

## Die neuen Spielregeln: Von der bankorientierten zur kapitalmarktorientierten Finanzierungskultur

*Die Finanzierungsvoraussetzungen für Unternehmen haben sich in den letzten Jahren grundlegend verändert. Das Spielfeld für Entscheider ist vielfältiger, aber auch unübersichtlicher geworden. Traditionelle Spielregeln der bankorientierten Finanzierungskulturen aus der Zeit vor dem Euro werden durch ein neues Set von Regeln aus der angloamerikanischen, an Kapitalmärkten orientierten Finanzierungskultur in Frage gestellt. Unternehmen müssen zur Umsetzung ihrer Finanzierungsstrategie die geeignetsten Instrumente aus beiden Welten nutzen.*

### **Banken und Unternehmen in der Beziehungskrise**

Sichtbarstes Beispiel für eine Beziehungskrise zwischen Banken und Unternehmen ist die veränderte Rolle der „Hausbank“ in der Mittelstandsfinanzierung. Unternehmen, die jahrzehntelang daran gewöhnt waren, ihr Wachstum über eine Mischung von Innen- und Kreditfinanzierung zu bewältigen, sehen sich nun einer Bankenwelt gegenüber, die nicht mehr das „Gewohnheitsrecht“ auf einen zinsgünstigen Kredit einlöst, sondern immer häufiger auf einer Differenzierung der Konditionen nach Bonität und Laufzeit besteht. Manche Geschäftsbanken verprellen ihre langjährigen Kunden sogar mit dem öffentlich verkündeten *Rückzug vom mittelständischen Langfrist-Kredit*. Letztlich wurde die erschwerte Erhältlichkeit von Krediten für mittlere Unternehmensbonitäten sogar zu einem volkswirtschaftlichen Problem.

Banken verfügen in den gut entwickelten Kapitalmärkten von heute innerhalb vergleichbarer Risikokategorien und Laufzeiten meist über eine Vielzahl von *Veranlagungsalternativen*. Wenn sie ihre knappen Eigenmittel wirtschaftlich einsetzen wollen, müssen sie die Chance nutzen, sich bei Kreditnehmern und Wertpapieren derselben Bonitätsstufe für die jeweils ertragreichste Veranlagung zu entscheiden. Ihre eigene Bonitätseinstufung durch die Rating-Agenturen und die damit verbundenen Refinanzierungsmöglichkeiten auf den Kapitalmärkten hängen unmittelbar davon ab, ob es den Banken gelingt, die *Streuung ihrer Ausleihungen entlang von Bonitätsklassen und Laufzeiten* bei begrenzten Ausfallsrisiken so ertragreich wie möglich zu gestalten.

Für Unternehmen in den mittleren und unteren Bonitätsstufen wurden Kredite damit teurer und manche nach traditionellen Maßstäben durchaus noch machbare Kreditgewährung entfällt unter den strengeren Bonitätsansprüchen zur Gänze. *Unternehmen der besten Bonitätsstufen hingegen können von den neuen Spielregeln der Fremdfinanzierung durchaus profitieren* – für sie bleibt der Kreditmarkt ein „Käufermarkt“. Ihnen stehen darüberhinaus, ab einer bestimmten Größe, auch die Leistungen internationaler Häuser und Produkte des Kapitalmarktes offen.

Viele Banken vollzogen den Weg in die neue Finanzierungswelt, ohne ihre Kunden über die geänderten Geschäftsprinzipien ausreichend zu informieren. Verführt durch die Euphorie des

Kapitalmarktbooms der späten Neunzigerjahre setzten sie einseitig auf Kapitalmarktprodukte und vergaßen völlig darauf, dass die an eine erfolgreiche Kreditkultur gewöhnten Bankkunden darauf nicht vorbereitet sein konnten.

Zu aus heutiger Sicht weit überhöhten Preisen kauften sich vor allem deutsche Geschäftsbanken bei englischen und amerikanischen Investmentbanken ein. Die Wertverluste aus diesen Akquisitionen und überhastet hochgetriebenen Kapitalmarkt-Engagements kosteten in den Folgejahren große Teile ihrer stillen Reserven. Statt Fehler in diesem Bereich zuzugeben, agierten manche Bankhäuser so, *als wäre das Kreditgeschäft mit den Unternehmenskunden des Mittelstandes die Hauptursache der offenkundigen Ertragsschwäche* der einst so stolzen Banken.

