständler (und auch Banker) erschauern ließen. In Ihrem Unternehmen war man sich aber schnell einig geworden, dass dem Thema Finanzierung und Finanzierungsalternativen mehr Beachtung geschenkt werden muss. Die Ziele waren klar: Optimierung des Ratings, um bestmögliche Konditionen bei den Banken zu erreichen, und Erschließung von Finanzierungsalternativen, um von ihnen unabhängiger zu werden. Zwischenzeitlich hat sich viel getan in Ihrer Finanzabteilung: Die Eigenkapitalquote konnte durch einbehaltene Gewinne deutlich erhöht werden. Sie haben im Rahmen einer Verbriefungstransaktion, die von einer Schweizer Investmentbank vermittelt wurde, einen nennenswerten Betrag an mezzaninem Kapital erhalten und ein Großprojekt wurde mit verschiedenen Partnern, darunter ein international tätiger Private Equity-Fonds, im Rahmen einer Projektfinanzierung realisiert. Die Erfahrungen, die Sie in den letzten Jahren gemacht haben, waren durchaus gemischt

und Sie fragen sich jetzt, wie es angesichts der Nachwirkungen der Finanzkrise weitergeht.

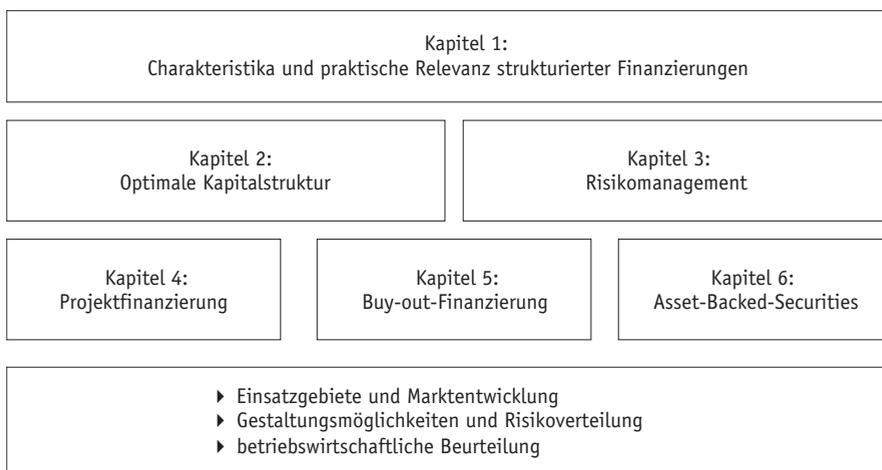
1.1 Aufbau des Lehrbuchs

Im Rahmen dieses einleitenden Kapitels wird die strategische Bedeutung von Finanzierungsentscheidungen in einem sich ändernden Umfeld herausgearbeitet. Gerade für mittelständische Unternehmen besteht die dringende Notwendigkeit sich mit Alternativen zum klassischen Bankkredit auseinanderzusetzen. Den theoretischen Ansätzen zur Erklärung der optimalen Kapitalstruktur ist deswegen Kapitel 2 gewidmet. Im Rahmen dieses Kapitels wird auch auf das Problem von Informationsasymmetrien und möglichen daraus resultierenden Anreizproblemen einzugehen sein. Als Lehre aus der Finanzkrise ist dabei herauszuarbeiten, dass den Anreizwirkungen bei strukturierten Finanzierungen besonderes Augenmerk zu widmen ist.

Ebenso zwingen Umfeldänderungen Banken als Intermediäre wie auch Investoren sich mit strukturierten Finanzierungen als Anlagealternativen mit hohen Renditechancen und Risikopotenzialen auseinanderzusetzen. Essentiell für den Erfolg strukturierter Finanzierungen ist das Risikomanagement. Deswegen werden die Grundlagen in Kapitel 3 erörtert.

Abb. 1-1

Konzeption des Lehrbuchs



Quelle: eigene Darstellung

Die folgenden Kapitel 4, 5 und 6 sind den drei wichtigsten Finanzierungstechniken gewidmet: Projekt- und Buy-out-Finanzierungen sowie Asset-Backed-Securities-Transaktionen. Dabei werden die Techniken zunächst vorgestellt und ihre Einsatzmöglichkeiten beschrieben. Anschließend folgt die Darstellung und Analyse der Gestaltungsmöglichkeiten und der Risikoverteilung. Den Abschluss bildet eine umfassende betriebswirtschaftliche Beurteilung der Chancen und Risiken aus Sicht der beteiligten Parteien. In Abbildung 1-1 wurde die Konzeption zusammenfassend grafisch dargestellt.

1.2 Grundlagen der Finanzierung

In der einschlägigen, umfangreichen betriebswirtschaftlichen Literatur finden sich zahlreiche Definitionen zum Begriff der *Finanzierung*, die sich in zwei Kategorien einteilen lassen: der am (bilanziellen) Kapital und Vermögen orientierte abstrakte Finanzierungs begriff und der an Zahlungsströmen orientierte monetäre Finanzierungs begriff. In diesem Lehrbuch soll der zweiten Auffassung gefolgt werden:

Finanzierung ist die zielgerichtete Strukturierung und Gestaltung von betrieblichen Zahlungsströmen, also Ein- und Auszahlungen. Dabei wird ein Gleichgewicht zwischen Rendite und Risiko bei jederzeitiger Sicherung der Liquidität des Unternehmens angestrebt.

