

Franke, Günter

Working Paper

Anforderungen in Zeiten eines beschleunigten "industriellen" Strukturwandels: Integrierte Finanzwertschöpfung

CoFE Discussion Paper, No. 06/07

Provided in Cooperation with:

University of Konstanz, Center of Finance and Econometrics (CoFE)

Suggested Citation: Franke, Günter (2006) : Anforderungen in Zeiten eines beschleunigten "industriellen" Strukturwandels: Integrierte Finanzwertschöpfung, CoFE Discussion Paper, No. 06/07, University of Konstanz, Center of Finance and Econometrics (CoFE), Konstanz

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/85282>

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.

**Anforderungen in Zeiten eines beschleunigten
„industriellen“ Strukturwandels:
Integrierte Finanzwertschöpfung**

**Prof. Dr. Dr. h. c. Günter Franke
Universität Konstanz**

Oktober 2006

Übersicht

1. Industrieller Strukturwandel: Wo liegen die Herausforderungen?
2. Strukturwandel bei den Banken: Was leisten sie nicht (mehr)? Ihre neuen Stärken
3. Integrierte Finanzwertschöpfung
4. Gemeinsame Risikoanalyse und Risikomanagement
5. Risikomanagement und neue Formen des Risikokapitals
 - 5.1 Mezzanines Fremdkapital
 - Charakteristika
 - Ersetzt mezzanines Fremdkapital Eigenkapital?
 - 5.2 Hybridanleihen
 - Charakteristika
 - Hybridanleihen als Eigenkapital?
 - Voraussetzungen für die Beschaffung von Hybridanleihen
6. Herausforderungen für Banken und Unternehmen

1. Industrieller Strukturwandel: Wo liegen die Herausforderungen?

Industrieller Strukturwandel ist nichts Neues. Seit der Erfindung der Dampfmaschine ist Europa einem ständigen Wandel unterworfen. Auch die Globalisierung ist nichts Neues. Schon lange wächst der Welthandel mit Raten, die weit über denen des europäischen Wirtschaftswachstums liegen. Auch dies überrascht nicht. Denn die großen wirtschaftlichen Unterschiede weltweit bieten ein hohes Potential für die Verbesserung der internationalen Arbeitsteilung. Dies zeigt sich gegenwärtig besonders bei den asiatischen Riesen Indien und China.

Die Verbesserung der internationalen Arbeitsteilung hat weitreichende Konsequenzen für die deutsche Industrie. Infolge des Lohngefälles zwischen Deutschland und vielen anderen Staaten bietet der internationale Einkauf von Vorprodukten attraktive Möglichkeiten der Kostensenkung. Arbeitsintensive Fertigungen sind in Deutschland nicht mehr bezahlbar. Deutsche Firmen sehen sich daher gezwungen, arbeitsintensive Fertigungen auf Tochtergesellschaften ins Ausland zu verlagern oder bei ausländischen Produzenten einzukaufen.

Gleichzeitig werden die Unternehmensfunktionen international neu verteilt.

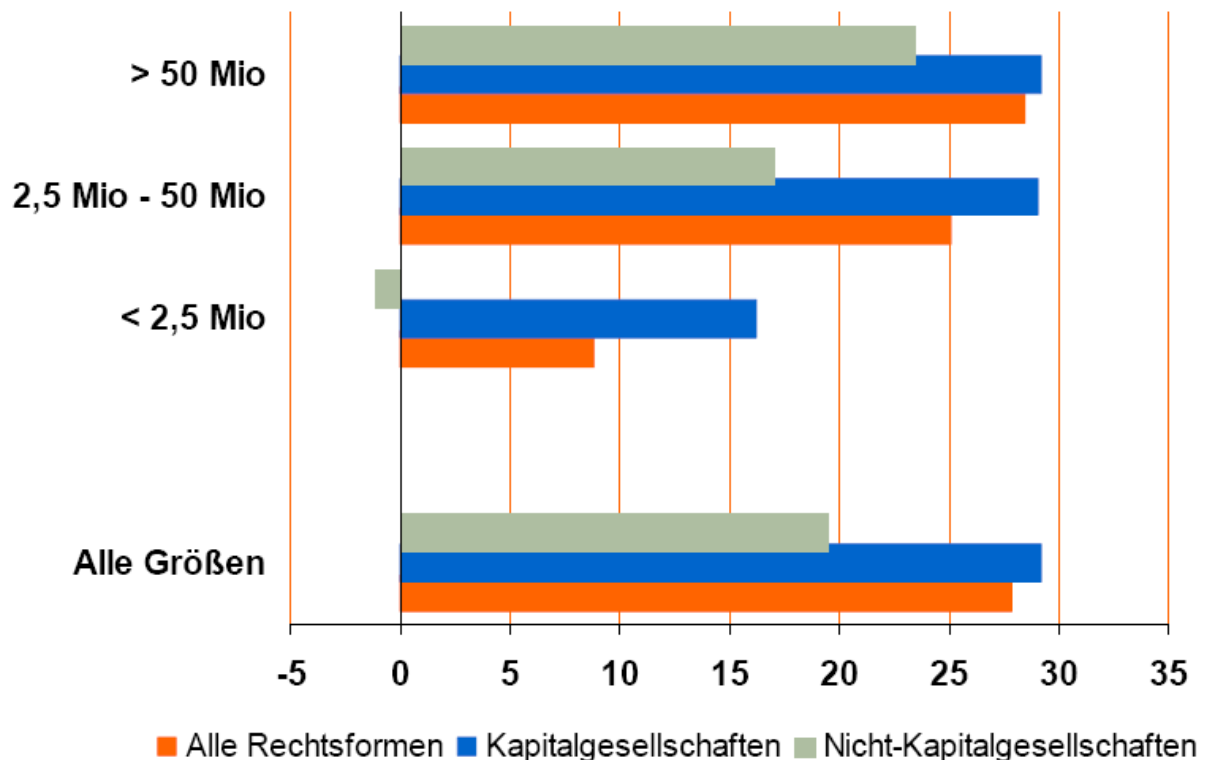
In Deutschland geht es zunehmend weniger um die Produktion von Produktteilen, vielmehr um die **Koordination** von internationalem Einkauf, eigener Produktion im Ausland, Zusammenbau der Teile zu einem Endprodukt und seiner Vermarktung. Diese besonders anspruchsvollen Tätigkeiten werden in Deutschland ausgeführt. Anspruchsvolle Dienstleistungen sind mehr und mehr gefragt, die Sachgüterproduktion verliert an Bedeutung. Dies erklärt, weshalb Deutschland Exportweltmeister ist und gleichzeitig eine hohe Arbeitslosigkeit insbesondere im Niedriglohnsektor aufweist. Für deutsche Unternehmen heißt dies, dass sie in Deutschland weniger Sachkapital und mehr Humankapital einsetzen, bei eigener Produktion im Ausland jedoch dort mehr Sachkapital benötigen.

Das starke Wachstum insbesondere in einigen asiatischen Ländern bietet die strategische Chance, neue Absatzmärkte mit rasch wachsender Kaufkraft zu erschließen. Gleichzeitig wachsen die strategischen Risiken: Neue Wettbewerber in diesen Ländern bieten qualitativ hochwertige Produkte zu niedrigen Preisen weltweit an. Dieser Gefahr können sich deutsche Unternehmen nur entziehen, indem sie bessere und ansprechendere Produkte anbieten. Ihren Vorsprung können sie nur wahren, indem sie mehr in Forschung und Entwicklung investieren. Gleichzeitig verkürzt die höhere Forschungsintensität die Produktlebenszyklen und verstärkt damit das Obsoleszenzrisiko. Es überrascht daher wenig, dass Forschung und Entwicklung in deutschen Unternehmen eine immer größere Rolle spielen.