Mittlerweile ist ein gewisses Umdenken zu bemerken. Obwohl es in der Phase des Übergangs zu den neuen Spielregeln im mittelständischen Bereich noch immer zu erhöhten Anforderungen und Verknappungen im Kreditgeschäft kommt, stellt sich auf beiden Seiten ein *neuer Realitätssinn* ein: Banken bemühen sich wieder um Unternehmenskunden des Mittelstandes, *Unternehmen lernen, professioneller mit den neuen Anforderungen der Banken und Kapitalmärkte umzugehen*.

## **Basel II – mehr als ein Papiertiger**

Als Sündenbock für den herausfordernden Wandel der Finanzierungskultur mussten die neuen Baseler Richtlinien für die Kreditgewährung der Banken herhalten. Dieses internationale Regelwerk – genannt „Basel II“ - stellt einen Versuch dar, den grundlegenden Strukturveränderungen auf den Finanzmärkten durch die Festschreibung neuer Regeln für Finanzgeschäfte, vor allem aber die Kreditvergabe gerecht zu werden. Vereinfacht gesagt geht es dabei um die *Sicherung der Stabilität des Bankensystems* durch je nach Bonitätsklasse des Kreditschuldners gestaffelte Eigenmittelerfordernisse der Banken.

Im Laufe der Jahre wurden diese Regeln immer komplexer, mit jedem grundlegenden Einwand gegen die ursprüngliche Konzeption stieg die Zahl der Ausnahmen. Nach mehreren Verschiebungen – die Einführung war ursprünglich schon für 2004 vorgesehen, aus heutiger Sicht ist mit einem Start erst 2007 zu rechnen – wurde nun schon soviel Expertenarbeit investiert, dass niemand mehr wagt, fundamentale Kritik an dem unaufhaltsam zum Papiertiger mutierenden Paragrafenwerk zu üben. Dass sich die amerikanischen Initiatoren mittlerweile wieder davon distanzieren und die Anwendung auf wenige große Geschäftsbanken einschränken wollen, ändert daran ebenso wenig wie die Einigkeit der Fachwelt darüber, dass „*Basel II*“ *prozyklisch* wirkt und damit in konjunkturschwachen Zeiten den negativen Geschäftszyklus – mit allen volkswirtschaftlichen Nachteilen – sogar verstärkt.

Unstrittig ist jedoch das Hauptziel der neuen Regeln: das Bankensystem in einer globalisierten Finanzwelt durch klare risikopolitische Vorgaben und eine bessere Kontrolle der Geschäftsprozesse weniger krisenanfällig zu machen. Dieses zentrale Anliegen einigt die Vertreter der nationalen Finanzmarkt-Aufsichtsbehörden und bildet die fachliche Klammer in jeder Basel II-Diskussion. Denn längst ist erkannt, dass die Liberalisierung des weltweiten Finanzwesens in Verbindung mit immer größer werdenden Wirtschafts- und Währungszone und einer neuen, von den Zielen großer institutioneller Veranlager bestimmten Kapitalmarktkultur nach *systematisch verbesserten Informationen über das Finanzsystem* verlangt.

## **Der Euro-Kapitalmarkt als Auslöser der Veränderung**

Basel II ist so gesehen wohl das meistbeachtete Symbol für einen grundlegenden Wandel unserer Finanzierungskultur, nicht aber dessen Auslöser. Gäbe es ein Ranking der wichtigsten Ursachen der veränderten Finanzierungslandschaft, stünde wohl der Euro an erster Stelle. Erst die Gemeinschaftswährung stellte eine für alle Marktteilnehmer *gleiche Ausgangsbasis bei Investitionen und Veranlagungen* her. Aus isolierten, nationalen Finanzmärkten konnte erstmals ein gesamteuropäischer Finanzmarkt entstehen, der mit den Potentialen einer dem US-Dollar gleichwertigen Weltwährung ausgestattet ist.

Die *Transparenz und hohe Liquidität des Euro-Kapitalmarktes*, verbunden mit der Auffächerung der Risiken nach Rating-Kategorien, macht Risiken vergleichbar, handelbar und zu neuen Produkten kombinierbar. Ein liquider Finanzmarkt macht die Finanzierung über Anleihen attraktiv, macht Investoren neue Veranlagungsmöglichkeiten zugänglich, eröffnet für Unternehmen neuen Finanzierungschancen jenseits ihrer gewohnten Bankbeziehungen.

