

Trautvetter, Andreas

**Research Report**

## Bedeutung der Eigenkapitalausstattung für den Mittelstand

HWWI Policy Paper, No. 56

**Provided in Cooperation with:**

Hamburg Institute of International Economics (HWWI)

*Suggested Citation:* Trautvetter, Andreas (2011) : Bedeutung der Eigenkapitalausstattung für den Mittelstand, HWWI Policy Paper, No. 56, Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut (HWWI), Hamburg

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/51566>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



Hamburgisches  
WeltWirtschafts  
Institut

# Bedeutung der Eigenkapitalausstattung für den Mittelstand

Andreas Trautvetter

HWWI Policy  
Paper 56

bm|t

beteiligungsmanagement  
thüringen gmbh

Studie im Auftrag der bm-t beteiligungsmanagement thüringen gmbh

Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut (HWWI) | 2011  
ISSN 1862-4960

Andreas Trautvetter  
Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut (HWWI)  
Zweigniederlassung Thüringen  
Gorkistraße 9 | 99084 Erfurt  
Tel +49 (0)361 7447 - 199 | Fax +49 (0)361 7447 - 454  
trautvetter@hwwi.org

HWWI Policy Paper  
Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut (HWWI)  
Heimhuder Straße 71 | 20148 Hamburg  
Tel +49 (0)40 34 05 76 - 0 | Fax +49 (0)40 34 05 76 - 776  
info@hwwi.org | www.hwwi.org  
ISSN 1862-4960

Redaktionsleitung:  
Thomas Straubhaar (Vorsitz)  
Michael Bräuninger  
Silvia Stiller

© Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut (HWWI)  
Erste Version: Februar 2011. Finale Version: Oktober 2011  
Alle Rechte vorbehalten. Jede Verwertung des Werkes oder seiner Teile  
ist ohne Zustimmung des HWWI nicht gestattet. Das gilt insbesondere  
für Vervielfältigungen, Mikroverfilmung, Einspeicherung und Verarbei-  
tung in elektronischen Systemen.



Hamburgisches  
WeltWirtschafts  
Institut

## Bedeutung der Eigenkapitalausstattung für den Mittelstand

Andreas Trautvetter

Studie im Auftrag der  
bm-t beteiligungsmanagement thüringen gmbh



Erste Version: Februar 2011. Finale Version: Oktober 2011.

Inhalt:

## Kapitel 1 Einleitung

1.1. Bedeutung des Eigenkapitals für Unternehmen

1.2. Einfluss durch Basel II und Rating

## Kapitel 2 Analyse Eigenkapitalsituation mittelständischer Unternehmen

2.1. Eigenkapitalausstattung deutscher Unternehmen

2.2. Beteiligungskapital in Europa und in Deutschland

2.3. Unternehmensfinanzierung im Wandel

2.4. Eigenkapitalbedarf und Angebot

2.5. Eigenkapitalangebote in Thüringen

## Kapitel 3 Eigenkapitalstärkung für mittelständische Unternehmen

3.1. Private Equity und Venture Capital

3.2. Mezzanine Kapital

3.3. Nachrangige Darlehen und Bürgschaften

3.4. Investitionsförderprogramme

## Kapitel 4 Handlungsempfehlungen und Fazit

Anlagen:

-Abkürzungsverzeichnis

-Quellenverzeichnis

# 1. Einleitung

## 1.1. Bedeutung des Eigenkapitals für Unternehmen

Eigenkapital umfasst alle Mittel im Unternehmen, die vom Eigentümer zu dessen Finanzierung selbst aufgebracht oder als erwirtschafteter Gewinn im Unternehmen belassen wurde. Die Eigenkapitalquote ist der prozentuale Anteil des Eigenkapitals an der Bilanzsumme des Unternehmens.

Die Frage, ob die Eigenkapitalausstattung mittelständischer Unternehmen in Deutschland ausreichend ist, lässt sich nicht pauschal beantworten. Es gibt auch keine allgemein geltenden Richtwerte dazu. Es kann durchaus sein, dass abhängig von der Branche, der Unternehmensgröße oder anderen Kennziffern die notwendige Eigenkapitalausstattung variieren kann. Eine solide Ausstattung mit Eigenkapital ist und bleibt indes die unverzichtbare Voraussetzung für nachhaltigen wirtschaftlichen Erfolg jedes Unternehmens. Die Mehrzahl kleinerer und mittlerer Unternehmen in Deutschland sind Personengesellschaften oder Einzelunternehmen. Diese weisen in der Regel eine hohe kreditbasierte Fremdkapitalquote aus. Diese Eigenkapitalschwäche hat sich traditionell in Deutschland entwickelt, da die typische Unternehmensfinanzierung der Kredit war. Zusätzlich haben die rechtlichen, institutionellen und steuerlichen Regelungen in Deutschland die Eigenkapitalbildung eher gebremst als gefördert. Die steuerlichen Rahmenbedingungen sind auch heute nicht dazu geeignet, um eine stärkere Eigenkapitalbildung durch steuerliche Anreize zu fördern.

Die Finanzierungslandschaft in Deutschland hat sich in den letzten Jahren nachhaltig gewandelt und damit steht auch die Unternehmensfinanzierung vor tiefgreifenden Veränderungen. Vor dem Hintergrund des zunehmenden internationalen Wettbewerbs und vor allem in Folge der Banken- und Finanzmarktkrise spielen Rentabilitäts- und Risikogesichtspunkte in der Geschäftspolitik der Finanzinstitute eine wesentlich größere Rolle. Durch diesen Wandel auf den Finanzmärkten bekommt die Eigenkapitalquote kleinerer und mittlerer Unternehmen eine zunehmend höhere Bedeutung, um insbesondere den erschwerten Fremdfinanzierungsbedingungen zu

begegnen. Die internationalen Regeln zur höheren Eigenkapitalunterlegung bei Banken durch Basel III, die ab 2013 gültig sein werden, verstärken zusätzlich die Bedeutung des Eigenkapitals für alle mittelständischen Unternehmen.

Viele Unternehmen müssen ihre Kapitalstruktur grundlegend überdenken und dabei der Stärkung des Eigenkapitals besondere Aufmerksamkeit schenken. Ausreichendes Eigenkapital ist der beste Weg, Investitionen zu finanzieren und somit Wachstum zu ermöglichen. Die Höhe des Eigenkapitals ist ein wichtiger Faktor bei der Bonitätsprüfung der Unternehmen und ist damit bei der Inanspruchnahme von Fremdfinanzierungsinstrumenten ein wichtiger Indikator für die Unternehmenssolvenz. Dazu ist gerade in Zeiten hoher wirtschaftlicher Unsicherheit das Eigenkapital der wichtigste Risikopuffer für das Unternehmen selbst. Eine Verbesserung der Eigenkapitalquote führt zur Verbesserung der Kreditfähigkeit des Unternehmens und durch den Aufbau einer angemessenen Eigenkapitalstruktur wird ein Puffer aufgebaut, der etwaige Verluste im operativen Geschäft auffangen kann, was nach den Erfahrungen der Wirtschaftskrise mit einem plötzlichen hohen Umsatzeinbruch für ein mittelständisches Unternehmen überlebenswichtig sein kann.

Die Gewinnthesaurierung ist der klassische Weg der Eigenkapitalbildung im Unternehmen. Sie wird auf Grund der hohen Kosten- und Steuerbelastung in Deutschland ein schwieriger Weg bleiben. Zudem ist die Gewinnthesaurierung wenig geeignet, die Eigenkapitalausstattung kurzfristig zu verbessern. Mittelständische Unternehmen müssen, um ihre Eigenkapitalausstattung kurzfristig zu verbessern, auf eigenkapitalähnliche externe Finanzierungsformen zurückgreifen.

## 1.2. Einfluss durch Basel II und Rating

In Folge der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise ist für die Unternehmen ein verändertes Umfeld mit hohen Risiken entstanden. In diesem Umfeld bewegen sich Kreditinstitute und Unternehmen gleichermaßen und bei den Kreditinstituten ist dies zwangsläufig mit einer erhöhten Risikosensibilität verbunden.

Die Risikobewertung des Kreditgeschäftes ist auch als Vorsorge für zukünftige Krisensituationen nicht nur notwendig, sondern wird von der staatlichen Bankaufsicht verlangt. Seit den 1980er Jahren existiert der „Baseler Ausschuss für Bankaufsicht“. Dieser Ausschuss bestimmt international abgestimmte Regeln, nach denen jedes Kreditgeschäft mit einem bestimmten Satz an bankeigenem Eigenkapital unterlegt werden muss. Bis 2006 galten die Regeln von **Basel I**, die einen pauschalen Unterlegungssatz von 8% des Kreditvolumens für alle Kredite vorsah. Damit wurden alle Kredite ohne Berücksichtigung der Bonität des Schuldners gleichbehandelt.