Diese Zusammenhänge sind keineswegs neu. Sie werden hier lediglich wiederholt, um die für unser Thema wichtigen finanzwirtschaftlichen Herausforderungen abzuleiten:

- Tendenziell verlagert sich die Sachkapitalbindung ins Ausland, insbesondere bei eigener Produktion im Ausland. Dementsprechend kann die Sachkapitalbindung im Inland zurückgehen.
- Auslandsaktivitäten sind oft mit Risiken behaftet, die deutsche Unternehmen weniger gut beherrschen. Dies gilt insbesondere für die Produktion im Ausland.
- Gleichzeitig kann das Unternehmen jedoch neue Absatzmärkte im Ausland erschließen und damit sein Absatzrisiko diversifizieren.
- Forschung und Entwicklung müssen vorfinanziert werden, ihre Ergebnisse sind hoch riskant. Das durch Forschung und Entwicklung geschaffene immaterielle Vermögen eignet sich nicht als Kreditsicherheit. Bei ihrer Kreditvergabe orientieren sich die Kreditgeber daher mehr und mehr an zukünftigen Erfolgspotentialen, die allerdings oft mit erheblichen Risiken verknüpft sind. Dieses Risiko beeinflusst das Rating des Unternehmens und damit seine Möglichkeiten, Kredit zu bekommen, wie auch die Kreditkonditionen. Betriebliches Risikomanagement gewinnt daher an Bedeutung.
- Eine Schwäche im betrieblichen Risikomanagement kann die Solvenz des Unternehmens insbes. dann gefährden, wenn das Unternehmen nur über wenig Risikokapital verfügt. Eine Erhöhung des Risikokapitals ist häufig im Interesse der Solvenzsicherung geboten.

Abb. 1: Eigenkapitalquoten 2003 nach Unternehmensgrößen (€Jahresumsatz) und Rechtsform



Quelle: Deutsche Bundesbank 2005

Abb. 1 zeigt die Eigenkapitalquoten deutscher Unternehmen im Jahre 2003, gegliedert nach Rechtsform und nach Jahresumsatz. Insbesondere Nicht-Kapitalgesellschaften mit einem Jahresumsatz zwischen 2, 5 und 50 Mio € wiesen im Jahr 2003 durchschnittlich eine Eigenkapitalquote von lediglich etwa 17 % auf, ganz zu schweigen von den Kleinunternehmen. Diese Eigenkapitalquote ist zwar in den beiden folgenden Jahren gewachsen. In diesem Jahr ist aber durchaus ein Rückgang möglich, weil wieder erheblich mehr investiert wird. Die Eigenkapitalausstattung erscheint daher niedrig.

- Gerade mittelständische Unternehmer legen oft großen Wert auf ihre Selbständigkeit. Bei Aufnahme neuer Gesellschafter wird diese gefährdet. Zusätzliche Einlagen der Hauptgesellschafter erweisen sich oft als schwierig, sei es, weil die Hauptgesellschafter nicht über genügend Privatvermögen verfügen oder weil sie ihr Privatvermögen nicht einbringen wollen, um ihr Risiko zu streuen.
- Der häufig zu beobachtende Mangel an betrieblichem Risikomanagement, die oft geringe Eigenkapitalquote und der Wunsch nach Selbständigkeit werfen zwei Fragen auf, die zu beantworten die Unternehmen herausgefordert sind:

- (1) Wie können die Unternehmen den Mangel an Risikomanagement effizient beheben?
- (2) Wie können sich die Unternehmen zusätzliches Risikokapital beschaffen, ohne ihre Selbständigkeit aufzugeben?

Beiden Herausforderungen gehen wir im Folgenden nach.

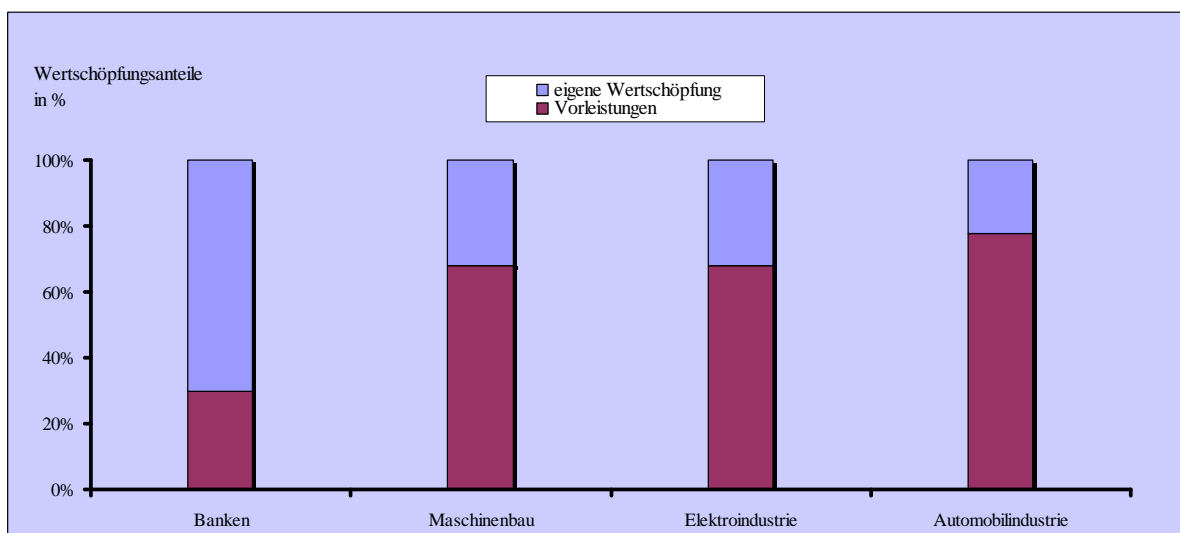
Ich plädiere für eine integrierte Finanzwertschöpfung von Banken und Unternehmen, um diesen Herausforderungen zu begegnen. Dafür ist es zweckmäßig, vorab den Strukturwandel bei den Banken zu beleuchten. Das geschieht im nächsten Schritt.

2. Strukturwandel bei den Banken: Was leisten sie nicht (mehr)? Ihre neuen Stärken

Banken sind nach wie vor die wichtigsten Finanzintermediäre, insbesondere in einem bankorientierten Markt wie dem deutschen. Sie unterliegen ebenso wie die Industrie einem starken Strukturwandel infolge der Vereinheitlichung des europäischen Binnenmarkts und dem daraus folgenden hohen Wettbewerbsdruck. Dies wird die Geschäftspolitik der Banken nachhaltig verändern.

1. Bisher haben die meisten Banken eine Politik der internen Wertschöpfung verfolgt: Etwa 70 % der in den Bankdienstleistungen enthaltenen Wertschöpfung werden im eigenen Haus erstellt. Wie Abb. 2 zeigt, ist die Industrie den Banken weit voraus: In der Automobilindustrie z.B. findet nur noch 20 % der Wertschöpfung im eigenen Haus statt.

Abb. 2: Wertschöpfungsanteile in verschiedenen Branchen in Deutschland



Quelle: Gesamtmetall 2005

Die in Banken bisher übliche weitgehende Wertschöpfung im eigenen Haus erzeugt Koordinationsvorteile, weil man viele Vorgänge selbst kontrolliert. Auf der anderen Seite

erschwert eine weitgehende Wertschöpfung im eigenen Haus insbesondere kleineren Banken, Skaleneffekte zu nutzen. Zudem verhindert die „alles unter einem Dach“-Politik eine Spezialisierung auf einzelne Teile der Wertschöpfungskette. Insgesamt erweist sich daher die „alles unter einem Dach“-Politik als teuer. Da die deutschen Banken im internationalen Vergleich bescheidene Renditen erzielen, stehen sie unter Druck, ihre Effizienz zu verbessern.