Die Finanzmarkt-Produkte der US-Märkte verlieren damit ihre Monopolstellung. Europa hat die Chance, die ganze Vielfalt der Möglichkeiten nachzuspielen. Dazu gehört auch eine ganz neue Kategorie von synthetischen Wertpapieren, die aus Portfolios von Krediten oder Anleihen gebildet werden (Asset Backed Securities / ABS). Es wird damit möglich, etwa Kredite aus Bankbilanzen auszulagern und in Wertpapierform an – private wie institutionelle – Anleger zu verkaufen. Für die Banken ist damit eine Entlastung der Eigenmittel verbunden, die Spielräume für die weitere Expansion frei macht.

Anglo-amerikanische Banken sind in diesen Instrumenten aufgrund des hohen Reifegrades ihrer Kapitalmärkte längst zu Hause. Mit dem Euro überlagern und ergänzen sie nun die traditionelle kontinentaleuropäische Finanzierungskultur, in deren Mittelpunkt die Funktion der Banken steht, eine *bilanzielle Ausgleichsfunktion* zwischen den ihre Spargelder anlegenden Haushalten einerseits und den über Bankkredite investierenden Unternehmen andererseits wahrzunehmen. Stattdessen gewinnt die *Vermittlungsfunktion zwischen Kapitalmarkt-Partnern* an Bedeutung. An die Stelle von Sparern und Gläubigern treten die – privaten oder über Investmentfonds gebündelten – Käufer von Wertpapieren (Aktien oder Anleihen) emittierender Unternehmen.

*Die anglo-amerikanisch geprägte Kapitalmarktkultur beeinflusst damit immer mehr die traditionell kredit- und bankorientierte Finanzierungskultur Kontinentaleuropas.* Verstärkt wird diese Tendenz durch die Tatsache, dass die neuen EU-Mitgliedsstaaten Zentraleuropas ihre Rechtslandschaft längst an anglo-amerikanischen Vorbildern ausgerichtet haben. Tochterinstitute deutschsprachiger Banken in Zentraleuropa errichten deshalb heute schon für ihre deutschen Kunden in diesen Ländern Kreditverträge nicht mehr nach kontinentaleuropäischem Kreditrecht, sondern folgen den Gepflogenheiten der Rechtskultur des Investment-Bankings.

## **Keine Wachstumsdynamik ohne Risikokapital**

Es gehört zu den großen Vorteilen eines leistungsfähigen Euro-Kapitalmarktes, dass dieser auch für den Mittelstand *neue Finanzierungsinstrumente verfügbar* macht, die bisher den

Konkurrenzunternehmen aus dem anglo-amerikanischen Raum vorbehalten waren. In einer globalisierten Konkurrenzsituation ist es von einer nicht zu überschätzenden Bedeutung, dass die damit verbundenen Wachstumsmöglichkeiten auch europäischen Unternehmen uneingeschränkt zur Verfügung stehen.

Die Schaffung des Binnenmarktes führt zu großen Anpassungszwängen und in vielen Branchen zur völligen Neuordnung des Konkurrenzumfeldes. Mit dem Entfall von Währungsrisiken sind Investitionen und Marktgegebenheiten für alle Wettbewerber am europäischen Spielfeld gleich. Diese *realwirtschaftliche Seite der Euro-Medaille* hat zu einer dramatischen Steigerung der Zahl der Unternehmenskäufe und –verkäufe geführt, zu deren Bewältigung die neuen Instrumente unentbehrlich sind. Auch die erweiterte EU führt zu verstärkten Direktinvestitionen im Ausland – ganz abgesehen von der investiven Sogwirkung, die von Niedriglohnländern auch außerhalb der EU-25 ausgeht. Gesamteuropäische und transkontinentale Investitionsprojekte und Unternehmenskäufe verlangen, ab einer gewissen Größenordnung, nach internationalen Finanzierungsquellen, die nun auf viel breiterer Basis erschließbar sind.

Dazu kommt, dass sich die Prozesse der Wertschöpfung stark gewandelt haben. Viele der Prozess-, Technologie- und Produktinnovationen der letzten Jahre sind mit einer Verschiebung von materiellen zu immateriellen Komponenten der Investition verbunden. Produktentwicklung und Marktaufbau sind schon aus diesem Grund meist nicht mehr über die traditionelle Kombination von Innenfinanzierung und besicherbaren Langfristkrediten finanzierbar. *Die neuen Risikokapitalinstrumente sind dafür unentbehrlich.*

In besonderem Maß gilt das für *technologieorientierte Wachstumsfinanzierungen*. Sie entziehen sich aufgrund der hohen Entwicklungs- und Marktrisiken von vornherein den klassischen Finanzierungsmöglichkeiten. In Zeiten des technologischen Aufbruchs nicht über gut entwickelte Risiko-Finanzierungsinstrumente zu verfügen, kommt daher für jeden Wirtschaftsstandort einem weitgehenden Verzicht auf die Teilnahme an entscheidenden Innovations- und Beschäftigungschancen gleich.