Ausgehend von dieser Definition lassen sich die Finanzierungsformen nach verschiedenen Kriterien systematisieren. Für die folgenden Überlegungen ist die Unterscheidung nach:

- ▶ Rechtsstellung der Kapitalgeber,
- ▶ Mittelherkunft und
- ▶ Lebenszyklusphase des Unternehmens

von besonderer Relevanz. Im Rahmen von strukturierten Finanzierungen kommen in der Regel verschiedene Finanzierungsformen zum Einsatz. Die spezifischen Ausprägungen werden in den jeweiligen Kapiteln dieses Buches im Detail vorgestellt. Um dem Leser den Überblick zu erleichtern, erfolgt an dieser Stelle zunächst eine zusammenfassende Systematisierung nach den für die folgenden Ausführungen wichtigsten Unterscheidungsmerkmalen.

Nach dem Kriterium der Rechtsstellung der Kapitalgeber lassen sich *Eigenfinanzierung* und *Fremdfinanzierung* sowie *Mischformen* (auch als hybride Kapitalformen oder *Mezzanine-Finanzierungen* bezeichnet) unterscheiden. Die wesentlichen Unterschiede zwischen Eigen- und Fremdfinanzierung werden in Abbildung 1-2 gegenübergestellt.

Systematisierung der
Finanzierungsformen

Rechtsstellung

Abb. 1-2

Unterschiede zwischen Eigen- und Fremdfinanzierung nach der Rechtsstellung des Kapitalgebers

Kriterium	Eigenfinanzierung	Fremdfinanzierung
Rechtsgrundlage	gesellschaftsrechtlicher Vertrag	schuldrechtlicher Vertrag
Stellung des Kapitalgebers	Eigentümer	Gläubiger
Haftung	in Höhe der Einlage bzw. mit Privatvermögen	grundsätzlich keine Haftung
Verzinsung	kein fester Verzinsungsanspruch (Gewinn-/Verlust-/Vermögensbeteiligung)	(in der Regel) erfolgsunabhängiger Verzinsungsanspruch
Fristigkeit	(in der Regel) langfristig	frei vereinbar
Rückzahlung	nicht vorgesehen (Teilnahme am Liquidationserlös)	Rückzahlungsanspruch (im Insolvenzfall bevorrechtigt)
Mitspracherecht/Leitung	ja (Ausmaß abhängig von der Rechtsform)	nein (faktisch möglich bei hohem Verschuldungsgrad)
Ertragsteuerliche Behandlung	Ausschüttung aus versteuerten Gewinnen	Zinsen als Betriebsausgaben (unter bestimmten Umständen begrenzt) abzugsfähig

Quelle: in Anlehnung an Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 358

Mittelherkunft

Bei Abgrenzung nach dem Kriterium der Mittelherkunft resultiert die Unterscheidung zwischen *Innen-* und *Außenfinanzierung*. Entscheidend ist hier die Frage, ob die verwendeten Finanzierungsmittel von der Unternehmung selbst erwirtschaftet oder ob ihr die zusätzlichen Mittel von außen zugeführt werden. Beide Ausprägungen können sich auf Eigen-, Fremdfinanzierung und Mischformen beziehen. Beispiele für die daraus resultierende Systematik finden sich in Abbildung 1-3 (kursiv gedruckt).

»Lebenszyklus«
des Unternehmens

Folgt man dem Lebenszykluskonzept als Systematisierungskriterium, ergeben sich je nach Lebensphase des Unternehmens und damit verbundener Cashflow- und Gewinnsituation unterschiedliche Risikoprofile und Finanzbedarfe, die durch unterschiedliche Finanzierungsformen abgedeckt werden können. Auf die Einzelheiten dieser Konzeption wird im Rahmen der Analyse von Buy-out-Finanzierungen in Kapitel 5.2 eingegangen. Als Überblick reicht an dieser Stelle die in Abbildung 1-4 enthaltene, idealtypische Systematik aus.

Im Rahmen einer Status-quo-Analyse sollen nun zunächst die empirische Relevanz der einzelnen Finanzierungsquellen für die deutsche Unternehmenslandschaft untersucht und anschließend erkennbare Entwicklungstendenzen aufgezeigt werden.