Im Interesse der Kostensenkung werden sich die Banken spezialisieren in Produktions-, Vertriebs-, Transaktionsbanken (Zahlungsverkehr, Abwicklung von Wertpapiertransaktionen, Custody,...) sowie Asset Management-Banken. Das Knowhow der Bank in ihrem Spezialgebiet wird deutlich zunehmen, in den übrigen Finanzdienstleistungen wird es deutlich schrumpfen.

Dies hat Folgen für das Leistungsangebot der Banken an ihre Kunden:

- a) Vor 20 Jahren noch hieß es, dass eine Bank ihren Kunden ins Ausland begleitet und ihn dort mit Bankdienstleistungen versorgt. Heute kauft der Kunde Dienstleistungen vor Ort im Ausland besser und billiger ein.
 - b) Auch die längerfristige Finanzierung von Auslandsaktivitäten wird heute kaum noch über Tochtergesellschaften deutscher Banken im Ausland besorgt. Sie wird weitgehend über die Unternehmenszentrale im Inland gesteuert. Die Zentrale hat infolge der modernen Informationstechnologie den besten Überblick über den Finanzbedarf des gesamten Unternehmen und ist daher am besten in der Lage, die Unternehmensfinanzierung zu optimieren. Zudem kann sie oft bessere Finanzierungsbedingungen heraushandeln. Auch hat sie den besten Überblick über die Unternehmensrisiken und ist daher für das Risikomanagement des Unternehmens prädestiniert. Soweit hierfür Finanzdienstleistungen erforderlich sind, wird die Zentrale diese bei den Banken einkaufen, die hierauf spezialisiert sind und daher diese Leistungen zu besonders günstigen Konditionen anbieten.
2. Spezialisierte Banken verfügen über wenig Kompetenz in strategischen Unternehmensentscheidungen. Sie sind daher kein Beratungspartner für Entscheidungen über Unternehmensverbindungen (Kooperationen bis hin zu Zusammenschlüssen), Internationalisierung des Geschäfts etc. Das ist lediglich anders bei Investment Banken, die das Geschäftsfeld M&A betreiben.
 3. Um ihre Kapitalrendite zu erhöhen, agieren große Banken zunehmend transaktionsorientiert: Sie arrangieren ein Geschäft mit einem Kunden, verlagern daraus entstehende Risiken rasch weiter auf Dritte, um ihr Eigenkapital zu entlasten. Dies erlaubt ihnen, bei gleichem Eigenkapital mehr Transaktionen abzuwickeln und so ihre Renditen zu erhöhen. Für die Kreditnehmer der Banken bedeutet dies: Banken legen großen Wert

auf die Abtretbarkeit von Krediten und die damit verbundene Weitergabe von Kreditnehmerdaten. Der Kreditnehmer muss mit neuen Gläubigern rechnen. Diese verfolgen oft ein anderes Geschäftsmodell als die Bank, so dass der Kreditnehmer mit erheblichen Rückwirkungen auf seine Finanzierungspolitik rechnen muss.

4. Der Bedarf an Risikokapital insbesondere bei mittelständischen Unternehmen, gepaart mit dem Wunsch nach Selbständigkeit, hat in den letzten Jahren zu zahlreichen Finanzinnovationen geführt, bekannt unter dem Stichwort „mezzanine Finanzierung“. Bei großen Unternehmen wird ebenfalls versucht, Eigenkapital durch eigenkapitalähnliche Finanzinstrumente zu ersetzen, z.B. durch Hybridanleihen. Banken, die diese Instrumente ihren Kunden anbieten, werden daher im eigenen Haus Spezialisten für solche Finanzierungen heranbilden.
5. Basel II zwingt die Banken, die den internen Ratingansatz nutzen, ihre eigenen Risiken anhand detaillierter Verfahren zu messen und mit Eigenkapital zu unterlegen. Diese Banken bauen eine hohe Kompetenz in Analyse und Management von Risiken auf. Daher werden sie vielen Industrieunternehmen bezüglich Risikoanalyse und –management weit voraus sein.

3. Integrierte Finanzwertschöpfung

Die Einführung von Basel II stellt nicht nur die Banken vor neue Herausforderungen, sondern auch die Unternehmen. Die Banken werden die Kreditrisiken erheblich genauer analysieren und darauf ihre Kreditentscheidungen abstellen. Gleichzeitig eröffnen sich mit den neuen Finanzinstrumenten neue Finanzierungsoptionen für die Unternehmen.

Großunternehmen verfügen über eigene Finanzspezialisten und können daher selbständig den neuen Herausforderungen begegnen. Für kleine und mittlere Unternehmen sind solche Spezialisten zu teuer. Für sie stellt sich daher die Frage, wie sie ihr Wissen über Risikoanalyse und –management sowie die geeignete Nutzung neuer Finanzinstrumente billiger aufbauen können. Es liegt nahe, diesbezüglich den Rat der Banken zu suchen, die sich diesen Fragen sowieso stellen und das entsprechende Wissen akquirieren. Dies sollte einerseits die Kosten der Unternehmen senken und andererseits den beratenden Banken einen Zusatzverdienst verschaffen.

Ich plädiere daher für eine integrierte Finanzwertschöpfung von Banken und Unternehmen. Die Aufspaltung der Wertschöpfungskette in der Industrie hat dort seit längerem zu einer ausgeprägten Arbeitsteilung geführt. So werden heute dem Automobilhersteller nicht mehr Teile der Vorderachse vom Achsenbauer geliefert, sondern die gesamte Vorderachse mit einem Teil der Antriebstechnik. Der Automobilhersteller wandelt sich vom Hersteller zum Zusammenbauspezialisten. Um kostengünstige Lösungen zu erreichen, kooperieren im

Vorfeld der Konstruktion eines neuen Autotyps Zulieferer und Hersteller eng. Eine Lösung, die für den Zulieferer kostengünstig ist und ihm einen niedrigen Lieferpreis ermöglicht, verursacht eventuell hohe Kosten für andere Zulieferteile und für den Zusammenbau. Daher tritt an die Stelle der Optimierung beim einzelnen Zulieferer die gemeinsame Optimierung bei Zulieferern und Hersteller. Sie optimieren die gesamte Wertschöpfungskette. Nur so kann ein ähnliches Ergebnis wie bei gemeinsamer Gewinnmaximierung aller Beteiligten erzielt werden.

Dem Finanzbereich von Unternehmen scheint ein solches Denken bisher fremd zu sein. Das liegt vermutlich an mehreren Gründen. 1. Etablierte Unternehmen haben bisher ihre Finanzierungsprobleme weitgehend selbständig gelöst. Dies entspricht ihrem Wunsch, auch in der Finanzierungspolitik weitgehend selbständig zu entscheiden. 2. Bisher verfolgen viele Unternehmen eine Finanzierungspolitik, die lediglich die typischen Standardinstrumente einsetzt. Eine Beratung über neue Instrumente wird als nicht erforderlich angesehen. 3. Die Banken haben bislang wenig differenzierte Kreditaufschläge verlangt. Sie haben die Risiken der Kreditnehmer nicht intensiv untersucht, ihnen ihr oft einfaches, internes Ratingsystem nicht erklärt, so dass eine Risikoanalyse weitgehend unterblieben ist. 4. Risikoanalyse und –management werden nur allmählich als Aufgaben eines industriellen Unternehmens wahrgenommen. Dementsprechend schwach sind diese Funktionen in zahlreichen Unternehmen ausgeprägt. 5. Unternehmer sind gegenüber Banken als Kooperationspartner skeptisch, weil sie deutliche Konflikte zwischen ihren und den Interessen der Bank sehen. Die Interessen des Gläubigers werden eher in der Sicherung der eigenen Ansprüche gesehen, während der Unternehmer bewusst Risiken übernimmt.