Die Gegenüberstellung von Wirtschaftsregionen mit unterschiedlich gut entwickelten Kapitalmärkten zeigt, dass innerhalb der Kategorie der Großunternehmen (ab einem Umsatz von mehr als ca 50 Mio USD bzw. EURO) der Anteil jener Wachstumsunternehmen, die jünger als 15 Jahre sind, am größten (über 70%) dort ist, wo die Kapitalmärkte ihre Versorgungsfunktion mit Risikokapital gut erfüllen, wie etwa an der amerikanischen West- und Ostküste. Vergleichbare Werte etwa für Deutschland liegen bei rund 25%. *Hochlohn-Standorte brauchen, um die notwendigen Innovationsimpulse finanzieren zu können, funktionierende Kapitalmärkte.*

### **Kapitalmärkte als Katalysatoren des Wandels**

*Der Euro* hat für die Entwicklung der europäischen Kapitalmärkte die Wirkung eines Katalysators. Durch die Vergleichbarkeit und Handelbarkeit von Finanztiteln ohne Währungsrisiko *trägt er entscheidend zur Strukturbereinigung der verwirrenden europäischen Börsenvielfalt bei.* Zusätzlich unterstützen die neuen Informations- und Kommunikationstechnologien das Entstehen von vereinheitlichten Handelsplattformen, Zusammenschlüssen von Börsen und speziellen Marktplätzen für rasch wachsende Technologieunternehmen.

Allerdings trug die Kapitalmarktkrise, im Gefolge des Millenniums-Booms, zu einer starken Ernüchterung bei der Einschätzung der Leistungsfähigkeit gerade der auf Technologieunternehmen ausgerichteten Marktsegmente bei. Während die Marktkapitalisierung aller auf den europäischen Technologiebörsen notierenden Unternehmen, verstärkt durch über 500 Neuzugänge, zwischen Anfang 1998 und Ende 2000 von EUR 7 Mrd. auf einen kumulierten Wert von ca. EUR 167 Mrd. anstieg, kam es in der nachfolgenden Periode im Gefolge des Zusammenbruchs der New-Economy-Spekulation zu dramatischen Kurseinbrüchen und einem weitgehenden Stillstand bei Neu-Emissionen. Auch die Kurserholungen ab 2003 konnten daran noch nicht viel ändern.

Es ist davon auszugehen, dass es wohl erst nach einem mehrjährigen „Ausnüchterungsprozess“ zu einer Normalisierung in dem Sinn kommen wird, dass die Börsen über Neuemissionen und die Aufbringung von Eigenkapital durch Kapitalerhöhungen ihren kapitalmarktpolitischen Kernfunktionen wieder voll gerecht werden.

### **Ausserbörsliches Risikokapital: Venture Capital und Private Equity**

Die Belebung der Börsenszenerie und viele erfolgreiche Börsengänge (IPO's) haben während der Boomjahre auch zu einem kräftigen *Wachstum der vorbörslichen Risiko-Kapitalmärkte* geführt. Da ausserbörsliches Eigenkapital nur dann investiert wird, wenn zum Zeitpunkt der Investition in ein Wachstumsunternehmen die Aussichten auf eine spätere erfolgreiche Abschichtung der Beteiligung (Exit) gut sind, verbesserten sich die diesbezüglichen Perspektiven durch die Belebung der europäischen Börsen seit Einführung des Euro schlagartig. Dazu kamen noch die stark gestiegenen Chancen auf Abschichtung einer Beteiligung durch einen Unternehmensverkauf (Trade sale) in einem hinsichtlich Unternehmenskäufen und –verkäufen lebhaften Umfeld.

Die von Venture-Capital-Fonds und Private-Equity-Fonds vorgenommenen Investitionen in Unternehmen des Euro-Währungsgebietes nahmen von 1995 bis 2000 um mehr als das Vierfache zu. Gleichzeitig stieg die Aufnahme von neuen Mitteln durch derartige Risikokapital-Fonds überproportional an. Die Belebung der europäischen Venture Capital-Szene führte dazu, dass nun auch für verhältnismäßige frühe Phasen der Unternehmensentwicklung Risikokapital bereitstand, meist in Form von Early-Stage-Fonds oder auf Start-Ups spezialisierten Fonds.