Abb. 1-3

Finanzierungsformen nach Rechtsstellung und Mittelherkunft

Kriterium	Innenfinanzierung	Außenfinanzierung
Eigenfinanzierung	Finanzierung aus einbehaltenen Gewinnen (offene und stille Selbstfinanzierung) <i>Gewinnthesaurierung</i>	Beteiligungsfinanzierung (ohne/mit Kapitalmarktzugang) <i>Aufnahme eines neuen Gesellschafters/ Ausgabe von Aktien</i>
Fremdfinanzierung	Finanzierung aus (langfristigen) Rückstellungen <i>Finanzierungseffekte von Pensions-rückstellungen</i>	Kreditfinanzierung und -substitute (ohne/mit Kapitalmarktzugang) <i>Bankkredite/Anleihen</i>
Mischformen	Finanzierung durch Kapitalfreisetzung <i>Finanzierungseffekte von Abschreibungsgegenwerten</i>	Mezzanine-Instrumente (ohne/mit Kapitalmarktzugang) <i>Genussrechte und Genusscheine</i>

Quelle: in Anlehnung an Däumler/Grabe, 2008, S. 36

Abb. 1-4

Finanzierungsformen nach Lebenszyklusphasen

Unternehmensphase	Finanzierungsphase	Finanzierungsformen
Gründungsphase		
Konzeptionsentwicklung	Seed-Phase	Eigenmittel, staatliches Beteiligungskapital
Unternehmensgründung	Start-up-Phase	Eigenmittel, öffentliche Mittel und staatliches Beteiligungskapital, informelles Beteiligungskapital
Expansionsphase		
Markteinführung	First-Stage-Finanzierungen	Zusätzlich: formelles Beteiligungskapital – Venture-Capital (VC) im engeren Sinn
Marktdurchdringung	Second- und Third-Stage-Finanzierungen	Eigenmittel und Private-Equity Kreditfinanzierungen durch Banken In späteren Phasen Mittelaufnahmen über den Kapitalmarkt
Reifephase		
Marktwachstum und Marktsättigung	Wachstumsphase Turn-around-Phase	Eigenmittelstärkung über den Kapitalmarkt (Börsengang und damit Ausstieg der VC- bzw. Private-Equity-Investoren), Beteiligungskapital durch strategischen Investor oder Mitarbeiter Fremdfinanzierung durch Banken und über den Kapitalmarkt Zunehmende finanzielle Flexibilität durch Innenfinanzierung

Quelle: in Anlehnung an Betsch/Groh/Lohmann, 2000, S. 311, sowie Engelmann/Juncker/Natusch/Tebroke, 2000, S. 45

1.3 Finanzierungsquellen und Finanzierungsstrukturen in Deutschland

Aufgrund der mittlerweile recht zahlreichen empirischen Studien zu Finanzierungsquellen und -strukturen in Deutschland lässt sich zunächst einmal grundsätzlich festhalten, dass es signifikante Finanzierungsunterschiede zwischen kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) einerseits und Großunternehmen andererseits gibt. Deswegen ist im ersten Schritt darauf einzugehen, was überhaupt mittelständische Unternehmen sind und welche Bedeutung sie für die deutsche Volkswirtschaft haben.

KMU lassen sich entsprechend der Definition der Europäischen Union als Unternehmen abgrenzen, die

- ▶ weniger als 250 Mitarbeiter beschäftigen und
- ▶ einen Jahresumsatz von weniger als 50 Mio. Euro oder eine Bilanzsumme von weniger als 43 Mio. Euro aufweisen und
- ▶ wirtschaftlich unabhängig sind, d. h. an denen kein Großunternehmen eine Beteiligung von mehr als 25 Prozent hält.

KMU als Rückgrat der deutschen Wirtschaft

Ein Blick auf einige ökonomische Eckdaten zeigt, dass KMU das Rückgrat der deutschen Wirtschaft darstellen:

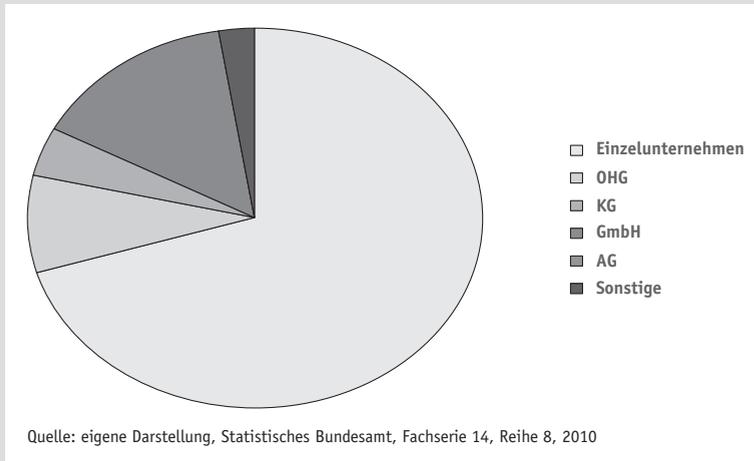
In Deutschland gibt es im Jahr 2008 laut der jüngsten Umsatzsteuerstatistik rund 3,2 Mio. Unternehmen. Dabei dominieren mit fast 3 Mio. die Kleinstunternehmen mit einem Umsatz bis 2 Mio. Euro, was einem Anteil von 94,1 Prozent entspricht. Kleine und mittlere Unternehmen (2 bis 50 Mio. Euro Umsatz) stellen 177.776 oder 5,6 Prozent aller Unternehmen. Auf Großunternehmen entfallen lediglich 10.750 oder 0,3 Prozent. Die Proportionen drehen sich um, betrachtet man die Anteile am insgesamt in Deutschland erwirtschafteten Umsatz: KMU erwirtschafteten in 2008 knapp 37 Prozent des Umsatzes, Großunternehmen hingegen 63 Prozent. Bei der Beschäftigung halten sich die beiden in etwa die Waage: 45 Prozent entfallen auf KMU und 55 Prozent auf Großunternehmen. Gemeinhin gelten KMU als flexibler, anpassungsfähiger und innovativer, sodass sie mit Fug und Recht als wichtige Triebfeder der deutschen Wirtschaft und des Wachstums angesehen werden können.