Seit 2007 gilt mit **Basel II** die Neufassung der Eigenkapitalvorschriften. Die grundlegende Änderung von **Basel II** gegenüber **Basel I** ist, dass jeder Kredit einzeln am tatsächlichen Ausfallrisiko zu bewerten ist. Damit ist in Folge von **Basel II** jeder Kredit an ein Unternehmen auf Basis der Bonität des Einzelkunden mit einer entsprechenden Eigenkapitalunterlegung verbunden. Bei Vergabe von Krediten an Unternehmen mit überdurchschnittlicher Bonität und geringeren Ausfallrisiko muss der Kredit entsprechend mit weniger Eigenkapital unterlegt sein als bisher, bei Krediten mit schlechterer Bonität steigen die Eigenkapitalforderungen. Die Ermittlung des Ausfallrisikos erfolgt in der Regel durch einen bankinternen Ratingprozess.

Für das Unternehmensrating benötigen die Kreditinstitute eine Fülle von Informationen über die Unternehmensentwicklung und seine Planung für die Zukunft. Damit kommt neben der reinen Bewertung der betriebswirtschaftlichen Ergebnisse des Unternehmens einer umfassenden Unternehmenskommunikation mit den Kreditinstituten eine Schlüsselrolle für eine erfolgreiche Unternehmensfinanzierung zu. Gerade in Folge der Finanzmarktkrise sind Faktoren, wie Auftragsentwicklung, Auslandsengagement, Liquiditätsentwicklung, Informationen zur Unternehmensführung, Qualifikation des Fachpersonals und der Marktposition von entscheidender Bedeutung für das Ratingergebnis. In einem Finanzierungskonzept zur Deckung eines



eventuell entstehenden zusätzlichen Finanzbedarfes spielen sie damit eine wichtige Rolle.

Natürlich werden auch nach **Basel II** Bankkredite die wichtigste Finanzierungsform mittelständischer Unternehmen bleiben. Es ist aber im Hinblick auf das Rating von Unternehmen sinnvoll, den Finanzierungsbedarf insbesondere mittels einer verbesserten Eigenkapitalausstattung durch die Nutzung weiterer Finanzierungsinstrumente zu optimieren. Dabei kommen vor allem mittelständische Beteiligungsinstrumente, Leasing, Factoring und mezzanine Finanzierungen in Frage. **Einem Unternehmen, dem es wegen unzureichender Eigenkapitalausstattung nicht möglich ist, seinen Kreditrahmen zu erweitern, helfen auch keine staatlichen Investitionsförderprogramme, da der zu finanzierende Eigenanteil nicht mehr durch herkömmliche Kreditfinanzierung abgedeckt werden kann.**

Hinzu kommt, dass die Kreditkonditionen von Unternehmen maßgeblich von der Ratingnote abhängen. Beispielhaft sei die Ratingskala der Initiative Finanzplatz Deutschland (IFD) genannt:

Rating	Bonität	Ausfallrisiko innerhalb eines Jahres
1	sehr gut bis gut	bis 0,3 %
2	gut bis zufriedenstellend	0,3 bis 0,7%
3	befriedigend bzw. noch gut	0,7 bis 1,5%
4	überdurchschnittliches Risiko	1,3 bis 3,0%
5	hohes Risiko	3,0 bis 8,0%
6	sehr hohes Risiko	ab 8,0%

(Quelle: Ostdeutscher Bankenverband)

Ein höheres Ausfallrisiko bedeutet für die Banken, dass sie einen entsprechenden Kredit mit mehr Eigenkapital unterlegen müssen. Dies veranschaulicht die Beispielkalkulation in der folgenden Grafik (Grundlage ist eine Eigenkapitalverzinsung von 15%):

## Beispielschema für eine Preiskalkulation eines 1 Mio. € Kredites

Rating des Kunden	2	3	4
Bereitzuhaltendes Eigenkapital	4,0%	8,0%	12,0%
	1 Mio. x 4%= 40.000 x 15%= 6.000 €	1 Mio. x 8%= 80.000 x 15%= 12.000 €	1 Mio. X 12%= 120.000 x 15%= 18.000 €
EK-Verzinsungskosten	0,60 %	1,20 %	1,80 %
Risikokosten	0,10 %	0,75 %	3,00 %
Kreditbearbeitungskosten	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Refinanzierungskosten	2,50 %	2,50 %	2,50 %
<b>Ergibt Mindestkundenzinssatz</b>	<b>4,20 %</b>	<b>5,45 %</b>	<b>8,30 %</b>

(Quelle: Ostdeutscher Bankenverband)

Die mangelnde Eigenkapitalausstattung mittelständischer Unternehmen und das damit verbundene schlechtere Rating haben zur Folge, dass die Kreditinstitute ihre höheren Eigenkapitalverzinsungskosten und die höheren Risikokosten auf die Unternehmen überwälzen. Die durch eine schlechtere Ratingnote einhergehende Verteuerung von Krediten führt zwangsläufig dazu, dass sich die Zinsaufwendungen für die Unternehmen erhöhen.

Obwohl der Zinsaufwand im Vergleich zum Material- und Personalaufwand nur eine untergeordnete Rolle spielt, hat eine solche Kostensteigerung negative Auswirkungen auf das Betriebsergebnis und ist damit mit einer weiteren Verschlechterung der Bonitätsbewertung verbunden. Der Anteil des Zinsaufwandes an den Gesamtkosten lag bei ostdeutschen Unternehmen in den letzten 10 Jahren im Durchschnitt aller Unternehmensgrößen zwischen 1,1% und 1,7% und zwischen 1,9% und 2,2% bei den kleinen Unternehmen.

Da etwa 75% der körperschaftssteuerpflichtigen Unternehmen in Thüringen einen körperschaftssteuerpflichtigen Gewinn von unter 50 000 Euro ausweisen, kann eine Verteuerung von Kreditkonditionen durch ein verschlechtertes Rating ein mittelständisches Unternehmen gefährden.

Deshalb geht es in Zukunft vor allem darum, dass mittelständische Unternehmen in der Gesamtfinanzierung die Kapital- und Finanzstrukturen optimieren. Hierbei stehen vor allem folgende Ansatzpunkte im Focus:

- Eigenkapitalausstattung verbessern
- Finanzierungsstrukturen stärker differenzieren
- Eine wertorientierte Unternehmensstrategie betreiben

Eine breite haftende Basis ist nicht nur der wichtigste Risikopuffer für das Unternehmen selbst, sondern bei der Bonitätsprüfung und der Inanspruchnahme von Finanzierungsinstrumenten ein wichtiger Indikator für die Unternehmenssolvenz.

## 2. Analyse Eigenkapitalsituation

### 2.1. Eigenkapitalausstattung mittelständischer Unternehmen

Im internationalen Vergleich ist die Eigenkapitalausstattung deutscher Unternehmen gemessen an der Eigenkapitalquote von etwas über 10 % sehr gering. Im europäischen Durchschnitt haben wir eine Eigenkapitalquote von 35 % in den USA gar von 45 %. In Österreich ist die Eigenkapitalquote doppelt so hoch wie in Deutschland, in Frankreich und den Niederlanden ist sie sogar mehr als vier Mal so hoch. International werden gemeinhin Unternehmen mit einer Eigenkapitalquote von 30 % und mehr als solide finanziert angesehen. Angesichts der Regeln von **Basel III**, die ab 2013 noch einmal durch die Regeln von **Basel III** verschärft werden, sieht man, dass die geringere Eigenkapitalausstattung deutscher Unternehmen bei den Ratingnoten bereits heute zu einem Wettbewerbsnachteil führt.

Eine der Ursachen liegt in den Besonderheiten des deutschen Finanzierungssystems, wie z.B. dem „Hausbankprinzip“, aber auch die Spezifika des deutschen Steuersystems mit den entsprechenden Rechnungslegungsvorschriften haben bewirkt, dass die Fremdfinanzierung gegenüber der Eigenkapitalbildung für viele Unternehmen die bessere Finanzierungsalternative darstellt. Insbesondere wird dies dadurch deutlich,

dass Zinsen für Fremdkapital als Aufwand gebucht werden kann, während eine Eigenkapitalverzinsung als Aufwand unberücksichtigt bleiben muss.

Fremdkapital ist in Deutschland im internationalen Vergleich eine günstige Finanzierungsquelle, u.a. auch deshalb, da dank einer hohen Wettbewerbsintensität im deutschen Finanzsektor die Margen der Finanzinstitute im internationalen Vergleich sehr gering sind. Mit dem in Deutschland vorherrschenden „Hausbankprinzip“ existieren zwischen Unternehmen und Banken in der Regel langfristige Beziehungen, die bisher (vor Basel II) mit vergleichsweise niedrigen Informationskosten gestaltet worden sind. Einer KfW-Studie zufolge wickeln ca. 40 % der Unternehmen ihre Geschäfte mit nur einer Bank ab.

Das tatsächlich haftende Kapital ist bei den Unternehmen in Deutschland wesentlich größer, als das ausgewiesene Eigenkapital. Dies hat mehrere Ursachen. Zum einen ist der Anteil von Einzelunternehmen und Personengesellschaften, insbesondere bei den mittelständischen Unternehmen besonders hoch. Das hierbei in Privatvermögen befindliche Kapital wird in der Regel ebenfalls zur Besicherung von Unternehmenskrediten herangezogen und ist somit ebenfalls Haftkapital. Zum anderen wurden in deutschen Unternehmen erhebliche auch langfristige Rückstellungen gebildet. Insbesondere langfristige Rückstellungen haben ökonomisch betrachtet eigenkapitalähnlichen Charakter. Trotz dieser Einschätzung zur Höhe des haftenden Kapitals für Unternehmen kommen alle Untersuchungen der KfW, der Deutschen Bundesbank, des DSGV und anderer Institute zu dem gleichen Ergebnis: Die Ausstattung der mittelständischen Unternehmen mit Eigenkapital in Deutschland hat sich zwar in den vergangenen Jahren verbessert, ist aber nach wie vor zu niedrig.