Die Rückschläge auf den Kapitalmärkten haben auch hier zu einer Ernüchterung der Szene sowie einem deutlichen Rückgang des aufgebracht und investierten Volumens geführt. *Trotz möglicher weiterer Markt-Rückschläge* kann man jedoch davon ausgehen, dass sich in Kontinentaleuropa eine durchaus nachhaltig leistungsfähige *Risikokapital-Szene etabliert* hat, wie sie in den USA und Großbritannien schon seit Jahrzehnten besteht. Dennoch wird es wohl auch im vorbörslichen Bereich mehrere Jahre dauern, bis es zu einer Normalisierung der Märkte kommen wird.

### **Mezzanine-Kapital: Unternehmerisches Fremdkapital**

Ein in Kontinentaleuropa noch junges Instrument ist Mezzanine-Kapital. Dieser von der Wortbildung her an ein „Zwischengeschoss“ erinnernde Begriff bezeichnet ein in seiner Qualität tatsächlich zwischen Eigenmittel und Fremdmittel angesiedeltes Nachrangkapital-

Instrument. Mezzanine-Kapital ermöglicht in seiner flexiblen Ausgestaltbarkeit einen *fairen Interessens- und Risikoausgleich* zwischen Unternehmen und Investor *im unternehmerischen Wachstumsprozess*.

Ohne einen direkten Equity-Anspruch zu haben, nehmen Mezzanine-Investoren doch ein so starkes Risiko, dass sie für den Erfolgsfall die Möglichkeit einer deutlich über sonstigen Fremdmitteln liegenden Rendite eingeräumt erhalten müssen. Meist besteht diese Erfolgsgangente in einem sogenannten Equity-Kicker. Dieser gibt die Möglichkeit, beim Börsengang oder einem erfolgreichen Verkauf eines Unternehmens zum Exit-Zeitpunkt Rechte auf Anteile zu einem attraktiven Preis zu ziehen. Der Verkauf dieser Anteile hebt im Erfolgsfall die Rendite über die Gesamt-Laufzeit der Mezzanine-Finanzierung deutlich über jene von sonstigen langfristigen Ausleihungen.

### **Fremdfinanzierung über Unternehmensanleihen (Corporate Bonds)**

Die zunehmende Bedeutung der europäischen Kapitalmärkte betrifft nicht nur den Aktienmarkt sondern erstreckt sich vor allem auch auf den Anleihenmarkt. Im Bereich der öffentlichen Anleihen hat der Euro-Kapitalmarkt den US-amerikanischen Markt schon überholt. Bei den Unternehmensanleihen (Corporate Bonds) ist ein Aufholprozess in Gang gekommen.

Für Unternehmen bieten Anleihen im Vergleich zu (Groß-)Krediten mehrere interessante Vorteile. Sie erfüllen zunächst durch die endfällige Tilgung gerade bei längeren Laufzeiten die wichtige, *liquiditätssichernde Funktion* „geduldigen Kapitals“. Weiters werden Anleihen in der Regel ohne Sicherheiten begeben, womit Spielräume für die Inanspruchnahme von Krediten offen bleiben. Auch ermöglichen sie eine Streuung des Gläubigerkreises weit über die bisherigen Finanzierungspartner hinaus. Schließlich dokumentiert die Begebung eines Corporate Bonds die *Kapitalmarktfähigkeit* des Unternehmens.

Auch bei den Anleiheemissionen zeigte sich eine starke Volatilität im Gefolge der Kapitalmarktkrise. Die *Reaktionsmuster der institutionellen Anleger in der Krise sind tendentiell pro-zyklisch*, verstärken also die jeweils erkennbare Markttendenz. Eine Untersuchung der Europäischen Zentralbank weist nach, dass das Bankensystem hier wesentlich berechenbarer agiert. Aus der Nähe zum Kunden ergeben sich weniger markttechnische Reaktionen als bewußt *auf den nachhaltigen Unternehmensbestand ausgerichtete Aktivitäten der Banken*.