Wichtig für das Finanzierungsverhalten ist die Verteilung der Unternehmen nach Rechtsformen, da sich danach in der Regel die Publizitätsanforderungen und die Publizitätspolitik richten (vgl. Abbildung 1-5).

Bei weiterer Differenzierung nach der Umsatzgröße ist festzustellen, dass bei den Kleinstunternehmen die Rechtsform der Einzelunternehmung und – aus Haftungsgründen – die der GmbH dominieren. Je größer die Unternehmen werden, umso größer wird der Anteil der Aktiengesellschaften und der GmbHs. Da börsennotierte Aktiengesellschaften in Deutschland den umfangreichsten Offenlegungsverpflichtungen unterliegen, sind diese prädestiniert für Kapitalmarktfinanzierungen.

Abb. 1-5

Umsatzsteuerpflichtige Unternehmen nach Rechtsform im Jahr 2008



Einen ersten Einblick in die Finanzierungsstrukturen deutscher Unternehmen offenbart sich bei der Analyse der Passivseite der Bilanzen deutscher Unternehmen. Dabei kommt der Eigenkapitalquote, definiert als Quotient aus Eigenkapital zu Bilanzsumme, besondere Bedeutung zu. Wie wir im weiteren Verlauf des Buches herausarbeiten werden, dient das Eigenkapital einem Unternehmen als zentraler Verlustpuffer und ist deswegen in einem sich permanent ändernden, durch Unsicherheit geprägten Marktumfeld überlebenswichtig.

Wie aus Abbildung 1-6 ersichtlich ist, hat der Mittelstand in Deutschland seit Jahrzehnten eine im Vergleich zu deutschen Groß- und internationalen Unternehmen relativ dünne Eigenkapitaldecke.

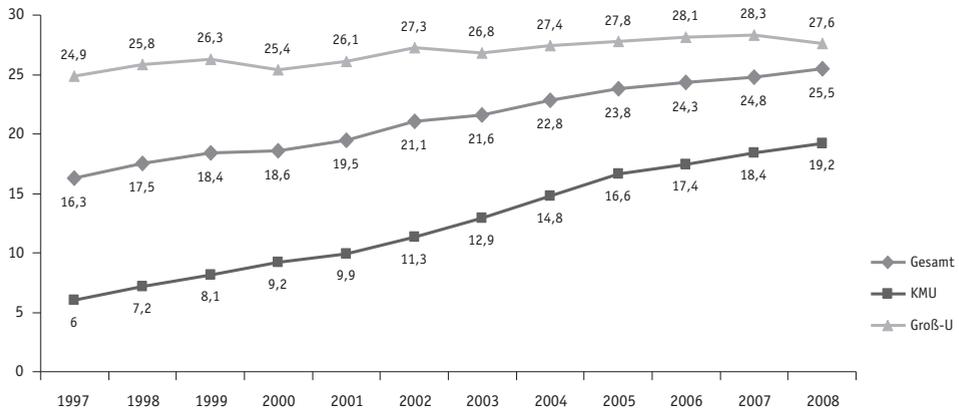
Im Jahr 2008 beläuft sich die durchschnittliche Eigenkapitalquote aller Unternehmen nach Schätzungen der Deutschen Bundesbank auf 25,5 Prozent. KMU weisen einen Wert von 19,2 Prozent auf, Großunternehmen einen von 27,6 Prozent. Ein Blick auf Abbildung 1-6 zeigt jedoch, dass sich die durchschnittlichen Eigenkapitalquoten im Mittelstand im letzten Jahrzehnt deutlich verbessert haben. Dies ist zum einen auf veränderte bankenaufsichtsrechtliche Regelungen, die unter dem Stichwort Basel II bekannt wurden, zurückzuführen. Die Einführung von bankinternen Ratingsystemen als Voraussetzung für die Kreditvergabe und die Bedeutung quantitativer Informationen, hier besonders der Eigenkapitalquote, hat im Mittelstand ein Umdenken in Gang gesetzt und die Unternehmer bewogen, die Eigenkapitalbildung zu forcieren. Ein verändertes steuerliches Umfeld sowie die gute konjunkturelle Entwicklung in der zweiten Hälfte des letzten Jahrzehnts haben andererseits die Eigenkapitalbildung durch Gewinneinbehaltung begünstigt.