Meines Erachtens ist diese Haltung der Industrie überholt. Sinnvoller erscheint mir eine integrierte Finanzwertschöpfung, bei der Finanzintermediäre und Unternehmen zusammenarbeiten, um einen größtmöglichen gemeinsamen Erfolg zu erwirtschaften. Es geht um die Erzielung von Kooperationsgewinnen nicht nur im industriellen Fertigungsbereich zwischen Zulieferern und Herstellern, sondern auch im Finanzbereich zwischen Finanzintermediären als Zulieferern von Finanzdienstleistungen und industriellen Unternehmen als Nutzern von Finanzdienstleistungen. Dies soll im folgenden untermauert werden.

Die Defizite der Unternehmen in Risikoanalyse und –management wurden bereits angesprochen. Der durch Basel II erzwungene Lernprozess der Banken macht sie zu geeigneten Beratern der Unternehmen in diesem Aufgabenbereich. Die Unternehmen profitieren hiervon nicht nur durch eigenen Wissensgewinn, sondern können durch gezieltes Risikomanagement auch bessere Konditionen bei Finanzdienstleistungen durchsetzen.

Ebenso schwierig ist es für Unternehmen, die Vor- und Nachteile aus dem Einsatz neuer Finanzinstrumente abzuschätzen. Da Vor- und Nachteile einzelner Instrumente nicht separat beurteilt werden können, sondern nur im Rahmen einer Finanzstrategie, sind zahlreiche Unternehmen hiermit überfordert. Finanzintermediäre verfügen diesbezüglich über ungleich mehr Wissen und Erfahrung

Die Sorge von Unternehmen, dass die Bank wegen Interessenkonflikten nicht fair berät, ist berechtigt. Eine solche Sorge besteht ebenfalls beim Zulieferer eines Automobilherstellers, obgleich es hier nicht um einseitige Beratung geht. Interessenkonflikte sind indessen beherrschbar, wenn sie für beide Seiten transparent sind, d.h., beide Seiten können potentielle Folgen der Konflikte abschätzen. Dann wird es für die Bank schwierig, dem Kunden einen einseitigen Rat glaubwürdig zu vermitteln.

Der Finanzintermediär gewinnt an Glaubwürdigkeit in seiner Beratung, wenn er an seinen Rat eigene Angebote von Finanzdienstleistungen koppelt. Nutzt der Kunde den Rat und die darauf abgestellte Finanzdienstleistung, dann wird der Erfolg der Bank aus der Finanzdienstleistung an den Erfolg des Kunden und damit an den Rat der Bank gebunden. Dies stärkt das Interesse der Bank an einem für den Kunden guten Rat.

Bei einseitig interessengetriebenem Rat riskiert die Bank, ihren Ruf als Berater zu verlieren. Dies würde die Bank, die Beratung als eigenes Geschäftsfeld betreibt, schädigen. Das Interesse der Bank an guter Beratung wird daher gestärkt, wenn die Bank Beratung als selbständiges Geschäftsfeld betreibt. Dies erfordert eine separate Vergütung der Beratung durch den Kunden. Ein erfolgreiches Geschäftsfeld „Beratung“ kann eine Bank auf Dauer nur aufbauen, wenn die Kunden ihren Rat als gut einstufen.

Dieses Modell erlaubt den Unternehmen, die Beratung der Bank gegen Vergütung in Anspruch zu nehmen, die Finanzdienstleistung aber dort zu erwerben, wo sie am günstigsten angeboten wird. Die Bank wird ihre gewinnbringende Beratung nicht kürzen, wenn der Kunde andere Leistungen von anderen Banken bezieht. Eine solche Entkoppelung von Bankdienstleistungen impliziert für die Bank eine marktwirtschaftliche Verselbständigung der Dienstleistungen; dies reduziert potentielle Interessenkonflikte der Bank.

Im Folgenden soll das Konzept der integrierten Finanzwertschöpfung an den beiden Bereichen „Risikoanalyse und –management“ sowie „Einsatz neuer Formen des Risikokapitals“ verdeutlicht werden.

4. Gemeinsame Risikoanalyse und Risikomanagement

Die voraussichtlich demnächst in Kraft tretenden neuen Vorschriften zur Bankenregulierung (Basel II) setzen Anreize für die Banken, ihre Kreditkunden zu raten. Auf Dauer wird sich neben dem Standard-Rating das interne Rating (IRB) in der einen oder anderen Form

allmählich durchsetzen. Im IRB-Basisansatz schätzt Bank die Ausfallwahrscheinlichkeit, im fortgeschrittenen IRB-Ansatz außerdem den Verlust bei Ausfall und die erwartete Forderungshöhe bei Ausfall. Grundsätzlich ist jede Bank verpflichtet, ab einem Kreditvolumen von mehr als 750.000 € die wirtschaftlichen Verhältnisse des Kreditnehmers offen legen zu lassen (§ 18 KWG). Die Bank soll sich ein Urteil über die Qualität des Kreditnehmers bilden, auch wenn sie nur dem Standardansatz folgt.

Beim Standardansatz und beim einfachen IRB-Ansatz kann sich die Bank auf die Jahresabschlussanalyse beschränken, eine weitgehend automatisierte Analyse, die in einer kundenfernen Kreditfabrik durchgeführt werden kann. Hierbei werden „weiche“ Faktoren wie die Positionierung des Kunden im Markt, seine Strategie, die für ihn relevanten Wettbewerbsverhältnisse nicht explizit untersucht. Die umfassendere Analyse im fortgeschrittenen IRB-Ansatz veranlasst die Bank, sich eingehender mit der Situation des Kunden auseinander zu setzen. Sie untersucht auch die „weichen“ Faktoren, da dies verlässlichere Rückschlüsse auf zukünftige Unternehmenserfolge erleichtert.

Eine Prognose der Ausfallwahrscheinlichkeit eines Kredits erfordert eine Analyse der Risikofaktoren des Unternehmens. Für KMUs ist es schwierig, von Ratingagenturen ein Investment-Grade Rating zu bekommen. Dies liegt häufig daran, dass einzelne Risikofaktoren ein großes Gewicht haben, so z.B.

- die Konzentration der Geschäftsführung auf eine Person,
- unregelmäßige Nachfolgefragen,
- die Abhängigkeit des Unternehmens von einem oder wenigen Großkunden,
- die Konzentration des Absatzes auf einen relativ kleinen Absatzmarkt, ein Produkt oder eine kleine Produktgruppe,
- veraltete Technologie.

Auch Kreditklauseln, die sich in den Kreditverträgen des Unternehmens finden, können Risikofaktoren sein. Sind diese restriktiv formuliert, z.B. durch die Vorgabe strenger Finanzkennzahlen, dann besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass die Gläubiger das Recht bekommen, ihre Kredite zu kündigen. Dies kann die finanzielle Stabilität des Unternehmens weiter aushöhlen.

Auch wenn sich die Risikofaktoren in der Vergangenheit nicht in einer hohen Ergebnisvolatilität geäußert haben, ist das durch die Faktoren erzeugte Risiko dennoch vorhanden. Das schlägt sich im Rating der Bank nieder. Indem der Kunde sich von der Bank ihr Rating erklären lässt, kann er einerseits lernen, wie die Bank die Risiken einschätzt. Andererseits kann er im Gespräch mit der Bank seine Sicht der Risiken darlegen und damit

eventuell die Einschätzung der Bank ändern. Eine offene Diskussion des Bankratings sollte sich für beide Parteien als vorteilhaft erweisen.