Sosehr man dem kontinentaleuropäischen Finanzierungssystem vorwirft, kreditlastig und in seinen Rechtsinstrumenten gläubigerorientiert zu sein, so vorteilhaft erweist sich diese Grundstruktur in der Krise: *Banken gläubiger sind ebenso wie Unternehmen am professionellen Durchtauchen, am Überwinden der Krise interessiert*. Die Manager von Wertpapierfonds hingegen haben ihre Anstrengungen vorrangig auf die Sicherung der ihnen anvertrauten Vermögen zu konzentrieren, sodass ihr risikoaverses Verhalten zum raschen Entzug von Liquidität führen kann, wenn es etwa um die Refinanzierung oder gar Aufstockung von Anleihen für gefährdete Unternehmen geht.

### **Ratings als gemeinsame Marktsprache**

Voraussetzung für die volle Ausschöpfung der Kapitalmarkt-Möglichkeiten im Fremdmittel-Bereich ist die Durchführung eines externen Unternehmens-Ratings. Gerade dort, wo Unternehmensrisiken im Zuge der Platzierung einer Anleihe breit an Anleger gestreut werden, die mit dem Unternehmen in keiner direkten Verbindung stehen, sind Investoren auf Rating-Informationen angewiesen. Ratings senken die Informationskosten, sie beseitigen durch unabhängige, objektive Recherchen Informations-Asymmetrien zwischen den Emissionsbanken und den Anlegern.

Erst mit den Ratings wird eine Referenz-Plattform für den Handel mit und den Tausch von Unternehmensrisiken geschaffen, entsteht Marktvertrauen, wird Liquidität auf breiter Basis verfügbar. Ratings sind die Symbole einer gemeinsamen Marktsprache, die wegen ihrer Einfachheit auch von globalen Marktpartnern flüssig gesprochen wird. Als kleinster gemeinsamer Verständigungs-Nenner zwischen den Marktpartnern *objektivieren sie die Kosten für Fremdmittel je nach Bonität und Laufzeit.*

Traditionelle Heimvorteile der früheren nationalen Kapitalmärkte (domestic markets) gehen sowohl in der Banken-Refinanzierung als auch in den Kosten für den Unternehmenskunden verloren, die bis heute beträchtlichen Unterschiede in den Kreditmargen der einzelnen europäischen Länder nivellieren sich. In Summe führt diese Marktrationalität jedoch zu mehr Vorteilen als Nachteilen. Gerade im Anleihenmarkt zeigen sich die Chancen der Objektivierung *durch Ratings für bisher weniger beachtete Unternehmen*, die im traditionellen Finanzierungssystem nicht von Gewohnheitsrechten und „Name lending“ profitieren konnten. Völlig neue Spieler können zu langfristiger Liquidität kommen, wenn sie den strengen Filter der Rating-Agenturen passiert haben.

Dies ist von besonderer Bedeutung im ebenfalls stark wachsenden Markt der auf Grund größerer Risiken meist sub-investment-grade eingestuften Anleihen (High-Yield-Bonds), wie sie für stark wachsende Unternehmen im Technologiebereich oder in Verbindung mit großvolumigen Unternehmenskäufen etwa der Telekom-Branche typisch sind. High-Yield Bonds haben im Anleihenbereich eine in mancher Hinsicht mit Mezzanine-Kapital vergleichbare Funktion. Sie zählen wie das Mezzanine-Kapital auch zu den sogenannten hybriden Finanzierungs-Instrumenten, die Merkmale von Eigenkapital wie Fremdkapital in sich vereinen.

### **Securitization: Die Verbriefung von Forderungen**

Es ist ein Charakteristikum reifer Kapitalmärkte mit hoher Liquidität und differenzierten Veranlagungsbedürfnissen, dass nicht nur – wie bei Unternehmensanleihen – ein bestimmtes unternehmerisches Einzelrisiko durch Wertpapiere handelbar gemacht wird, sondern ganze Pakete von kleineren *Einzelforderungen in Wertpapiere gebündelt* und damit kapitalmarkt-tauglich werden.

Bankenseitig liegt die Motivation für die Bündelung von (Kredit-)Forderungen und deren Auslagerung aus der Bilanz in der Entlastung der Bilanz von mit Eigenmitteln zu unterliegenden Forderungen (Assets). Technisch gesehen werden die Forderungen meist in eine rechtliche verselbständigte Einheit (Conduit in Form einer Special Purpose Company) verkauft, die sich ihrerseits auf den Kapitalmärkten durch die Ausgabe von in den verschiedenen Risiko-Tranchen gesondert gerateten Wertpapieren refinanziert. Die so entstehenden Wertpapiere heißen Asset-backed-securities (ABS), weil ihr Wert – aber auch ihr Risiko – in dem ihnen zugrundeliegenden Pool an Forderungen besteht.