 Finanzierungsstrukturen
 KMU

 Erholte Eigenkapital-
 quoten

Abb. 1-6

Entwicklung der Eigenkapitalquoten in Deutschland



(in Prozent der Bilanzsumme, nach Umsatzgrößenklassen)

Quelle: eigene Darstellung, Deutsche Bundesbank: Hochgerechnete Angaben aus Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen von 1994 bis 2007 sowie Hochgerechnete Angaben für kleine und mittelgroße sowie Großunternehmen von 1997–2007 sowie dieselbe: Ertragslage und Finanzungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2008, in: Monatsberichte, Heft 1, 2010, S. 28

Weitet man die Analyse auf die komplette Passivstruktur der Bilanz in Abbildung 1-7 aus, zeigt sich die Dominanz der *externen Finanzierung* und die große Bedeutung des *Bankkredits* im Mittelstand. Zusammen mit der mäßigen Eigenkapitalausstattung vieler Mittelständler lassen sich somit nach wie vor eine große Abhängigkeit vom Bankensektor und eine nur eingeschränkte finanzielle Autonomie konstatieren. Dies gilt vor allem für die Klein- und Kleinunternehmen.

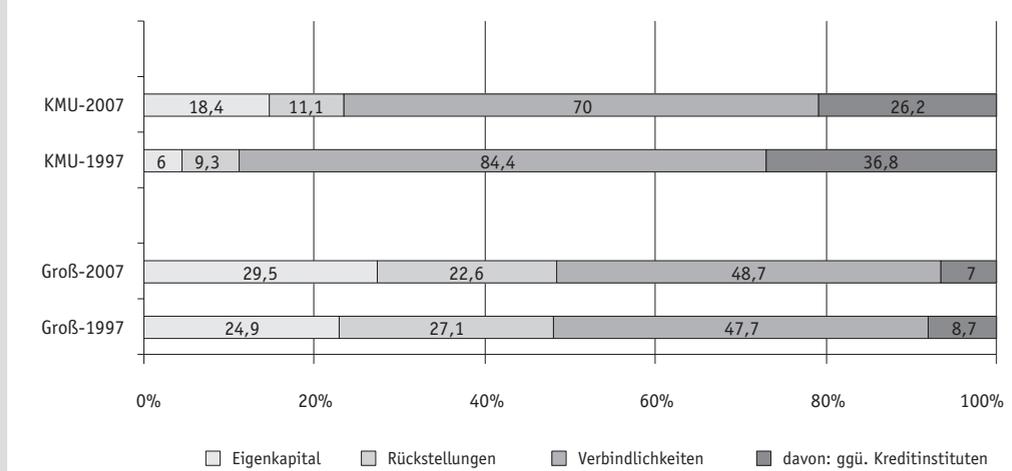
Im Zehnjahresvergleich hat allerdings der prozentuale Anteil der Bankfinanzierung deutlich abgenommen. Wie aus den jährlichen Unternehmensbefragungen der Kreditanstalt für Wiederaufbau hervorgeht, sind Leasing als Alternative zum langfristigen Kredit und Factoring als Alternative zur Betriebsmittelfinanzierung als die Gewinner in diesem Entwicklungsprozess zu identifizieren. Abbildung 1-8 zeigt die Bedeutung der Finanzierungsinstrumente aus Unternehmenssicht.

Auch wenn die Bedeutung des Bankkredits für KMU nach wie vor hoch ist, sollte dies nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Kapitalmarkt im letzten Jahrzehnt auch den deutschen Mittelstand erreicht hat. Ende der 1990er Jahre schwappte die Verbriefungswelle auf Europa über. Ausdruck dieser *Verbriefungstendenz* ist zum einen die explosionsartige Zunahme des Volumens von durch Kreditportfolien unterlegten Anleihen, auf die in diesem Buch im Rahmen des Kapitels über *Asset-Backed-Securities* einzugehen ist. Im Zuge dieser Entwicklung haben sich größere mittelständische Unternehmen Zugang zu günstigem Mezzanine-Kapital als Eigenkapitalersatz (sogenanntes *Programm-Mezzanine*) verschafft. Allein im Zeitraum zwischen 2004 und 2007 wurden über 4,5 Mrd. Euro an mezza-