Die Banken benötigen weitgehende Kompetenzen der Risikoanalyse, um ihre eigenen Risiken zu analysieren. Der Bogen dieser Risiken ist weit gespannt, geht es doch nicht nur um die Analyse von Marktpreisrisiken, sondern auch um die Analyse von Kreditrisiken, Liquiditätsrisiken und operationellen Risiken. Banken, die den fortgeschrittenen IRB-Ansatz nutzen, werden sich besondere methodische Fähigkeiten der Risikoanalyse aneignen, auch wenn sie inhaltlich-materiell mit den Risiken ihrer Kreditkunden wenig vertraut sind. Daher können sie den Unternehmen durch gemeinsame Analyse des Unternehmensrisikos auch wertvolle methodische Hilfe beim Aufbau der Risikoanalyse liefern. Dies gilt insbesondere für KMUs, die noch kein ausgefeiltes Risikomanagement eingerichtet haben.

Die Risikoanalyse liefert die für das Risikomanagement erforderlichen Informationen. Auch beim Aufbau des Risikomanagements können die Banken ihre Kunden unterstützen. Dies beginnt damit, dass die Bank einem Kunden anhand von Rating-Simulationen verdeutlichen kann, wie sich das Kundenrating verändern würde, wenn der Kunde einzelne Risikofaktoren entschärfen würde, sei es durch Hedging, sei es durch geeignete innerbetriebliche Vorkehrungen, sei es durch Veränderung der Kapitalstruktur. Dies sei an einigen Beispielen verdeutlicht.

1. Die Bank kann kompetent beurteilen, wie eine Veränderung der Kapitalstruktur das Rating beeinflusst. Dies gilt insbesondere, wenn es um neuartige Finanzierungskonzepte geht, wie sie später erörtert werden. Die Bank kann daher die Wahl der Kapitalstruktur beratend unterstützen.

Dabei können Interessenkonflikte auftreten, da die Bank auch ihre Interessen als Kreditgeber verfolgt. Voraussetzung für eine erfolgreiche Beratung ist, dass die Interessenkonflikte offengelegt werden und die Bank dem Kunden verdeutlicht, wie sie und ggf. andere Banken auf Entscheidungen des Kunden reagieren werden, die Gläubigerinteressen tangieren. Auf diese Weise werden die Interessen der Gläubiger im Entscheidungsprozess des Kunden internalisiert. Dies liegt im gemeinsamen Interesse von Gläubigern und Unternehmen.

2. Die Absicherung von Preisrisiken, seien es Beschaffungs- oder Absatzpreisrisiken, erfolgt gewöhnlich über Hedgingkontrakte oder über realwirtschaftliche Maßnahmen. Wechselkursrisiken des Unternehmens können auch über Fremdfinanzierung in Fremdwährung gemildert werden. Größere Banken haben umfangreiche Erfahrungen zu Absicherungsstrategien und können dem Kunden wertvolle Hilfe leisten.

3. Gerade in Krisen, oft verbunden mit Liquiditätsengpässen, ist ein Unternehmen auf die Unterstützung seiner Banken angewiesen. Indem Kunde und Bank im Vorhinein solche

Krisenszenarien gemeinsam durchspielen, können sie die notwendigen Vorkehrungen, insbesondere die erforderliche Liquiditätsreserve, absprechen und damit das Vertrauen der Bank in einer Krise stärken. Liquiditätsreserven verschaffen dem Unternehmen die notwendige Zeit, um die Krise zu analysieren und die zweckmäßigen Schritte nach sorgfältiger Überlegung durchzuführen.

Wenn sich Bank und Kunde auf eine umfassende Beratung der Bank beim Aufbau eines Systems zur Risikoanalyse und zum Risikomanagement einigen, sollte diese Bankdienstleistung separat vergütet werden, wie bereits ausgeführt.

Fazit: Infolge ihres Lernprozesses im Analysieren und Steuern von Risiken erwerben die Banken einen Wissensvorsprung vor allem gegenüber KMUs. Dieser legt es den Banken nahe, ihre Kunden beim Aufbau von Risikoanalyse und –management zu unterstützen. Eine Hausbank ist hierzu besonders geeignet, da sie einen tiefen Einblick in die Kundensituation hat. Gleichzeitig kann so das wechselseitige Vertrauen von Bank und Kunde gestärkt werden.

5. Neue Formen des Risikokapitals

Eine der Herausforderungen des Risikomanagements ist die Entscheidung über die Ausstattung des Unternehmens mit Risikokapital. Wir sehen sehr unterschiedliche Trends. Im 19. Jahrhundert wiesen die Unternehmen i.a. sehr hohe Eigenkapitalquoten auf. Dies erstaunt nicht, war doch das Unternehmen für die Gläubiger infolge der wenig entwickelten Rechnungslegungsvorschriften wenig transparent. In den USA waren die durchschnittlichen Verschuldungsgrade der Unternehmen auch im 20. Jahrhundert meist niedriger als in Deutschland. Dies mag teilweise auf die unterschiedlichen Rechnungslegungsvorschriften zurückzuführen sein. Erst um 1980 herum änderte sich das Bild in den USA durch Leveraged Buyouts. Die intensive Diskussion von Interessenkonflikten, insbesondere zwischen Managern und Kapitalgebern bei Publikumsgesellschaften, rief einen Paradigmenwechsel hervor. Eine hohe Verschuldung des Unternehmens motiviert die Gläubiger zu einer intensiven Kontrolle des Managements; sie übernehmen damit eine Aufgabe, die eigentlich von den Gesellschaftern wahrgenommen werden sollte (*Harris/Raviv* 1990). Trotz dieses Arguments für eine hohe Verschuldung weisen die meisten börsennotierten Aktiengesellschaften in den USA und in Deutschland nach wie vor niedrige Verschuldungsgrade auf.

Wie bereits in Abb. 1 gezeigt, sind in Deutschland KMUs im Durchschnitt erheblich höher verschuldet als große Kapitalgesellschaften. Dies wird u.a. darauf zurückgeführt, dass bei Personengesellschaften und GmbHs die Geschäftsführer meist auch die Hauptgesellschafter sind, die sich scheuen, fremde Personen als Gesellschafter aufzunehmen. Die Gesellschafter-Geschäftsführer möchten das Heft in der Hand behalten. Mit der Einführung von Basel II werden die aus geringem Risikokapital resultierenden Insolvenzrisiken deutlicher

herausgestellt; die Kreditaufschläge, d.h. die Zinsaufschläge für Ausfallrisiken, werden stärker differenziert. Auch kann es zu einer Kürzung der Kreditlinien kommen. Die KMUs sind daher mit der Frage konfrontiert, wie sie ihr Risikokapital erhöhen können, ohne substantielle Geschäftsführungsrechte aufzugeben. Hier bieten sich die “neuen“ Finanzierungsinstrumente an, bei denen die typische Trennung zwischen Eigen- und Fremdkapital mehr und mehr verwischt wird.

Aus der Perspektive des Kapitalgebers ist letztlich der Zahlungsstrom maßgeblich, den ein Finanzierungstitel abwirft. Wenn Risiko und Ertrag des Titels die am Kapitalmarkt zu beobachtenden Standards erfüllen, kann der Titel am Kapitalmarkt platziert werden. Dabei spielt es keine Rolle, ob der Titel mehr oder weniger Eigenkapitalcharakteristika aufweist. Allerdings sind deswegen die Einwirkungs-, Informations- und Gestaltungsrechte, die ein Titel dem Inhaber zusichert, keineswegs irrelevant. Vielmehr bestimmen sie Risiko und Ertrag des Titels maßgeblich mit.