Die aktuelle Bilanzstruktur mittelständischer Unternehmen wird in der Studie „Diagnose Mittelstand 2010“ des DSGV deutlich. Dabei zeigt der Medianwert an, dass 50 % der Unternehmen eine stärkere Eigenkapitalquote haben als der angezeigte Wert, während 50 % darunter liegen. Die Nullpunktquote (NPQ) gibt den Anteil der Unternehmen mit einer Eigenkapitalquote von Null und darunter an, also der eigenkapitallosen oder überschuldeten Unternehmen.

**Eigenkapitalquote  
(in %)**

Umsatz in Euro		2004			2008		
		Gesamt	Ost	West	Gesamt	Ost	West
0 bis 50 Mio.	Median	6,9	9,8	6,6	13,9	17,2	13,6
Mittelstand	NPQ	40,8	34,8	41,6	29,7	24,0	30,2
-davon							
0 bis 1 Mio.	Median	0,0	3,4	0,0	6,3	9,9	5,9
Kleinunternehmen	NPQ	51,5	46,2	52,0	42,9	37,4	43,4
-davon							
1 bis 50 Mio.	Median	12,8	14,3	12,6	17,6	20,4	17,4
Mittelunternehmen	NPQ	27,1	22,2	27,5	19,7	15,7	20,1
über 50 Mio.	Median	26,0	22,4	26,1	28,2	26,7	28,3
Großunternehmen	NPQ	6,0	7,7	5,7	4,9	7,6	4,6

Quelle: DSGV, Diagnose Mittelstand 2010.

Im verarbeiteten Gewerbe betrug die Eigenkapitalquote im Jahr 2008 im Durchschnitt aller mittelständischer Unternehmen 19,7%, bei Kleinunternehmen 6,7% und bei Großunternehmen 23,1%. In Ostdeutschland lauten die entsprechenden Werte im verarbeitenden Unternehmen 24,1%, 11,6% und 27,2%. Die Zahlen zeigen, dass Großunternehmen sehr wohl internationalen Werten entsprechen, dass aber trotz aller Verbesserungen in den letzten Jahren, es den kleinen und mittleren Unternehmen nach wie vor branchenübergreifend an einer ausreichenden Eigenkapitalbasis mangelt.

Auch andere Kennziffern zeigen die Notwendigkeit der verbesserten Eigenkapitalausstattung deutlich. Die Studie „Diagnose Mittelstand 2010“ analysiert ebenfalls die Entwicklung der Umsatzrentabilität. Die geringe Umsatzrentabilität in Ostdeutschland zeigt, dass die meisten der dortigen mittelständischen Unternehmen nicht in der Lage sind, aus dem erwirtschafteten Cash Flow Investitionen oder die finanziellen Auswirkungen von Kriseneinbrüchen zu finanzieren.

## Umsatzrentabilität

Umsatz in Euro		2004			2008		
		Gesamt	Ost	West	Gesamt	Ost	West
0 bis 50 Mio.	Median	5,5	3,1	5,9	5,3	3,1	5,5
Mittelstand	NPQ	21,6	31,1	20,6	20,9	28,6	20,2
-davon							
0 bis 1 Mio.	Median	8,8	5,3	9,1	9,6	6,0	10,0
Kleinunternehmen	NPQ	22,0	30,9	21,0	21,9	29,1	20,9
-davon							
1 bis 50 Mio.	Median	3,5	2,0	3,7	3,7	2,3	3,8
Mittelunternehmen	NPQ	21,2	31,4	20,2	20,5	28,3	19,7
über 50 Mio.	Median	1,6	0,6	1,6	1,5	1,3	1,6
Großunternehmen	NPQ	27,5	43,8	26,0	27,2	37,5	26,4

Quelle: DSGV, Diagnose Mittelstand 2010.

Im verarbeitenden Gewerbe betrug die Umsatzrentabilität im Jahr 2008 im Durchschnitt aller mittelständischen Unternehmen 5,8%, bei Kleinunternehmen 10,8% und bei Großunternehmen 2,5%. In Ostdeutschland sind dabei die Werte im verarbeitenden Unternehmen 3,6%, 7,2% und 2,1% und die Nullpunktquote ist nur geringfügig geringer als im Durchschnitt aller Unternehmen. Es sind damit in Ostdeutschland über ein Viertel aller Unternehmen bei einer Umsatzrentabilität von Null und darunter und damit außerordentlich liquiditätsgefährdet bei solchen Finanz- und Wirtschaftskrisen wie im Herbst 2008.

Inwieweit die positive Entwicklung bei der Stärkung des Eigenkapitals sich nach 2008 fortgesetzt hat, kann wegen fehlender Daten nicht eingeschätzt werden. Die Vermutung liegt aber nahe, dass sich die Eigenkapitalquote im Jahr 2009 wieder deutlich reduziert hat, da durch die Auswirkungen des Wirtschaftseinbruchs nahezu alle Liquiditätsreserven aufgebraucht wurden. Die Studie des Sparkassen- und Giroverbandes „Diagnose Mittelstand 2011“ sagt aus, dass im Jahr 2009 62% der Sparkassen von einer sinkenden Eigenkapitalquote ihrer Kunden berichten. Dies bedarf einer weitergehenden intensiven Branchenanalyse, da die gleiche Studie im statistischen Teil eine Erhöhung des Medianwertes der Eigenkapitalquote ausweist und dies über alle Größenklassen mittelständischer Unternehmen. Eine der Ursachen könnte darin bestehen, dass in den Branchenanalysen alle Unternehmen erfasst sind

und sich in den Kundendateien nicht die wirtschaftliche Struktur des Mittelstandes bezüglich der Verbindung mit westdeutschen Mutterunternehmen widerspiegelt. Die Unternehmensstruktur in Ostdeutschland weist einen deutlichen größeren Anteil von unselbständigen Niederlassungen westdeutscher Unternehmen aus, als in westdeutschen Regionen. Da sich für diese Unternehmen oftmals die Verantwortung für Verwaltung und Finanzverantwortung, Verkauf, Einkauf, sowie Forschung und Entwicklung am Sitz der Muttergesellschaft konzentriert, ist natürlich mit dem Ausweis reiner Produktionsstätten in Ostdeutschland auch eine höhere Eigenkapitalquote dieser Unternehmen verbunden. Für eine diesbezügliche Untersuchung sind keine statistischen Angaben verfügbar und müssten durch direkte Unternehmensanalysen erhoben werden. Wegen der positiven wirtschaftlichen Entwicklung des Jahres 2010 ist ab diesem Jahr auch eine weitere Stärkung der Eigenkapitalquote zu erwarten.

Obwohl nur wenige auf Thüringen regionalisierten Daten vorliegen, ist zu erwarten, dass die Situation der thüringischen mittelständischen Unternehmen mit denen der anderen ostdeutschen Länder vergleichbar ist. Neuere Untersuchungen, z.B. des IWH die als Datengrundlage vor allem technologieintensive Wirtschaftszweige haben, weisen für Thüringen und Sachsen teilweise höhere Eigenkapitalquoten aus als in Westdeutschland. Andererseits weisen Veröffentlichungen, wie von der Firma Bürgel, über den höheren Anteil von Unternehmensinsolvenzen in Ostdeutschland ausdrücklich darauf hin, dass der Hauptgrund in der fehlenden Eigenkapitalausstattung der großen Anzahl junger Unternehmen gesehen wird. Auch dieses bestätigt die Vermutung, dass eine der Ursachen in den unterschiedlichen Gesellschafterverhältnissen des westdeutschen und ostdeutschen Mittelstandes liegt. Wegen der ausgeprägten mittelständischen Struktur und der höheren Anzahl von Kleinunternehmen und Existenzgründern dürfte allerdings dieser Bereich der Thüringer Wirtschaft besonders von der Eigenkapitalschwäche betroffen sein.

Kontinuierliche positive wirtschaftliche Entwicklung in einem Unternehmen setzt nicht nur Arbeit sondern auch Kapital voraus. Ist die Eigenkapitalquote zu niedrig, werden sowohl die Kapitalzufuhr durch Dritte als auch Investitionen erschwert, und das Unternehmen ist anfälliger für konjunkturelle Schwankungen. Insbesondere, wenn man bedenkt, dass 99,7% der 3,4 Mio. Unternehmen in Deutschland dem Mittelstand zuzurechnen sind und dieser die tragende Säule der Volkswirtschaft ist, ist es bedenklich, wenn wegen fehlender Eigenkapitalausstattung infolge weltweiter Krisen,

die auch durch die nationale Wirtschaftspolitik in Deutschland schwer zu beeinflussen sind, dieser Bereich nicht stabil genug ist, um solchen Krisen standzuhalten.