Tendenz zur Verbriefung

Abb. 1-7

Entwicklung der Passivseite der Bilanzen deutscher Unternehmen

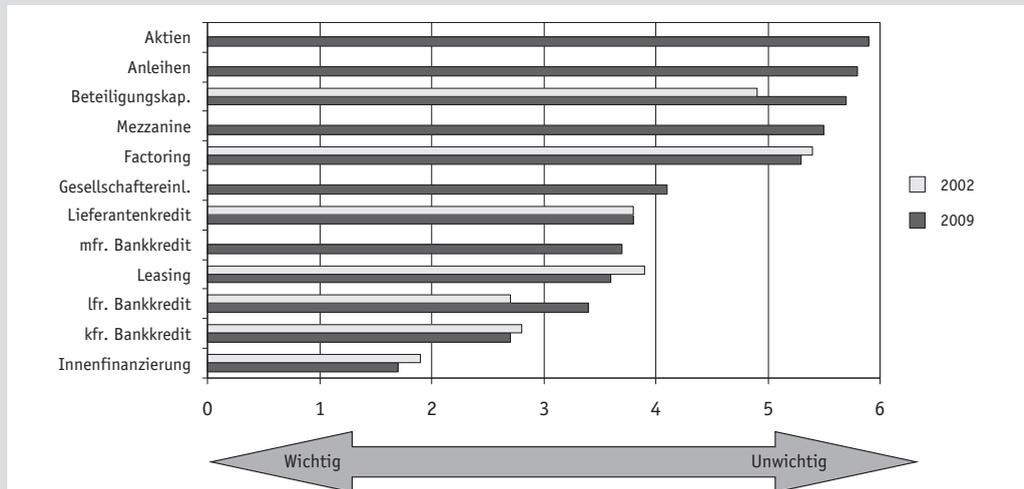


(in Prozent der Bilanzsumme, nach Umsatzgrößenklassen)

Quelle: eigene Darstellung, Deutsche Bundesbank: Hochgerechnete Angaben aus Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen von 1994 bis 2007 sowie Hochgerechnete Angaben für kleine und mittelgroße Großunternehmen von 1997-2007

Abb. 1-8

Bedeutung alternativer Finanzierungsinstrumente im Mittelstand



Quelle: eigene Darstellung, Kreditanstalt für Wiederaufbau, Unternehmensbefragung 2002 sowie 2009

Börsengänge

ninem Kapital aufgenommen. Die Refinanzierung dieser Mittel wird einige mittelständische Unternehmen aufgrund des Zusammenbruchs der Verbriefungsmärkte im Zuge der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise in den nächsten Jahren vor große Herausforderungen stellen.

Zum anderen hat sich in den 1990er Jahren der Weg der externen Beschaffung von Eigenmitteln im Rahmen von Börsengängen – insbesondere am Neuen Markt – geöffnet, der vor allem von jungen Unternehmen aus den Wachstumsbranchen der »New Economy« eingeschlagen wurde. Von 1997 bis 2000 stieg die Anzahl der am Neuen Markt notierten Unternehmen von 12 auf 133, allein in den Jahren 1999 und 2000 gab es jeweils mehr als 150 Börsengänge. Das Zerplatzen der Dotcom-Blase und damit auch der Spekulationsblase am Neuen Markt im Dezember 2000 hat allerdings dazu geführt, dass diese wichtigen Finanzierungsquellen für junge und innovative Unternehmen bis Mitte des letzten Jahrzehnts nahezu versiegt waren.

Venture-Capital und
Private Equity

Allerdings wurde Deutschland durch die Öffnung dieses attraktiven Ausstiegskanals auch für internationale Wagniskapitalfirmen, die in ersten Unternehmensphasen Venture-Capital und in späteren Phasen Private Equity zur Verfügung stellen, interessant. Parallel zu den Entwicklungen am Neuen Markt hat sich der Markt für *Venture-Capital* explosionsartig entwickelt: Bewegte sich das gesamte investierte Fondsvolumen Anfang bis Mitte der 1990er Jahre noch im Bereich von 1,5 bis 3 Mrd. Euro, so stieg es seit 1996 exponentiell an und überschritt im Jahre 2000 erstmals die Marke von 10 Mrd. Euro. Dem Einbruch im Anschluss an das Zerplatzen der Spekulationsblase Ende 2000 folgte ab 2005 ein erneuter Aufschwung und zwar nun für *Private Equity*: Zwischen 2006 und 2008 wurden allein von in Deutschland ansässigen Private Equity-Fonds mehr als 14 Mrd. Euro investiert, und zwar vor allem im Rahmen von – häufig mittelständischen – Unternehmensübernahmen. Durch die Finanzkrise nahm dieser Aufschwung ein jähes Ende.

Finanzierungsstrukturen
Großunternehmen

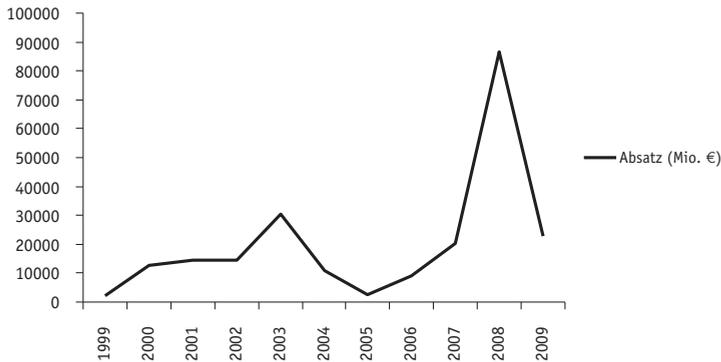
Im Gegensatz zu den KMU sind die deutschen Großunternehmen durch einen hohen Grad an finanzwirtschaftlicher Autonomie gekennzeichnet. Sie finanzieren sich nämlich sehr viel stärker aus internen Quellen – aus dem eigenen *Cashflow* und Eigenkapital stärkender *Rücklagenbildung*. Die Innenfinanzierungskraft von Großunternehmen in Deutschland resultiert insbesondere aus der Möglichkeit, *Pensionsrückstellungen* zu bilden (vgl. Abbildung 1-7). Damit sind die Großunternehmen in Deutschland nicht nur relativ autonom gegenüber Banken, sondern auch gegenüber dem Kapitalmarkt.