Unter Einwirkungsrechten der Gläubiger werden ihre Rechte verstanden, auf Entscheidungen der Geschäftsführung Einfluss zu nehmen (siehe *Franke/Hax* 2004, Kap. II, 2). Informationsrechte des Gläubigers sollen ihm erlauben, sich jederzeit über den Kreditnehmer aktuell zu informieren. Hierzu gehört das Recht auf unverzüglichen Einblick in Monats- oder Quartalsabschlüsse. Gestaltungsrechte geben dem Gläubiger die Möglichkeit, seine vertragliche Beziehung zum Kreditnehmer zu verändern oder zu beenden.

Auch der Gläubiger, der sich gemäß deutschem Recht nicht in die Geschäftsführung des Schuldnerunternehmens einmischen soll, sichert sich über Kreditklauseln und Informationsrechte zunehmend Einwirkungsrechte auf die Geschäftsführung. Verletzt das Unternehmen Kreditklauseln, so steht dem Gläubiger oft ein Kündigungsrecht zu, dessen Ausübung die Geschäftsführung des Schuldnerunternehmens unter Handlungszwang setzen kann. Das Gestaltungsrecht „Kündigung“ ist der Hebel, um sich Einwirkungsrechte zu verschaffen.

Gleichzeitig wird das Gestaltungsrecht „Verkauf des Titels“ immer wichtiger. Die Kreditgeber verbessern ihr eigenes Risikomanagement, indem sie sich das Recht sichern, einen Kredit zu veräußern. Sie sind bereit, bei Abtretbarkeit günstigere Zinssätze einzuräumen (*Güner* 2006). Geschieht die Veräußerung durch Verbriefung, so werden die verbrieften Kredite handelbar. Die Käufer der verbrieften Kredite sind bereit, sich bei Handelbarkeit mit einer geringeren Rendite zu begnügen (*Amihud/Mendelson* 2006). Bessere Handelbarkeit geht einher mit einer Verminderung der am Markt beobachtbaren Liquiditätsprämie.

Ein weiterer Aspekt der Handelbarkeit betrifft notleidende Kredite. Zahlreiche Banken tun sich mit dem Management notleidender Kredite schwer. Immer häufiger veräußern Banken daher notleidende Kredite an Verwertungsspezialisten, deren Interesse darin besteht, in

überschaubarer Zeit durch geeignete Verwertung eine attraktive Rendite zu erwirtschaften. Erholt sich das Schuldnerunternehmen nicht in absehbarer Zeit, dann strebt der Spezialist oft einen Austausch des Managements ein. Ein Instrument dazu ist ein Debt/Equity Swap, bei dem der Spezialist seine Gläubigerstellung in eine Gesellschafterstellung tauscht und dabei die bisherigen Gesellschafter weitgehend enteignet.

Auch wenn es sich bei einem Kredit um einen Fremdkapitaltitel handelt, so kann das zugeordnete Paket aus Gestaltungs-, Informations- und Einwirkungsrechten dem Titelinhaber dennoch weitgehende Einwirkungsrechte für den Fall verschaffen, dass sich die finanzielle Lage des Unternehmens deutlich verschlechtert. Daher werden die Grenzen zwischen Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung zunehmend verwischt. Auf der einen Seite wünscht der Unternehmer eine partielle Anrechnung des Kapitals als Risikokapital, auf der anderen Seite fürchtet er die Erosion seiner Selbständigkeit in der Krise. Dieser Konflikt sollte dem Unternehmer bewusst sein, wenn er „neue“ Instrumente der Fremdfinanzierung einsetzt. Im Folgenden erörtern wir zuerst Formen mezzaninen Kapitals, sodann Hybridanleihen.

5.1 Mezzanines Kapital

5.1.1 Charakteristika

Mezzanines Kapital stellt eine Mischung aus Eigen- und Fremdkapital dar. Typischerweise handelt es sich um einen schuldrechtlichen Anspruch mit einer vertraglich fixierten Laufzeit von mehr als fünf Jahren, der nachrangig zum normalen Fremdkapital, jedoch vorrangig zum Eigenkapital ist. Wegen der Nachrangigkeit zum normalen Fremdkapital entfällt eine Besicherung, auch die Kündigungsrechte des Kapitalgebers sind im allgemeinen deutlich eingeschränkt im Vergleich zum normalen Kredit. Die Verzinsung enthält neben einer festen oft eine gewinnabhängige Komponente. Bei schlechter Erfolgslage kann die Verzinsung entfallen, ist aber gegebenenfalls später bei besserer Erfolgslage nachzuzahlen. Auch kann eine Verlustbeteiligung vereinbart werden. Sind die Eigenkapitalmerkmale genügend ausgeprägt, kann das mezzanine Kapital nach HGB in der Bilanz zum Eigenkapital gezählt werden, ohne dass die steuerliche Abzugsfähigkeit der gezahlten Zinsen verloren geht. Allerdings sind die Bilanzierungsregeln nach HGB und IAS unterschiedlich. Nach IAS 32 kommt eine Anrechnung als Eigenkapital nicht in Frage, weil das mezzanine Kapital rückzahlbar ist.

Der Kapitalgeber hat im allgemeinen keine Einwirkungsrechte, jedoch das Recht, den Titel zu veräußern. Da das Volumen des mezzaninen Kapitals meist über 1 Mio € liegt, muss die kreditgebende Bank die Jahresabschlüsse des Kapitalnehmers analysieren. Nach dem fortgeschrittenen IRB-Ansatz erstellt die Bank ein internes Rating für das mezzanine Kapital, indem sie die Ausfallwahrscheinlichkeit und die Ausfallquote prognostiziert. Bezüglich KMUs ist bisher keine Evidenz bekannt, wonach die Ausfallwahrscheinlichkeit mezzaninen

von derjenigen vorrangigen Fremdkapitals abweicht¹. Die Ausfallquote eines mezzaninen Kredits wird wegen der Nachrangigkeit niedrig angesetzt. Von den Rating-Agenturen wird sie oft auf 0 gesetzt, wenn es keine Besicherung gibt.

Da die Rechte des Kapitalgebers im Vergleich zu normalem Fremdkapital schwach sind, wird er eine hohe Verzinsung beanspruchen. Nicht selten werden von Hedge Fonds und Private Equity Gesellschaften Zinssätze über 15 % genannt. Dies entspricht einem Kreditaufschlag von mehr als 10 %. Vor diesen Sätzen schrecken KMUs gewöhnlich zurück.

Seit 2004 werden indes zunehmend mezzanine Kredite vergeben, die gleichzeitig verbrieft werden. Eine Übersicht über deutsche Transaktionen bietet Abb. 3, entnommen aus *Hein* 2006.

Abb. 3: Überblick über Verbriefungen von mezzaninen Mittelstandskrediten in Deutschland

Die Transaktionen wurden arrangiert von der Capital Efficiency Group und der Hypovereinsbank (PREPS), von HSBC Trinkaus & Burkhardt (H.E.A.T.), IKB Deutsche Industriebank und Deutsche Bank (FORCE), Commerzbank (CB MezzCAP) und WestLB (StaGe Mezzanine).