## 2.2. Beteiligungskapital in Europa und in Deutschland

Wie bereits in der Einleitung analysiert, spielte privates außerbörsliches Beteiligungskapital in Deutschland kaum eine Rolle. Obwohl die Ursprünge des deutschen Beteiligungsmarktes bis in die Jahre des wirtschaftlichen Aufschwungs in Westdeutschland in den 1960er Jahren zurückgeht, dauerte es bis in die 1990er Jahre, bis Beteiligungskapital als Finanzierungsquelle in Deutschland anerkannt wurde.

In den letzten Jahren haben die Bruttoinvestitionen des Beteiligungsmarktes in Deutschland zwar deutlich zugenommen, spielen aber noch lange nicht die bedeutende Rolle in der Unternehmensfinanzierung, wie z.B. in Großbritannien.

Die Branchenstatistik des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) weist im Jahr 2008 in Europa ein Investitionsvolumen von 54,0 Mrd. Euro und im schwierigen Krisenjahr 2009 immerhin ein Investitionsvolumen von 23,4 Mrd. Euro aus. Deutschland als größte Wirtschaftsnation in Europa spielt zwar in diesem Markt eine bedeutende Rolle, ist aber gemessen an der Wirtschaftskraft deutlich unterproportional beteiligt. Nachfolgende Tabelle stellt die wichtigsten Beteiligungsmärkte in Europa dar:

**Investitionen in Europa 2008 und 2009 (Branchenstatistik)**

	2008		2009	
	Mrd. Euro	Anteil in %	Mrd. Euro	Anteil in %
Europa	54,0		23,4	
Großbritannien	22,5	41,7	8,9	38,0
Frankreich	8,5	15,7	3,4	14,5
Deutschland	7,1	13,1	2,2	9,4
Schweden	3,3	6,1	1,2	5,1
Belgien	0,7	1,3	1,1	4,7
Italien	3,1	5,7	1,0	4,3
Spanien	1,6	3,0	0,9	3,8
Niederlande	1,8	3,3	0,8	3,4
Schweiz	1,2	2,2	0,7	3,0

Quelle: BVK-Jahresstatistik 2009.



In Deutschland selbst ist der Beteiligungsmarkt sehr unterschiedlich ausgeprägt. Im Jahr 2008 investierten Beteiligungsunternehmen insgesamt 7,1 Mrd. Euro in 1.392 Unternehmen, davon 1.230 Unternehmen in Deutschland. Im Jahr 2009 war es ein Investitionsvolumen von 2,2 Mrd. Euro in 1.324 Unternehmen, davon 1.177 Unternehmen in Deutschland.

In welche Regionen deutsche Beteiligungsunternehmen investieren, zeigt nachfolgende Tabelle:

**Investitionen in Deutschland nach Regionen  
(Branchenstatistik)**

	2008		2009	
	Mio. Euro	Anteil in %	Mio. Euro	Anteil in %
Deutschland	7.108,8		2.171,6	
Baden-Württemberg	605,3	8,5	165,3	7,6
Bayern	1.018,4	14,3	322,1	14,8
Berlin	171,2	2,4	177,1	8,2
Brandenburg	20,8	0,3	24,3	1,1
Bremen	5,4	0,1	2,0	0,1
Hamburg	114,7	1,6	266,4	12,3
Hessen	738,5	10,4	110,0	5,1
Mecklenburg-Vorp.	20,2	17,6	46,3	17,4
Niedersachsen	211,0	3,0	9,4	0,4
Nordrhein-Westfalen	2.966,3	41,7	153,3	7,1
Rheinland-Pfalz	263,3	3,7	31,3	1,4
Saarland	18,4	0,3	2,1	0,1
Sachsen	45,4	0,6	54,4	2,5
Sachsen-Anhalt	8,2	0,1	28,4	1,3
Schleswig-Holstein	57,3	0,8	47,4	2,2
Thüringen	160,0	2,3	12,3	0,6
Europa	406,4	5,7	504,4	23,2
außerhalb Europa	166,1	2,3	74,5	3,4
Unbekannt	111,9	1,6	140,6	6,5

Quelle: BVK-Jahresstatistik 2009.

Thüringen ist zwar die Region in Ostdeutschland, die der wichtigste Markt für Beteiligungskapital ist, spielt aber im Beteiligungsmarkt in Deutschland eher eine nachrangige Rolle. Der Anteil des Investitionsvolumens von Beteiligungsunternehmen in Deutschland betrug im Jahr 2008 nur 2,3% und im Jahr 2009 nur 0,6%. Dies kann in Zukunft bei geänderten Unternehmensfinanzierungsbedingungen durch Basel III durchaus zu einem Wettbewerbsnachteil Thüringer Unternehmen führen.

### **2.3. Unternehmensfinanzierung im Wandel**

Spätestens seit der Gültigkeit der Regeln von Basel II stellt sich die Frage nach der optimalen Eigenkapitalausstattung mittelständischer Unternehmen und vor allem die, wie die vorhandene Eigenkapitallücke geschlossen werden kann.

Die klassische Fremdfinanzierung mittels Hausbankdarlehen, die bei kontinuierlicher positiver wirtschaftlicher Entwicklung die für die Unternehmen scheinbar günstigste Form der Unternehmensfinanzierung ist, zeigt sich insbesondere in wirtschaftlichen Krisenzeiten für eine optimale Unternehmensfinanzierung den Regeln von Basel II nicht gewachsen. Gerade in Folge der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise wird deutlich, dass aufgrund des begrenzten Selbstfinanzierungspotentials durch Einlagenfinanzierung, Gesellschafterdarlehen, sowie der Thesaurierung von Gewinnen die Eigenkapitallücke nur durch Quellen außerhalb des Unternehmenskreises gedeckt werden kann.

Unternehmensfinanzierung ist durch Basel II zu einer strategischen Managementaufgabe geworden, der sich vor allem mittelständische Unternehmen mit der gleichen Sorgfalt widmen müssen, wie sie mit unternehmerischer Eigenverantwortung, Intensität und Kreativität das operative Geschäft betreuen.

Basel II und Rating verlangen eine professionelle Finanzierungsstrategie, die die bisher auf Bankkredite orientierte Unternehmensfinanzierung neu gestalten muss. Insbesondere die stärkere Öffnung gegenüber den Kapitalmärkten ist im Rahmen der Erschließung von alternativen Finanzierungswegen und -formen von Bedeutung. Vorrangig ist dabei die Schließung der Eigenkapitallücke durch eine verstärkte Nutzung von Eigenkapital- und Mezzanine-Finanzierung durch eine nachhaltige Eigenkapitalstrategie im Unternehmen.

Auch für mittelständische Unternehmen eignen sich viele alternative Finanzierungsinstrumente zur Stärkung der Eigenkapitalbasis.

Dabei stellen sich für Unternehmen vor allem folgende Fragen:

- Welche Alternativen zu Bankkrediten sind realisierbar?
- Welche Vor- und Nachteile sind mit den einzelnen Finanzierungsformen verbunden?

Es müssen vor allem Partner außerhalb der bekannten Institutionen gefunden werden, die bereit sind, die notwendigen Mittel in der geeigneten Finanzierungsform zur Verfügung zu stellen.

Da für die Mehrheit der mittelständischen Unternehmen der klassische Weg der Eigenkapitalbeschaffung von außen durch einen Börsengang nicht in Frage kommt, bietet sich vor allem Private Equity und Mezzanine-Kapital an, da sie die Eigenkapitalbasis stärken und somit die Finanzierungsstruktur und damit auch das Bonitätsrating verbessern.

Eine Stärkung des Eigenkapitals durch Zuführung von außen darf allerdings nicht dazu führen, dass die Maßnahmen der Innenfinanzierung vernachlässigt werden. Zusätzliches Eigenkapital von bestehenden Gesellschaftern und Schaffung von Liquidität aus dem Unternehmen heraus, z.B. Factoring, Forfaitierung, hat nach wie vor eine hohe Bedeutung. Hinzu kommt insbesondere für mittelständische Unternehmen der Abbau von Informationsdefiziten zwischen Unternehmen und Kapitalgebern.

## **2.4. Eigenkapitalbedarf und Angebot**

In einer Unternehmensbefragung, die die KfW zusammen mit 20 Wirtschaftsverbänden durchgeführt hat, berichten rund ein Drittel der Befragten von Problemen bei der Unternehmensfinanzierung. Als wichtigsten Grund für abgelehnt Kreditwünsche wurden dabei die unzureichende Eigenkapitalquote ausgeführt.

Im Zuge der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise dürfte die Möglichkeit der Eigenkapitalbildung aus Gewinnen eher eingeschränkt beurteilt werden. Darüber hinaus wird die Steuerpolitik aufgrund der angespannten Lage öffentlicher Haushalte und des damit vorhandenen eingeschränkten Handlungsspielraumes kaum in der Lage

sein, unterstützend für die Eigenkapitalbildung mittels Innenfinanzierung von Unternehmen tätig zu werden.

Der Börsengang kommt nur für einen kleinen Teil von in der Regel größeren Unternehmen und innovativen und schnell wachsenden Unternehmen in Betracht. Es bleibt damit für die große Masse mittelständischer Unternehmen in der Regel nur die Beteiligungsfinanzierung.

Der Markt für privates Beteiligungskapital konzentriert sich allerdings sehr stark auf größere Unternehmen und den Bereich der dynamischen Jungunternehmen mit Aussicht auf einen baldigen Börsengang und bevorzugt Beteiligungen mit einem Beteiligungskapital von mehr als 5 Mio. Euro. Die Konzentration des privaten Beteiligungsmarktes auf die Frühphasenfinanzierung von innovativen Unternehmen ist in Deutschland besonders ausgeprägt.