Derartige *synthetische Instrumente* können auch aus Portfolios von Anleihen gebildet werden, wobei die Vielzahl der Varianten zunimmt, je weiter ein Kapitalmarkt entwickelt ist. Es kommen aber auch andere Finanzaktiva in Frage: ABS-Papiere werden aus Hypothekendarlehen (Mortgage-backed Securities) ebenso gebildet wie aus Kreditkartenforderungen oder einem revolvingierenden Bestand von – durch das Wertpapier vorfinanzierbaren – Kundenforderungen.

ABS-Verbriefungen sind keinesfalls ausschließlich ein Optimierungsinstrument für die Finanzindustrie selbst. Die Sekundärwirkung der damit erreichbaren Eigenmittelentlastung der Finanzinstitute besteht in einer Verbreiterung der Investorenbasis für Markt- und Unternehmensrisiken. Es entsteht damit *Spielraum für neue Risiko-Entscheidungen*, die ohne Schaffung des synthetischen Wertpapiers an der Eigenmittelbarriere gescheitert wären.

Die *direkte Nutzung des ABS-Instrumentariums durch Unternehmen* erfolgt mit dem Ziel einer Verbesserung ihrer Bilanzstruktur und der Erschließung neuer Finanzierungsquellen. Die in der Regel doch sehr hohen Kosten der Strukturierung und des laufenden Forderungsmanagements lohnen sich allerdings erst ab einer großen Grundgesamtheit an Forderungstiteln, aus denen der für die Wertpapierdeckung taugliche Bestand gezogen werden kann. Auch die Vorfinanzierung künftig regelmäßig erwartbarer Einkommensströme kann Gegenstand von Verbriefungen sein.

## **Die Internationalisierung des Kreditmarktes**

Die dynamische Entwicklung der Anleihenmärkte mit der zunehmenden Bedeutung von Corporate Bonds und ABS-Papieren hat bis heute zu keiner Verminderung der Bedeutung des Kreditgeschäftes geführt, vielmehr haben beide Formen der Fremdmittelaufnahme parallel zur Außenfinanzierung durch Eigenmittel von Börsen und Venture-Capital-Gebern zugenommen.

Bedingt durch die *Angleichung des Margengefüges entlang von – bankinternen oder externen – Ratings und Laufzeiten* vereinheitlichen sich auch die Kreditmärkte. Gleichzeitig führt die Konzentration im Bankensektor verbunden mit einer konsequenteren Handhabung des Kreditrisiko-Managements zu einem verstärkten *Bedürfnis nach Risikostreuung*. Während Risikostreuung im Anleihenbereich durch die Platzierungspolitik gesteuert wird, ist dies im Kreditbereich durch Syndizierung von Krediten möglich.

Die *Europäisierung des Kreditmarktes* in Verbindung mit einer transparenten Risikostruktur und einer Nivellierung des bisher in den einzelnen Ländern stark unterschiedlichen Margengefüges hebt jedenfalls auch für den Kreditmarkt nationale Grenzen auf. Wenn es gelingt, *interne Ratings der Banken* im Rahmen der neuen Basler Richtlinien zu einem *Referenzmass für die Handelbarkeit von Risiken mittlerer und kleinerer Unternehmen* zu machen, wäre damit eine wichtige Grundlage für die weitere Professionalisierung des klassischen Kreditgeschäftes gelegt.

Der Kredit gewinnt wichtige Elemente seiner Qualität für den Unternehmenskunden durch seine hohe Flexibilität in der Gestaltbarkeit. Gerade weil er nicht standardisiert sein muss, um für den Kapitalmarkt geeignet zu sein, erlaubt er eine Kombination von Schnelligkeit in der Entscheidung mit Laufzeiten, die der Bilanzstruktur und einem spezifischen Projekt adäquat sind ebenso wie mit anderen Risikoschichten. In Summe ist so eine Optimierung der Passivseite der Unternehmensbilanz erreichbar, wie sie mit Kapitalmarktprodukten allein in vergleichbarer Weise nicht möglich ist.



Darüber hinaus ist es über die Laufzeit eines Kreditengagements hinweg viel leichter, *Anpassungen an neue Gegebenheiten* vorzunehmen und unter Anwendung aller Instrumente zur *Zins- und Kursrisiko-Sicherung* (Derivate) ständig an der Optimierung der Kostenstruktur zu arbeiten.