Transaction	Date of issue	Size (million €)	Number of claims	Average Size (million €)	Average Rating
PREPS 2004-1	May 2004	249.0	34	7.3	N/A
PREPS 2004-2	Dec 2004	616.0	67	9.2	BBB-
PREPS 2005-1	Jul 2005	313.0	51	6.1	BBB
H.E.A.T. I 2005	Aug 2005	220.0	32	6.9	N/A
PREPS 2005-2	Dec 2005	360.0	62	5.8	BBB-
FORCE 2005-1	Dec 2005	370.5	57	6.5	BBB
CB MezzCAP	Apr 2006	199.5	35	5.7	BBB
H.E.A.T. II 2006	Apr 2006	280.0	47	6.0	BB+
StaGe Mezzanine	Jun 2006	175.8	51	3.4	BBB
PREPS 2006-1	Jul 2006	321.0	61	5.3	BBB

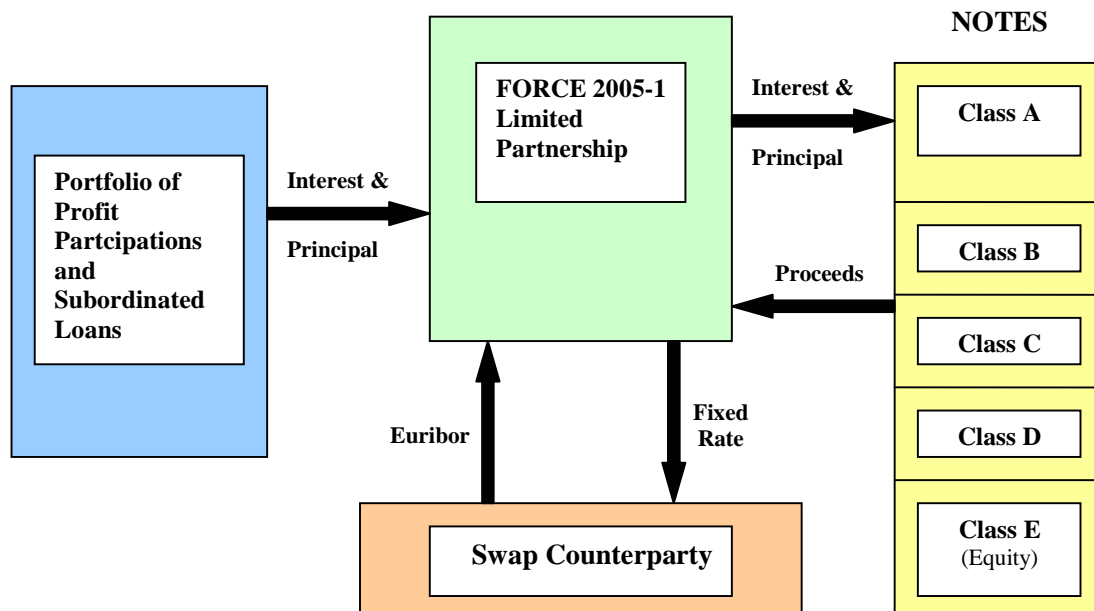
Quelle: Hein 2006

Durch die Verbriefung überträgt die Bank einen Teil der Ausfallrisiken auf die Anleihekäufer. Dies mindert die erforderliche Unterlegung der Kredite mit Eigenkapital. Hierzu gründet die Bank eine Zweckgesellschaft, die ausgewählten Kunden mezzanine Kredite einräumt. Diese Kredite werden in einen Pool eingebracht und verbrieft. Bisher werden solche Kredite vorzugsweise Unternehmen mit einem Investment grade rating und einer stabilen Performance eingeräumt. Oft wird die Auswahl nicht nur nach eingehender Prüfung der

¹ Bei großen Unternehmen hat sich gezeigt, dass die Ausfallwahrscheinlichkeit unverbriefteter Kredite etwa um 20 % unter derjenigen von Anleihen liegt (Emery/ Cantor 2005). In diesen Ausfallwahrscheinlichkeiten werden Verletzungen von Kreditklauseln nicht als Ausfall berücksichtigt.

vorliegenden Jahresabschlüsse vorgenommen, sondern auch nach eingehender Diskussion der Unternehmensstrategie mit der Geschäftsführung. Nur wenn beides die Kreditspezialisten zufrieden stellt, kommt es zur Vergabe des mezzaninen Kredits. Eine langjährige Geschäftsbeziehung zum Unternehmen verschafft der Bank darüber hinaus eine solide Informationsbasis. Diese Faktoren mögen erklären, warum die in Rechnung gestellten Zinssätze sich im Bereich von lediglich 6,5 bis 9,5 % bewegen. Vermutlich erklären sich diese Zinssätze auch dadurch, dass die federführende Bank (Originator) den Pool mezzaniner Kredite sofort verbrieft und damit von den niedrigen Liquiditätsprämien am Kapitalmarkt profitiert. Bei der Verbriefung werden außerdem entsprechend den Investorenbedürfnissen verschiedene Tranchen von Anleihen mit sehr unterschiedlichen Ratings emittiert. Schließlich übernimmt der Originator mit der Equity-Tranche eine erhebliche Erstverlustposition von oft mehr als 10 % des Kreditpools. Das heißt, die im Pool später auftretenden Ausfälle werden zuerst ausschließlich von der Erstverlustposition getragen. Erst wenn darüber hinaus Ausfälle auftreten, werden diese von den Käufern der emittierten Anleihen getragen. Mit der Erstverlustposition schafft der Originator Vertrauen bei den Käufern, leidet doch er als erster unter Ausfällen (Franke/Weber 2006). Die notwendige Unterlegung der Erstverlustposition mit Eigenkapital im Verhältnis 1:1 wird oft abgeschwächt, indem der Originator einen Teil der Erstverlustposition veräußert. Abb.4 zeigt in vereinfachter Form die Struktur der FORCE 2005-1 Verbriefungstransaktion.

Abb. 4: Vereinfachte Darstellung der FORCE 2005-1 Verbriefung



Quelle: Moody's Pre-Sale Report

5.1.2 Ist mezzanines Kapital Risikokapital?

Auch wenn nach HGB mezzanines Kapital ggf. als Eigenkapital zählbar ist, so ist dies nach den zukünftigen Bilanzierungsstandards (IAS 32) nicht der Fall. Ein normaler Gläubiger steht vor der Frage, ob er bei seinem Kreditrating einen Teil des mezzaninen Kapitals als Eigenkapital anrechnen kann. Über die Anrechnungshöhe gibt es bisher keine Klarheit. Zweifellos erzeugt die Nachrangigkeit des mezzaninen Kapitals für den vorrangigen Gläubiger einen Vorteil gegenüber gleichrangigem Fremdkapital. Insofern kann die weitere Aufnahme vorrangigen Fremdkapitals erleichtert und damit die Solvenz des Unternehmens verbessert werden. Voraussetzung hierfür ist jedoch, dass der Geber des mezzaninen Kapitals nur sehr eingeschränkte Kündigungsrechte hat. Andernfalls geht der Vorteil aus einer langen Laufzeit des mezzaninen Kapitals weitgehend verloren. Erlaubt eine Verletzung von vertraglichen Pflichten oder vertraglich vereinbarten Kennzahlen dem Kreditgeber die Kündigung, so kann er den mezzaninen Kredit dann fällig stellen, wenn er besonders benötigt wird. Ebenso problematisch ist das Recht des Kapitalgebers, die Forderung zu verkaufen, wenn dem Käufer in einer Krise weitgehende Verwertungsrechte zustehen, z.B. das Recht, die Forderung in Beteiligungstitel zu tauschen. Das kann zwar die Solvenz des Unternehmens sichern, bedeutet faktisch aber einen weitgehenden Austausch der Gesellschafter und auch des Managements des Unternehmens. Nimmt das mezzanine Kapital an Gewinnen und Verlusten des Unternehmens teil, so verstärkt dies den Eigenkapitalcharakter. Häufig ist jedoch die Verlustbeteiligung auf die Zinsen beschränkt.