Allerdings haben Kapitalmarktfinanzierungen und hier besonders die Unternehmensanleihen einen großen Bedeutungszuwachs erfahren. Abbildung 1-9 verdeutlicht diese Entwicklung. Ursächlich sind unter anderem das im letzten Jahrzehnt historisch niedrige Zinsniveau und das weitgehende Verschwinden von Zinsdifferenzen zwischen staatlichen Emittenten in Europa mit der Einführung des Euro zu Beginn dieses Jahrtausends. Dies hat viele institutionelle Investoren dazu gezwungen, andere attraktive Anlagealternativen zu suchen. Die starke Ausweitung des Absatzes von Unternehmensanleihen im Jahr 2008 ist auf die Finanzkrise und den Rückgang des Kreditvergabevolumens durch die Banken zurückzuführen. Nachdem die Banken als Finanzintermediäre praktisch ausgefallen waren, haben

die Großunternehmen ihre Finanzierungsbedürfnisse über den Kapitalmarkt decken können.

Abb. 1-9

Bruttoabsatz von Unternehmensanleihen deutscher Emittenten



Quelle: eigene Darstellung, Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik, diverse Jahrgänge

- ▶ Zusammenfassend lässt sich festhalten: die Eigenkapitaldecke im Mittelstand ist zwar im letzten Jahrzehnt gewachsen, aber nach wie vor dünn, somit ist die finanzielle Autonomie der KMU eingeschränkt,
- ▶ dominierende Finanzierungsart ist der Bankkredit, sodass KMU nach wie vor stark von Banken abhängig sind,
- ▶ für wachstumsträchtige und renditestarke KMU eröffnen Börseneinführungen, Venture-Capital und Private Equity neue Eigenkapitalquellen, die allerdings im Zuge der Finanzkrise in Mitleidenschaft gezogen wurden,
- ▶ Großunternehmen genießen eine relativ hohe finanzielle Autonomie aufgrund ihrer Fähigkeiten zur Innenfinanzierung, insbesondere durch die Möglichkeit zur Bildung von Pensionsrückstellungen, und dem Kapitalmarktzugang,
- ▶ die direkte Aufnahme von Fremdmitteln über den Kapitalmarkt hat für deutsche Großunternehmen aufgrund des Zinsumfelds und der Friktionen im Zuge der Finanzkrise erheblich an Bedeutung gewonnen,
- ▶ der indirekte Zugang mittelständischer Unternehmen zum Kapitalmarkt über die Verbriefung von Kreditportfolien durch deutsche Banken wurde im Zuge der Finanzkrise stark beeinträchtigt.

Zusammenfassung

Für Wissbegierige
Informationsquellen zu Finanzierungsstrukturen und Instrumenten

- ▶ In Deutschland gibt es keine offizielle Bilanzdatenbank. Eine der umfangreichsten Datenbanken unterhält die Deutsche Bundesbank (www.bundesbank.de). Da bestimmte Unternehmenskredite als Sicherheit für geldpolitische Transaktionen durch die Banken verpfändet werden können, prüft die Bundesbank die Bonität zahlreicher Unternehmen. Sie berichtet jährlich in ihrem Monatsbericht über die Finanz- und Ertragslage der deutschen Unternehmen. Weitere wichtige Informationen zu Geld- und Kapitalmärkten finden sich in der Kapitalmarktstatistik. Der Zugang zu den Kreditmärkten wird im Bank Lending Survey der Europäischen Zentralbank (www.ecb.int) erhoben und untersucht.
- ▶ Seit Beginn des Jahrzehnts führt die Kreditanstalt für Wiederaufbau (www.kfw.de) jährlich eine Unternehmensbefragung zu verschiedenen finanzwirtschaftlichen Fragestellungen, wie z. B. der Finanzierungssituation und der Nutzung verschiedener Finanzinstrumente, durch.
- ▶ Umfangreiche Informationen rund um die Börse und zu den Börseneinführungen finden sich bei der Deutschen Börse AG (www.deutsche-boerse.com).
- ▶ Eine interessante Übersicht zur Situation an den Finanzmärkten in Deutschland bietet der jährlich erscheinende Bericht der Initiative Finanzstandort Deutschland (www.finanzstandort.de).

1.4 Veränderte Rahmenbedingungen für Unternehmensfinanzierungen

Seit der ersten Auflage des Lehrbuchs sind sieben Jahre vergangen. Die Entwicklungen, die sich mit der ersten Idee für das Buch abzeichneten, haben bereits im vergangenen Jahrzehnt zu deutlichen Veränderungen im Finanzierungsverhalten der deutschen Unternehmen geführt. Das folgende Kapitel ist dem Rückblick und einem Ausblick auf die zukünftigen Entwicklungen und Einflüsse gewidmet. Um die Überlegungen zu systematisieren, wird im Folgenden kurz auf das in der Strategiediskussion häufig genutzte Konzept von M.E. Porter zur Analyse der Marktattraktivität eingegangen.