In dieser Eigenschaften-Kombination *stellt der Kredit auch unter den neuen Rahmenbedingungen* für die überwiegend klein- und mittelbetrieblich strukturierte europäische Unternehmenslandschaft – außerhalb des unter großen Wachstumszwängen und exponierten Risikoprofilen operierenden Technologie-Segments – *das maßgebliche Instrument zur weiteren Expansion dar*. Die Unternehmen werden davon umso besser Gebrauch machen können, je mehr sie von Finanzierungsfragen verstehen und die Informationsqualität gegenüber den Banken verbessern.

### **Die neue Unternehmensfinanzierung: mit starken Banken *und* Kapitalmärkten**

Wünschenswert scheint die gezielte Weiterentwicklung und *Professionalisierung des Kreditgeschäftes* nicht zuletzt auch deshalb, weil die Entwicklungen der letzten Jahre die vielfach vertretene Behauptung einer *Überlegenheit der kapitalmarktorientierten gegenüber der traditionell bankorientierten Finanzierungskultur widerlegt* haben. Die kaum erst überstandene Kapitalmarktkrise zeigt, wie viel Unsicherheit auf Kapitalmärkten in Fragen der Unternehmensbewertung, der Bilanzierung und der Corporate Governance besteht – alles Themenbereiche, die in der traditionellen, bankorientierten Finanzierungskultur vernünftig gelöst sind.

Es ist offensichtlich, dass Europa einen Nachholbedarf in Kapitalmarkt- und Risikoprodukten hat. Das bedeutet aber nicht, dass eine kapitalmarktorientierte Finanzierungskultur immer die beste Unternehmens-Umgebung liefern kann. Der spezifisch europäische Weg könnte unter den neu geschaffenen Voraussetzungen des Euro-Kapitalmarktes vielmehr darin liegen, die gewachsenen *Vorteile der Bank-Orientierung des Firmenkundengeschäftes für die Unternehmen mit den neuen Möglichkeiten der Kapitalmärkte bestmöglich zu verknüpfen*.

*Finanzintermediäre (also Banken) und Finanzmärkte haben in der richtigen Kombination Finanzierungsfunktionen für unterschiedliche Typen, Größenordnungen und Entwicklungsphasen von Unternehmen zu erfüllen*. Gerade Banken haben letztlich über ihre Kundenbeziehung das Know-how entwickelt, um zwischen Firmen, die ihre Kredite zurückzahlen, und solchen, die ihren Zahlungsverpflichtungen möglicherweise nicht nachkommen können, zu unterscheiden. Sie sind damit in der Lage, Finanzmittel zielgerichtet und rentabel von den Sparern zu den Investoren (Unternehmen) weiterzuleiten.

Andererseits können die Kosten bei einer Finanzierung über den Kapitalmarkt für Kreditnehmer guter Bonität im Einzelfall auch niedriger sein, als wenn sie die Mittel bei Banken aufnehmen, da Anleger bereit sind, einen höheren Preis für ihre Kreditwürdigkeit zu zahlen. Außerdem sind Banken möglicherweise weniger risikobereit als bestimmte Anleger, was Kreditnehmer mitunter dazu zwingt, sich Mittel über die Ausgabe von hochverzinslichen Anleihen zu verschaffen, die von weniger risikoscheuen Anlegern gekauft werden.“

Mit anderen Worten: *Banken können dazu beitragen, dass Ressourcen optimal eingesetzt werden, weil sie sich mit Unternehmensrisiken gut auskennen*. Sie helfen überdies, den „moral hazard“ zu vermeiden, der leicht entstehen kann, wenn man über fremdes (Anleger-)

Geld disponiert. *Andererseits können Kapitalmärkte nicht nur viel größere Volumina aufnehmen sondern auch Risiken mit übernehmen, die nun einmal nicht „bankable“ sind.*

*Eine gut entwickelte Finanzierungskultur soll effiziente Finanzierungsentscheidungen ermöglichen, den Einsatz knapper Ressourcen optimieren und damit das Wirtschaftswachstum fördern. Es spricht viel dafür, eine europäische Finanzierungskultur dergestalt zu fördern, dass die Instrumente beider Ausprägungen – der bankorientierten ebenso wie der kapitalmarktorientierten – in der Lage sind, Unternehmen in den unterschiedlichen Anlassfällen und Entwicklungsphasen bestmöglich zu unterstützen.*