Für den klassischen kleineren Mittelstand und insbesondere für die Branchen der sogenannten „Old Economy“ ist der private Beteiligungsmarkt kaum vorhanden.

Der Grund liegt in erster Linie darin, dass private Eigenkapitalgeber in der Regel Eigenkapitalrenditen von 20 % und mehr erwarten, die von mittelständischen Unternehmen außerhalb innovativer Branchen in der Regel nicht zu erwirtschaften sind. Die Vorteile einer zumeist langjährig stabilen Ertrags- und Umsatzentwicklung, aber dafür geringerer Renditeerwartung, sind selten mit den Ertrags- und Renditeerwartungen privater Kapitalgeber in Übereinstimmung zu bringen.

Die mittelständischen Unternehmen unterscheiden sich in der Regel von der Zielgruppe privater PE-Gesellschaften. Es sind hauptsächlich Familienunternehmen, die die Mehrheit der Geschäftsanteile in eigener Hand behalten wollen und deren Bereitschaft gering ist, Dritten Einfluss auf die Geschäftsführung einzuräumen. Der Wert dieser Unternehmen steigt moderat, eine kurzfristige Vervielfachung des Kapitaleinsatzes ist kaum möglich, und die Eigenkapitalrenditeerwartung für fremde Kapitalgeber wird selten 10 % übersteigen. Mittelständische Unternehmen sind an einer allgemeinen Verbesserung der Kapitalstruktur interessiert und erwarten eine möglichst gleichmäßige Verteilung der Beteiligungskosten über möglichst lange Laufzeiten.

Wegen dieser Spezifika mittelständischer Unternehmen funktionieren Kapitalbeteiligungen in der Mehrheit unter folgenden Rahmenbedingungen:

Es werden in der Regel Minderheitsbeteiligungen eingegangen und Eingriffe in die Entscheidungsbefugnisse der Alteigentümer werden nur bei gravierenden Fehlentwicklungen vorgenommen. Als Beteiligungsform kommt primär mezzanines Kapital (z.B. stille Beteiligungen) in Betracht. Der „Exit“ über Börsengang wird die Ausnahme bleiben, er wird in der Regel durch zeitlich definierten Rückkauf des Beteiligungsnehmers erfolgen. Das Beteiligungskapital steht zur allgemeinen Verbesserung der Kapitalstruktur bereit, Wagnisfinanzierungen, Konsolidierungen und Ersatz anderer Kapitalgeber sind auszuschließen.

Untersuchungen der KfW haben deutlich gemacht, dass in diesem Bereich das mangelnde Angebot des privaten Beteiligungsmarktes überwiegend auf ein „mismatch“ der Anforderungen von Anbietern und Nachfragern und das Fehlen von kostengünstigen Instrumenten und Verfahren der Beteiligungsgesellschaften zurück zu führen ist und dadurch Engagements in diesem Marktsegment wenig attraktiv sind.

In den Ländern wird das fehlende Angebot von Beteiligungskapital teilweise durch die mittelständischen Beteiligungsgesellschaften kompensiert. Diese gehen aber in der Regel Einzelengagements von bis zu 1 Mio. Euro ein. Da private PE-Gesellschaften Beteiligungen ab 5 Mio. Euro bevorzugen, ergibt sich vor allem ein nicht abgedecktes Angebotsspektrum von Beteiligungskapital zwischen den Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften und den privaten Beteiligungskapital bei Einzelengagements zwischen 1 und 5 Mio. Euro.

## **2.5. Eigenkapitalangebote in Thüringen**

Im Bundesverband Deutscher Beteiligungsgesellschaften sind im Jahr 2009 insgesamt 217 Beteiligungsgesellschaften organisiert. Davon sind in Thüringen private Beteiligungsgesellschaften nahezu nicht vorhanden. Lediglich ein Kapitalbeteiligungsunternehmen als Tochtergesellschaft eines größeren Thüringer Unternehmens ist in den einschlägigen Verzeichnissen verankert. Privat finanzierte Eigenkapitalbeteiligungen werden von den entsprechenden Anbietern außerhalb Thüringens angeboten bzw. durch Beteiligungsangebote, insbesondere Mezzanine-Finanzierung, der in Thüringen agierenden Kreditinstitute.

Das fehlende Angebot an privatem Beteiligungskapital wird teilweise durch die Mittelständische Beteiligungsgesellschaft Thüringen mbH (MBG) kompensiert. Die MBG geht aber in der Regel nur Einzelengagements von bis zu 1 Mio. Euro ein, die unter bestimmten Bedingungen aufgestockt werden können.

Die MBG Thüringen hatte zum 31.12.2009 einen Beteiligungsstand von 107 Unternehmensbeteiligungen mit einem Gesamtvolumen von 42,2 Mio. Euro. Dabei waren nur 10 Beteiligungsengagement mit einem Einzelvolumen von über 1 Mio. Euro. Das Beteiligungsvolumen bewegt sich seit 2007 etwa auf gleicher Höhe.

Seit Anfang 2010 gibt es in Thüringen über die Kombination einer Beteiligung der MBG mit einem verbürgten Darlehen der Bürgschaftsbank Thüringen ein verbessertes Angebot insbesondere zur Liquiditätssicherung. Dies dürfte allerdings kaum zu einer weiteren Verbesserung der Eigenkapitalsituation in mittelständischen Unternehmen führen, da der verbürgte Teil des Darlehens in der Regel nicht nachrangig ist.

Als öffentliche Beteiligungsgesellschaft existiert in Thüringen die beteiligungsmanagement thüringen GmbH (bm-t), die die Nachfrage nach Beteiligungskapital bedient. Über die bm-t werden die verschiedenen Beteiligungsprogramme des Freistaates Thüringen betreut.

Dabei handelt es sich um

- Thüringer Innovationsfonds
- Venture Capital Thüringen GmbH & Co. KG
- Private Equity Thüringen GmbH & Co. KG I und II
- Thüringer Industriebeteiligungs GmbH & Co. KG

Gemeinsam mit dem Programm Thüringen Kapital der Thüringer Aufbaubank und der MBG Thüringen stehen damit öffentliche Beteiligungsprogramme für alle Unternehmensphasen von der Seed Finanzierung über die Start-Up-Finanzierung und Expansion bis zur Nachfolgeregelung zur Verfügung.

Das Programm Thüringen Kapital bedient nachrangige Darlehen für Existenzgründer und bestehende Unternehmen bis zu einer Höhe von 200 TEuro.

Der Thüringer Innovationsfonds ist schwerpunktmäßig auf innovative Unternehmen in der Start-Up-Phase ausgerichtet und wird als stille Beteiligung bis zu 500 TEuro angeboten.

Die Venture Capital Thüringen GmbH & Co. KG bietet offene Minderheitsbeteiligungen und stille Beteiligungen zwischen 250 TEuro und 2 Mio. Euro an. Die Zielgruppe sind High-Tech-Unternehmen mit überdurchschnittlichen Marktchancen, die in der Phase F+E, Markseinführung und Expansion unterstützt werden.

Die Private Equity Thüringen GmbH & Co. KG I hat Mitte 2009 das Ende der Investitionsphase erreicht und tätigt daher keine neuen Investments mehr. Die Private Equity Thüringen GmbH & Co. KG II beteiligt sich an jungen technologieorientierten Unternehmen und etablierten mittelständischen Unternehmen. Die Beteiligungshöhe beträgt zwischen 1 und 4 Mio. Euro und ist insbesondere auf die Phasen Unternehmensauf- und -ausbau ausgerichtet. Branchenbeschränkungen gibt es nicht.

Die Beteiligungen der Thüringer Industriebeteiligungs GmbH & Co. KG resultieren im wesentlichen aus den Beteiligungen der früheren Programme des Thüringer Industriebeteiligungsfonds, der in den 90-er Jahren zur Sicherung und Expansion wachstumsorientierter industrieller Kerne aufgelegt wurde.

Insgesamt betreut die bm-t für die 5 Beteiligungsfonds mehr als 50 Beteiligungen an Unternehmen und verwaltet ein Fondsvermögen von rund 190 Mio. Euro.

Damit steht im Freistaat Thüringen öffentliches Beteiligungskapital zur Verfügung, wobei die Beteiligungsangebote der bm-t vor allem den Defizitbereich zwischen Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften und privaten PE-Gesellschaften abdecken.

### 3. Eigenkapitalstärkung für mittelständische Unternehmen

#### 3.1. Private Equity und Venture Capital

Die Problemsituation junger wachsender Unternehmen ist gekennzeichnet durch einen relativ hohen Finanzbedarf und besondere qualitative Finanzierungsanforderungen. Junge Unternehmen müssen eine mindest optimale Größe erlangen, die ihnen ein Verbleib am Markt ermöglicht. Insbesondere bei innovativen Unternehmen ist der Kapitalbedarf für F&E-Aktivitäten, Markt- und Absatzbeobachtung, Aufbau längerfristiger Lieferbeziehungen sehr hoch. Da in der Regel die Amortisationszeit der Investition lange Zeiträume einnimmt, sind die Rückflüsse aus dieser Investition noch ungewiss.