Entsprechend *Porters Konzept der »Five Forces«* wird die Attraktivität eines Marktes durch fünf Wettbewerbskräfte beeinflusst:

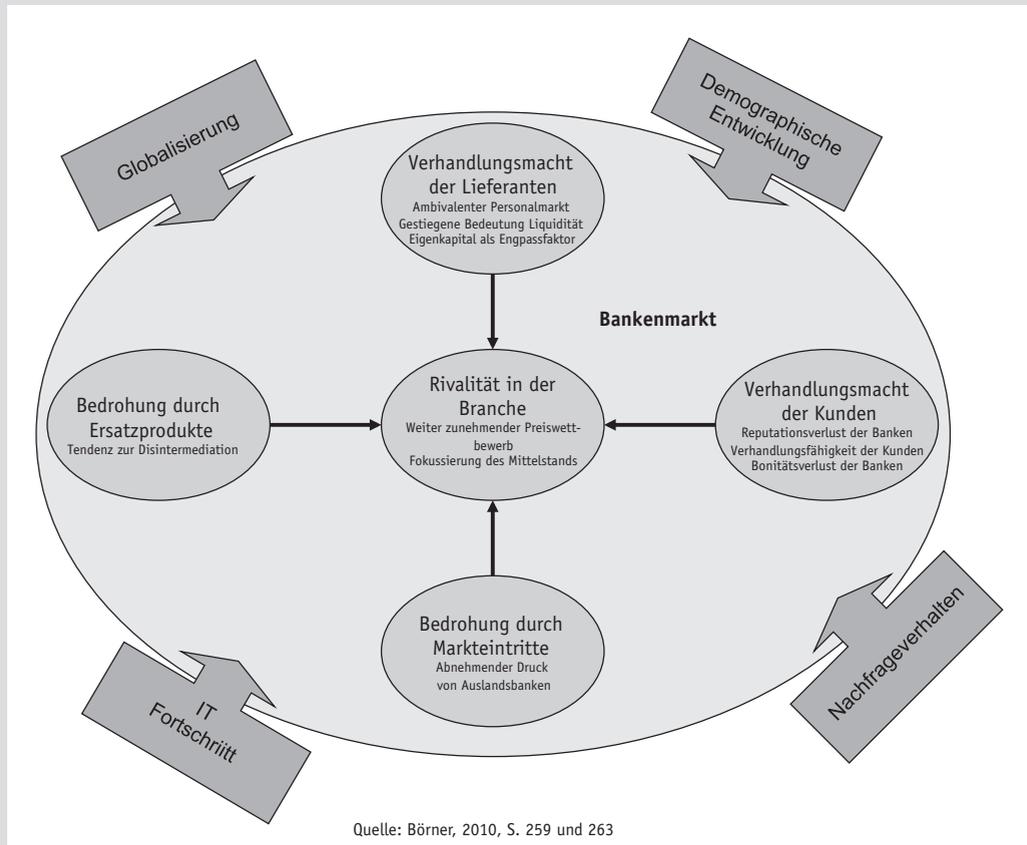
- ▶ Verhandlungsstärke der Abnehmer,
- ▶ Verhandlungsstärke der Lieferanten,
- ▶ Möglichkeit zum Markteintritt durch neue Anbieter (potenzielle Konkurrenten),
- ▶ Existenz von Substitutionsprodukten,
- ▶ Existierende Konkurrenz innerhalb der Branche.

Bezogen auf den Markt für Finanzdienstleistungen und unter Berücksichtigung der Wirkungen der Finanzkrise ergeben sich die in Abbildung 1-10 dargestellten Zusammenhänge, die in den folgenden Abschnitten aus der Perspektive der Banken, der Unternehmen und der Investoren erläutert werden.

Porters Konzept
der »Five Forces«

Abb. 1-10

Umfeld und Wettbewerbskräfte im Finanzdienstleistungsmarkt



1.4.1 Perspektive der Banken

Die Megatrends der 1990er Jahre setzten sich mit unverminderter Kraft im neuen Jahrtausend fort. Die *Deregulierung* und *Öffnung von Märkten* verbunden mit den rasanten Entwicklungen der *Informationstechnologien* haben die *Globalisierung* beschleunigt und die Vollständigkeit der Märkte im neoklassischen Sinne – und hier insbesondere der Kapitalmärkte – erhöht. Bedingt durch das Zusammenwachsen von Märkten im Internet hat sich die Markttransparenz im Finanzdienstleistungsbereich drastisch verbessert, die Transaktionskosten sind gesunken und die Informationseffizienz der Märkte ist gestiegen. Neue Vertriebswege und damit verbunden sinkende Markteintrittsbarrieren haben neue Wettbewerber im Finanzdienstleistungsgewerbe angelockt und die Konkurrenz deutlich erhöht. Kombi-

Megatrends