In der Seed- und Start-Up-Phase werden oftmals keine Umsätze erzielt, so dass eine Innenfinanzierung aus dem Umsatzprozess nicht möglich ist. In der ersten Wachstumsphase reicht die Mittelfreisetzung über den Umsatzprozess ebenfalls nicht aus, um den wachstumsbedingten Kapazitätsaufbau aus der Innenfinanzierung zu realisieren. Ebenso stehen Anlaufverluste einer Finanzierung aus Gewinnen entgegen. Nicht nur bei fehlenden oder geringen Umsätzen in der Frühphase eines Unternehmens, sondern auch in den Phasen des schnellen Umsatzwachstums reichen die Finanzierungsmöglichkeiten aus dem Umsatzprozess häufig nicht aus, um die Vorfinanzierung des weiterhin hohen Umsatzwachstums intern zu gewährleisten. Der Finanzmittelzufluss muss daher aus externen Quellen generiert werden. Die Möglichkeiten der Fremdkapitalaufnahme sind infolge angespannter Sicherheitenlage und ungünstiger Risikostrukturen meist eingeschränkt. Daher entstehen finanzierungsbedingte Wachstumsbeschränkungen, so dass die Realisation des Entwicklungspfades vom Zugang externen Eigenkapitals abhängt.

Eine der Möglichkeiten, diese Unternehmen mit ausreichend Eigenkapital auszustatten, besteht in der Bereitstellung von Private Equity bzw. Venture Capital. Als Private Equity wird Eigenkapital bezeichnet, das Unternehmen außerhalb der Börse zur Verfügung gestellt wird. Charakteristisch für Private Equity-Finanzierungen ist die Bereitstellung von Eigenkapital gegen die Überlassung von Geschäftsanteilen. Neben der reinen Finanzierungsfunktion umfasst Private Equity ebenfalls eine



unternehmerische Beratung und Unterstützung, deren Umfang und Inhalt vom Bedarf des Unternehmens und durch die Ziele des Kapitalgebers bestimmt wird.

Private Equity kann in allen Phasen des Lebenszyklus eines Unternehmens eingesetzt werden. Die Finanzierungsanlässe sind breit gefächert, vor allem in der Frühphasenfinanzierung und der Wachstumsfinanzierung, aber auch bei Sonderanlässen wie z.B. Börsengang oder Restrukturierung von Unternehmen.

Private Equity sucht Unternehmen, deren Rendite-Risiko-Verhältnis günstig ist und hat damit als Beteiligungsnehmer vor allem etablierte mittelständische Unternehmen, zum Teil auch Großunternehmen. Kapitalbeteiligungen über Private Equity haben einen zeitlich befristeten Investitionshorizont von 3 bis 8 Jahren. In diesem Zeitraum haben auch die Beteiligungsnehmer die notwendigen Entscheidungen zu treffen und umzusetzen, um beim Ausstieg des Kapitalgebers über ausreichendes Eigenkapital zu verfügen. Ein Teilbereich von Private Equity ist Venture Capital. Venture Capital-Finanzierungen setzen in der Frühphase eines Unternehmens ein. Dabei ist es unerheblich, ob in einer Folgefinanzierung das Engagement des Venture Capital-Gebers in eine andere Beteiligungsfinanzierung hineinreicht. Zielgruppe sind vor allem junge innovative Unternehmen mit neuen Produkten.

Die Renditeerwartung von Venture Capital-Gebern basiert überwiegend auf dem Wertezuwachs des Unternehmens. Auf laufende Erträge aus Beteiligungen wird zugunsten eines erwarteten hohen Verkaufserlöses verzichtet. Venture Capital beinhaltet eine aktive, über eine Gremienarbeit hinausgehende unternehmerische Unterstützung der finanzierten Unternehmen und übt damit einen hohen Einfluss auf das operative Geschäft aus.

### 3.2. Mezzanine Kapital

Wie schon in den vorherigen Kapiteln beschrieben, stehen mittelständische Unternehmen einer Aufnahme externen Kapitals als Eigenkapital skeptisch gegenüber, weil sie Eingriffe des Kapitalgebers in die operative Geschäftsführung befürchten. Wenn mittelständische Unternehmen die direkte Beteiligung von externen Investoren als Vollgesellschafter ablehnen, weil sie zuviel Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen befürchten oder weil wegen der hohen Renditeanforderungen von Private Equity bzw. Venture Capital eine Beteiligung externer Kapitalgeber nicht in Betracht kommt, hält der Kapitalmarkt die externe Kapitalzuführung durch Mezzanine Kapital bereit.

Mezzanine Kapital ist ein flexibles Finanzierungsinstrument, das in unterschiedlichen Formen zur Verfügung steht und an die Bedürfnisse des jeweiligen Unternehmens angepasst werden kann. Mezzanine Kapital beschreibt als Sammelbegriff Finanzierungsarten, die in ihrer rechtlichen und wirtschaftlichen Ausgestaltung eine Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital darstellen.

Mezzanine Kapital kann nicht nur wirtschaftlich, sondern auch bilanziell als Eigenkapital gelten, da es genau wie Eigenkapital von Anteilseignern eine erfolgsabhängige Vergütung einschließlich auch einer Verlustbeteiligung vorsieht. Mezzanine Kapital wird langfristig gewährt und im Insolvenzfall wie Eigenkapital nachrangig bedient.

Wenn sich ein Kapitalgeber mit Mezzanine Kapital als bilanzielles Eigenkapital „Equity Mezzanine“ beteiligt, führt dies nicht zu einer Verwässerung der Anteilsstruktur und hat keinen rechtlichen Einfluss auf das operative Geschäft. Equity Mezzanine kann in der Form von Genussrechten, wertpapierverbrieften Genussscheinen oder stillen Beteiligungen gegeben werden und bietet damit die gleichen Vorteile wie „klassisches Eigenkapital“ von Anteilseignern. Die Bilanzstruktur wird verbessert, die Bonität steigt erheblich und der finanzielle Handlungsspielraum von mittelständischen Unternehmen wird erhöht. Ein großer Vorteil von Mezzanine Kapital besteht darin, dass das Unternehmen in Verlustjahren nicht wie bei einer Fremdkapitalfinanzierung mit Zins- und Tilgungskosten belastet wird. Dies ist insbesondere in wirtschaftlichen Krisensituationen für ein mittelständisches Unternehmen von hoher Bedeutung.

### 3.3. Nachrangige Darlehen und Bürgschaften

Mezzanine Kapital hat einen breiten Gestaltungsrahmen. Am anderen Ende des Spektrums von Mezzanine Kapital steht die Kapitalzuführung von außen in Form von nachrangigen partiarischen Darlehen oder Gesellschafterdarlehen (Debt Mezzanine). Diese besitzen Fremdkapitalcharakter und werden in der Regel bilanziell als Verbindlichkeiten erfasst. Sie führen aus bilanzieller Sicht nicht zu einer Verbesserung der Eigenkapitalquote.

Wirtschaftliches Eigenkapital besteht aber aus handelsrechtlichem Eigenkapital gemäß § 266 HGB zuzüglich der nachrangigen Verbindlichkeiten. Damit kann Fremdkapital in wirtschaftliches Eigenkapital umgedeutet werden. Mezzanine Kapital als Debt Mezzanine in Form von nachrangigen Darlehen gilt deshalb als „Fremdkapital mit Eigenkapitalcharakter“ und ist somit wirtschaftliches Eigenkapital. Nachrangige Darlehen werden im Allgemeinen im bankinternen Rating zu mindestens 50% zum Eigenkapital gezählt und wirken sich damit positiv auf Rating und Bonität aus.

Wesentliches Merkmal eines nachrangigen Darlehens ist die Rangrücktrittserklärung. Danach tritt der Kapitalgeber mindestens mit seinem Rückzahlungsanspruch hinter die Forderungen anderer Gläubiger zurück. Bei der vertraglichen Gestaltung von nachrangigen Darlehen ist auf die Abgrenzung zu einer stillen Beteiligung zu achten. Findet im Vertrag ausdrücklich Niederschlag, dass die Beteiligten erkennbar die gleichen Ziele verfolgen (z.B. Förderung des Unternehmenszweckes), liegt kein nachrangiges Darlehen vor, sondern eine Equity Mezzanine-Finanzierung. Die gleichen Abgrenzungsprobleme ergeben sich, wenn dem Kapitalgeber weitgehende Mitspracherechte eingeräumt werden.

Bürgschaften und Garantien (z.B. von Gesellschaften, Bürgschaftsbanken oder sonstigen Dritten) dienen zwar der Besicherung von Krediten und erhöhen damit auch die Kreditfähigkeit des Unternehmens, haben allerdings keinerlei Einfluss auf die Eigenkapitalquote und damit auf das Rating.

Die Ursache liegt darin, dass Bürgschaften zwar die Verlustquote bei Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens reduzieren, aber nicht die Ausfallwahrscheinlichkeit. Gerade die Ausfallwahrscheinlichkeit wird in Zusammenhang mit einer ausreichenden Eigenkapitalquote beim Rating der Banken für eine Kreditvergabe zugrunde gelegt. Deshalb gewährleistet die Bestellung von

Sicherheiten nicht mehr alleine eine positive Kreditentscheidung. Weist das Unternehmen eine Eigenkapitalquote nahe null oder darunter auf, ist es faktisch auf der Grundlage eines damit verbundenen schlechten Ratings trotz Bestellung von Sicherheiten, wie Bürgschaften, nicht mehr kreditfähig.

### **3.4. Investitionsförderprogramme**

Die positive wirtschaftliche Entwicklung in Ostdeutschland, insbesondere die der gewerblichen Wirtschaft, wäre in den letzten zwei Jahrzehnten ohne öffentliche Förderung der Investitionen nicht möglich gewesen. Seit 1990 ist vor allem unterstützt durch staatliche Wirtschaftsförderprogramm (z.B. GA/GRW, EFRE, Eigenkapitalhilfeprogramme KfW) und steuerliche Hilfen (z.B. Investitionszulagen) eine sektoral breit aufgestellte mittelständische Wirtschaftsstruktur aufgebaut worden. Dies war notwendig, da 1990 faktisch kein Kapitalstock für die gewerbliche Wirtschaft in Ostdeutschland vorhanden war.

Ziel der Investitionsförderung war der Aufbau und die Entwicklung von modernen, leistungsfähigen und zukunftsorientierten Unternehmen. Die dabei inzwischen erreichten Ergebnisse zeigen, dass der anfangs zu verzeichnende dramatische Rückstand gegenüber den Unternehmen in Westdeutschland zwar deutlich verringert, aber vor allem die strukturellen Defizite bezüglich der Größe und der Kapitalkraft der Unternehmen noch nicht gänzlich überwunden werden konnten. Für die weitere Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit werden deshalb auch weiterhin noch erhebliche Investitionen notwendig sein.

Untersuchungen der Thüringer Aufbaubank zeigen, dass die Investitionstätigkeit auch in Thüringen noch immer maßgeblich vom Bereitstellen staatlicher Fördermitteln abhängt. Dieser Umstand gilt für Unternehmen aller Betriebsgrößenklassen, wobei insbesondere Unternehmen ab 50 Mitarbeitern die Investitionsfördermöglichkeiten nutzen. Kleine mittelständische Unternehmen (bis 9 Mitarbeiter) nutzen die Investitionsförderprogramme nur gering (weniger als 6 %). Investitionen mit positivem wirtschaftlichem Effekt bedürfen offenbar einer bestimmten Mindestgröße. Existenzgründer und Kleinstunternehmen sind auch aufgrund ihrer Eigenkapitalausstattung kaum in der Lage, die notwendigen Investitionen auf den Weg zu bringen.

Die Ertragsituation auf Grund des hohen Anteils an Unternehmen mit einer niedrigen Körperschaftsteuer (etwa 75 % der körperschaftsteuerpflichtigen Unternehmen haben einen zu versteuernden Gewinn von unter 50.000.- Euro) lässt den Schluss zu, dass der Cash Flow von vielen Unternehmen nach wie vor nicht ausreicht, um daraus selbstständig die notwendigen Investitionen tätigen zu können. Deswegen wird die Investitionsförderung auch in Zukunft die wichtigste Form der Wirtschaftsförderung bleiben. Nach der jetzigen Gesetzeslage fällt nach dem Jahr 2013 die steuerliche Investitionszulage ersatzlos weg. Auch nach diesem Zeitraum wird eine Investitionszulage auf hohem Niveau, insbesondere für Ausrüstungsinvestitionen, ausschlaggebend für das noch weitere erforderliche wirtschaftliche Wachstum sein. Inwieweit die Investitionsförderung für Existenzgründer und Kleinstunternehmen das richtige Förderinstrumentarium ist, muss man auf Grund der geringen Inanspruchnahme überprüfen.

Da aber nach **Basel II** im Rahmen der Gesamtfinanzierung von Unternehmen der ausreichenden Eigenkapitalausstattung eine besondere Bedeutung zukommt, kann man allerdings in der Bewertung von reinen Investitionszuschüssen auch zu anderen Schlussfolgerungen kommen. Investitionszuschüsse verbessern nicht die Eigenkapitalquote von Unternehmen, sondern reduzieren lediglich das aktivierungspflichtige Anlagenvermögen. Wenn ein Unternehmen über kein Eigenkapital verfügt, muss es die Restfinanzierung der Investition (in der Regel 65 %) über Fremdkapital finanzieren. Wegen fehlendem Eigenkapital und daraus resultierendem schlechten Rating können dabei erhebliche Zinskosten für das Unternehmen entstehen.

Eine Möglichkeit wäre, die Investitionsförderung umzustellen auf zinslose nachrangige Darlehen. Dies hätte den Vorteil, dass die Eigenkapitalquote des Unternehmens stark verbessert würde und damit auch die Bonität und das Rating des Unternehmens. Damit bestünde die Möglichkeit, die Kostenstruktur im Unternehmen deutlich zu verbessern, und aus den höheren Erträgen wäre das Unternehmen eher in der Lage, aus der Innenfinanzierung selbst Eigenkapital zu bilden. Für den Staat hätte die Umstellung den Vorteil, dass ausgereichte Förderdarlehen bei positiver Entwicklung des Unternehmens wieder zurückgezahlt würden. Diese könnten dann in einem revolving Fonds wieder der Wirtschaftsförderung zur Verfügung gestellt werden, ohne in den Folgejahren zusätzliche Steuermittel für die Investitionsförderung zu benötigen. Bei negativer Unternehmensentwicklung hätte der Staat die Möglichkeit über einen Forderungsverzicht einen Beitrag zur Konsolidierung und wirtschaftlichen Gesundung des Unternehmens zu leisten. Fiskalisch hätte ein Forderungsverzicht keine anderen Auswirkungen als die zurzeit ausgezahlten verlorenen Investitionszuschüsse und würde somit zu keiner höheren Haushaltbelastung führen.

Die Auswirkungen auf Rating und Zinskosten sei an einer Beispielrechnung dargestellt. Dazu ist allerdings einschränkend zu bemerken, dass man es für jedes Unternehmen anhand der konkreten Situation neu bewerten müsste, ob ein Investitionszuschuss oder ein zinsloses nachrangiges Darlehen die optimale Finanzierungsform wäre.

Als Beispiel sei eine GmbH gewählt mit 25.000.- Stammkapital, einer Bilanzsumme von 1 Mio. Euro, einem Kontokorrentbedarf von 200 TEuro und einem Investitionsvorhaben von 1 Mio. Euro. Die Verbesserung im Rating wird von 4 auf 2 angenommen und die Zinsbelastung wird über Kontokorrent- und Investitionsdarlehen einheitlich anhand der Beispielrechnung des ostdeutschen Bankenverbandes in Kapitel 1.2. berechnet:

**Vergleichsrechnung Investitionszuschuss und Nachrangdarlehen**

		Investitionsförderung durch Zuschuss	Investitionsförderung durch Darlehen
Bilanzsumme	in Euro	1.000.000	1.000.000
Investitionshöhe	in Euro	1.000.000	1.000.000
GRW-Zuschuss	in Euro	350.000	0
Nachrangigkeitsdarlehen	in Euro	0	350.000
Eigenkapital des Unternehmens	in Euro	25.000	25.000
Eigenkapitalquote	in %	2,5	20,0
Bonitätsrating		4	2
Kontokorrentdarlehen	in Euro	200.000	200.000
Fremddarlehen	in Euro	650.000	650.000
Kundenzinssatz	in %	8,3	4,2
Zinskosten für Darlehen	in Euro	<b>70.550</b>	<b>35.700</b>

Quelle: eigene Berechnung auf  
Basis Ostdeutscher  
Bankenverband.

Das Unternehmen wäre in dieser Beispielrechnung also durchaus in der Lage, aus dem zusätzlichen Cash Flow zusätzliches Eigenkapital zu generieren, als auch langfristig das ausgereichte nachrangige Investitionsdarlehen zu tilgen.

## 4. Handlungsempfehlungen und Fazit

Die Beteiligungsprogramme der TAB, der MBG und der bm-t bieten mittelständischen Unternehmen die Möglichkeit, in allen Unternehmensphasen und in allen Unternehmensgrößen nach den Programminhalten externes Eigenkapital zu erhalten. Ausgenommen sind davon Unternehmen in finanziellen Schwierigkeiten, die nur durch Zuführung von externem Eigenkapital die Möglichkeit haben, den Turnaround bis zur wirtschaftlichen und finanziellen Gesundung und der wirtschaftlichen Aufwärtsentwicklung zu schaffen.

Die Inanspruchnahme der verwalteten Fonds über Kapitalbeteiligungen lässt allerdings ohne Zuführung von weiterem Beteiligungskapital nur noch geringen Spielraum zu, weitere Kapitalbeteiligungen einzugehen. Angesichts der Auswirkungen der Wirtschafts- und Finanzmarktkrise ist nicht zu erwarten, dass sich kurzfristig freie Finanzmittel durch Ablösung der Beteiligungen durch Zurückkauf der Anteile durch die Altgesellschafter oder durch Unternehmensübernahme durch Eigenkapitalinvestoren und Management realisieren lassen.

Auf jedem Fall sollten die Erlöse aus Verkauf von Beteiligungen wieder den Fonds zugeführt werden, um wieder für externes Eigenkapital für den Thüringer Mittelstand zur Verfügung zu stehen.

Eine Erhöhung der staatlichen Fondsmittel ist für die Zukunft notwendig und wünschenswert. Angesichts eines Beteiligungskapitalmarktes in Deutschland, der bis 2008 kontinuierlich im Fund Raising bis etwa 3 Mrd. Euro gewachsen ist, wäre es empfehlenswert, die Akquisition von privaten Beteiligungskapital mit der Komplementärfinanzierung von Steuermitteln zu verknüpfen. Die Entwicklung des Beteiligungskapitalmarktes in Deutschland nach dem wirtschaftlich schwierigen Jahr 2009 zeigt bereits jetzt eine deutliche Steigerung von Kapitalbereitstellung privater Kapitalgeber, obwohl die Fondsvolumen von 2008 noch nicht erreicht werden.



Insbesondere für Kleinstunternehmen und Existenzgründer ist es sinnvoll, die Fördermöglichkeiten der nachrangigen Darlehen über das Programm „Thüringen Kapital“ auf offene Kapitalbeteiligungen zu erweitern.

In diesem Zusammenhang ist es wünschenswert, alle Beteiligungsprogramme aus einer Hand zu bedienen. Mit Ausnahme der Beteiligungsmöglichkeiten der MBG sollten alle weiteren staatlichen Beteiligungsprogramme bei der bm-t bzw. TAB gebündelt werden. Die Entscheidungskompetenz der Beteiligungsmöglichkeiten des Freistaates Thüringen politikfern zu gestalten hat sich bewährt und ist beizubehalten. Politiknahe Entscheidungsgremien führen unweigerlich vor allem bei Unternehmen in Schwierigkeiten auf politische Einflussnahme in den Gremien. Dies würde nicht nur das Ausfallrisiko von Kapitalbeteiligungen erhöhen, sondern auch die Akquisition von privatem Beteiligungskapital erschweren. Eine unabhängige Due Diligence Prüfung als Entscheidungsgrundlage für Kapitalbeteiligung muss unabänderbarer Bestandteil staatlicher Kapitalbeteiligungsprogramme sein.

Die Notwendigkeit von Bürgschaftsprogrammen in der jetzigen Form ist zu hinterfragen. Staatliche Bürgschaften von Fremdkapitaldarlehen ohne Eigenkapitalwirkung bis zu 80 % des Kreditvolumens helfen zwar bei Beschaffung von Fremdkapital nicht aber bei der Eigenkapitalbildung in mittelständischen Unternehmen weiter. Empfehlenswert wäre es deshalb Bürgschaft zum Teil mit einer Nachrangigkeit zu versehen. Da kaum von den politischen Entscheidungsträgern zu erwarten ist, dass staatlich verbürgtes Fremdkapital vollständig zusätzlich mit Nachrangigkeit versehen wird, könnte eine Überlegung zur Reduzierung des Ausfallrisikos sein, die Höhe des zu verbürgten Kreditanteils, der mit Nachrangigkeit versehen wird, auf einem niedrigeren Niveau von z.B. 50% des Kreditvolumens zu begrenzen. Angesichts der Ausfallquoten und der mit Bürgschaftsausfällen verbundenen niedrigen Erlösquote aus Insolvenzverfahren dürfte dieses neben der Verbesserung der Eigenkapitalausstattung von mittelständischen Unternehmen auch noch das geringere finanzielle Risiko des Freistaates Thüringen sein.

Die Investitionsförderung mit Mitteln der Gemeinschaftsaufgabe Regionale Wirtschaftsförderung (GRW) wird nach wie vor das wichtigste Förderinstrument zur wirtschaftlichen Entwicklung in Thüringen in den nächsten Jahren bleiben. Die gilt uneingeschränkt für große Unternehmen und Neuansiedlungen von Unternehmen in

Thüringen. Für mittelständische Unternehmen in Thüringen ist es überlegenswert, im Einzelfall die Investitionszuschüsse zu ersetzen durch zinslose nachrangige Darlehen. Dies führt zu einer höheren Eigenkapitalquote des Unternehmens und damit zu einem verbesserten Ranking und entsprechend weniger Zinskosten für Fremdkapital. Es verbessert die Wirtschaftlichkeit von Unternehmen und ist eine Fördermöglichkeit, die konkret auf die Belange von **Basel III** ab dem Jahr 2013 ausgerichtet werden kann. Zudem besteht die Möglichkeit, bei positiver Entwicklung des Unternehmens die ausgereichten Fördermittel langfristig wieder zu vereinnahmen, die dann nach Auslaufen der Fördermöglichkeiten über die GRW wieder zu Eigenkapital unterstützenden Maßnahmen ohne Inanspruchnahme zukünftiger Steuergelder eingesetzt werden könnten.

Die Erweiterung der Fördermöglichkeiten der GRW ist politisch zu entscheiden, mit der Bundesregierung abzustimmen, sowie von der Europäischen Kommission zu genehmigen. Angesichts des Auslaufens der Fördergebietskulisse Ziel-I-Gebiet ab dem Jahr 2013 wäre in dieser Förderperiode die letzte Möglichkeit, Investitionsmittel des EFRE-Fonds und Bundesmittel zu aktivieren, um nach Beendigung der Förderprogramme in Ostdeutschland über zu bildende revolving Fonds weiter Investitionsförderung und Förderung von Eigenkapitalbildung durchführen zu können.

## Abkürzungsverzeichnis

bbt	Bürgschaftsbank Thüringen
bm-t	beteiligungsmanagement thüringen GmbH
BVK	Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften
DSGV	Deutscher Sparkassen- und Giroverband
EFRE	Europäischer Fonds für Regionalentwicklung
F&E	Forschung und Entwicklung
GA/GRW	Gemeinschaftsaufgabe Regionale Wirtschaftsförderung
HGB	Handelsgesetzbuch
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
MBG	Mittelständische Beteiligungsgesellschaft
NPQ	Nullpunktquote
PE	Private Equity

## Quellenverzeichnis

bbt/mbg; Geschäftsbericht 2009

Bundesministerium der Finanzen: Monatsbericht September 2009  
Seiten 33 bis 42 und Seiten 49 bis 56

Brettel, Malte/ Jaugey, Cyril/ Rost, Cornelius: Business Angels – Der informelle  
Beteiligungsmarkt in Deutschland, Gabler Verlag, Wiesbaden 2000  
ISBN 3-409-11621-4

BVK: Jahresstatistik 2009

BVK: Private Equity in Europe 2009

BVK: Private Equity Prognose 2010 – Erwartungen der deutschen Beteiligungs-  
Gesellschaften zur Marktentwicklung (2010)

Deutsche Bundesbank: Monatsbericht Januar 2010 – Ertragslage und Finanzierungs-  
Verhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2009

DSGV: Jahresmittelstandsbericht 2010

DSGV: Diagnose Mittelstand 2010

DSGV: Diagnose Mittelstand 2011

Häger, Michael/ Dr. Elkemann-Reusch, Manfred: Mezzanine Finanzierungsinstrumente  
- Stille Gesellschaft, Nachrangdarlehen, Genussrechte, Berlin (2004)  
ISBN 3-503-06373

Heitzer, Bernd: Finanzierung junger innovativer Unternehmen durch Venture Capital-  
Gesellschaften, Köln (2000)

IWH: Eigenkapitalausstattung in den neuen Ländern teilweise höher als in  
Westdeutschland  
Wirtschaft im Wandel Jg. 17(5), 2011, S. 180-187

Klenz, Michael: Möglichkeiten zur Stärkung des Eigenkapitals für den Mittelstand  
Diplomarbeit (2008)

KfW: Eigenkapital für den „breiten“ Mittelstand (Januar 2003)

KfW: Mittelstandsmonitor 2008, 2009, 2010

KfW: Unternehmensbefragung 2010

KfW-Research: Die Kreditversorgung der Unternehmen in der Krise (April 2010)

Ostdeutscher Bankenverband: Infoport 3/2009, Mittelstandsfinanzierung in Zeiten der Krise – Was tun, um die Finanzierungsbasis zu sichern?

Werner Horst S./ Kobabe, Rolf: Finanzierung, Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart (2007)  
ISBN 978-3-7910-2716-6

Das **Hamburgische WeltWirtschaftsinstitut gemeinnützige GmbH (HWWI)** ist eine unabhängige Forschungseinrichtung, die zukunftsrelevante wirtschaftliche, gesellschaftliche und politische Themen erkennt und analysiert.

Das HWWI nutzt Grundlagen- und angewandte Forschung, um wissenschaftlich fundierte und praxisnahe Beratungsdienstleistungen zu erbringen. Darüber hinaus engagiert sich das Institut in der wirtschaftswissenschaftlichen Lehre sowie in der weiterführenden Qualifizierung des wissenschaftlichen Nachwuchses.

Neben dem Hauptsitz in Hamburg ist das Institut mit den Zweigniederlassungen in Erfurt und Bremen präsent.

Das HWWI hat die private Rechtsform einer gemeinnützigen GmbH. Gesellschafter des Instituts sind die Universität Hamburg und die Handelskammer Hamburg.

Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut (HWWI)

Heimhuder Straße 71 | 20148 Hamburg

Tel. +49 (0)40 34 05 76 - 0 | Fax +49 (0)40 34 05 76 - 776

infowww.hwwi.org