Eine weitere Frage, die sich in diesem Zusammenhang stellt, betrifft die Bereitschaft der Gesellschafter, in einer Krise neues Eigenkapital bereitzustellen. Das mezzanine Kapital partizipiert zwar im Gegensatz zum normalen Fremdkapital oft an den Unternehmensrisiken, jedoch in stark eingeschränkter Form. Dies erzeugt für die Gesellschafter nur eine geringe Risikoentlastung, zumal sie selbst als erste die Risiken zu tragen haben, also auch vor den mezzaninen Kapitalgebern. Für ihre Entscheidung, dem Unternehmen in einer Krise neues Eigenkapital zuzuführen, ist daher der Unterschied zwischen normalem und mezzaninem Kapital eher unwichtig. Anders verhält es sich, wenn zuvor statt mezzaninem Kapital Eigenkapital zugeführt wurde. Die Bereitstellung neuen Eigenkapitals führt dann zu geringeren Vermögensumschichtungen zugunsten der Fremdkapitalgeber und erleichtert somit die Eigenfinanzierung. Mezzanines Kapital erleichtert daher zukünftige Beteiligungsfinanzierungen kaum.

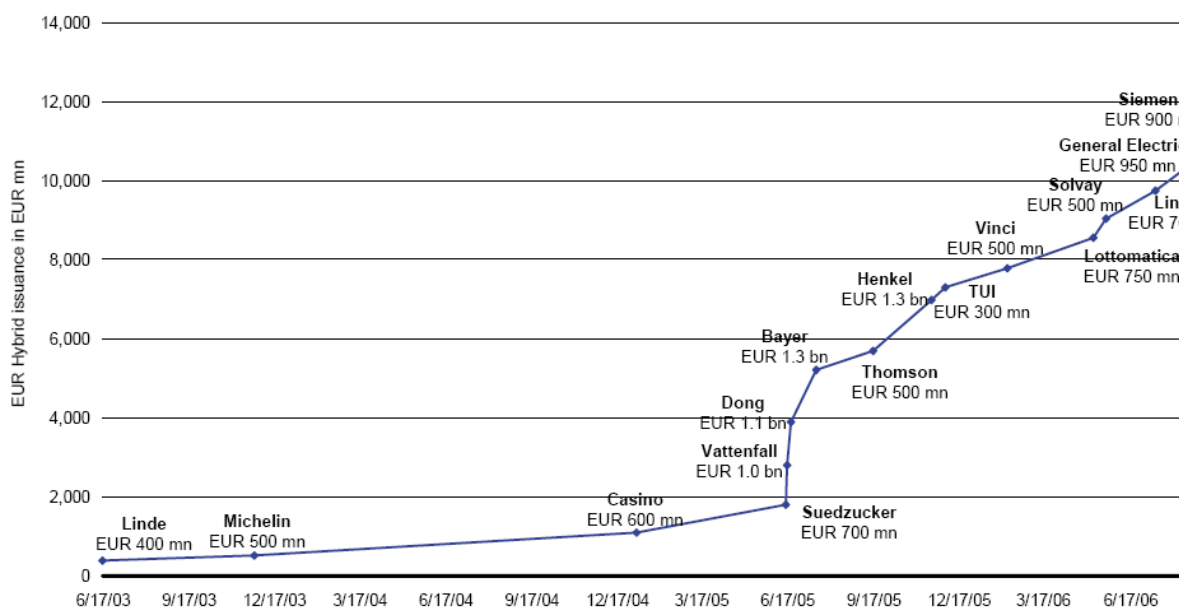
Ein abschließendes Urteil über das Ausmaß, in dem mezzanines Kapital Eigenkapital substituiert, wäre verfrüht. Voraussetzung für eine substantielle Anrechnung sind lange Laufzeit, minimale Kündigungsrechte und Verlustpartizipation. Solange letztere auf die Zinsen beschränkt bleibt, ist nur eine geringe Anrechnung gerechtfertigt. Insgesamt sollte ein mittelständischer Unternehmer daher vorsichtig sein, mezzanines Kapital als Risikokapital zu werten.

5.2 Hybridanleihen

5.2.1 Charakteristika

Ein junges Phänomen ist der Einsatz von Hybridanleihen. Wie Abb. 5 zeigt, machte in Europa die Linde AG 2003 den Anfang. Inzwischen sind etliche börsennotierte Firmen gefolgt. Hybridanleihen sind börsengehandelte Anleihen, also Fremdkapital, ohne endliche Laufzeit. Sie zählen zu den high yield bonds.

Abb. 5: Überblick über Hybridanleihen in Europa



Quelle: HVB

Die Inhaber können die Anleihe nicht kündigen, der Emittent kann im allgemeinen nach 7 -10 Jahren kündigen. Die Anleihen sind nicht besichert, sie sind nur gegenüber dem Eigenkapital vorrangig. Die Zinszahlungen können bei schlechter Finanzlage gemäß vertraglicher Definition entfallen, sind aber meist nachzuholen, wenn sich die Finanzlage wieder erholt. Alternativ kann der Nennwert der Anleihe aufgestockt werden. In einigen Fällen gibt es vertragliche Regelungen, wonach die Zinszahlungen bei Vorliegen bestimmter Ereignisse (z.B. schlechte Ergebnisse) zeitweise eingestellt werden müssen und der Nennwert der Anleihe entsprechend aufzustocken ist. Die Anleihen werden von Rating-Agenturen geratet. Bisher erhielten alle Anleihen bis auf wenige Ausnahmen ein Investment-grade Rating. Das Rating liegt üblicherweise um bis zu drei Notch unter dem des vorrangigen Fremdkapitals desselben Schuldners. Hybridanleihen werden meist mit einer variablen Verzinsung ausgestattet, wobei der Credit Spread das 1,6 bis 7 fache der Kreditaufschläge für Credit Default Swaps gleicher Ratings beträgt. Der Faktor ist tendenziell niedrig (hoch) bei schlechtem (gutem) Rating. Nach 7 - 10 Jahren wird der Credit Spread oft um 100 bis 200

Basispunkte erhöht², um dem Schuldner einen Anreiz zur vorzeitigen Rückzahlung zu geben. Da dies die Qualifizierung der Hybridanleihen als Eigenkapital gefährdet, geht der Schuldner bei Emission eine moralische Verpflichtung ein, bei Kündigung eine neue Hybridanleihe zu emittieren. Aufgrund dieser Eigenschaften werden Hybridanleihen nach IAS 32 als Eigenkapital anerkannt. Die Zinsen sind steuerlich absetzbar.

Bisher liegen die Volumina von Hybridanleihen bei mindestens 300 Mio € Wie bei allen Finanzinnovationen sinkt dann, wenn sich ein Instrument bewährt, das Mindestvolumen. Die Transaktionskosten sinken durch Lernprozesse, Standardisierungen ermöglichen eine einfachere und raschere Umsetzung. Daher gehe ich davon aus, dass die Volumina von Hybridanleihen Größenordnungen erreichen werden, die für größere mittelständische Unternehmen geeignet sind. Die Banken werden diese unverbrieften Kredite allerdings nicht auf ihre eigenes Kreditbuch nehmen wollen, da sie eine hohe Eigenkapitalunterlegung erfordern. Daher bietet es sich an, eine größere Zahl solcher unverbrieften Kredite in ein Portfolio einzubringen und zu verbrieften. Das erlaubt, die mit Verbriefungen verbundenen Vorteile zu nutzen. Die Investoren, die Tranchen erwerben, profitieren von der Risikostreuung des Pools. Gleichzeitig begnügen sie sich mit geringen Liquiditätsprämien, weil die Tranchen handelbar sind. Die Bank reduziert ihr Risiko durch Verbriefung, wird jedoch eine Erstverlustposition teilweise behalten, um das Vertrauen der Investoren zu stärken. Im folgenden gilt es zu erörtern, inwieweit Hybridanleihen als Eigenkapitalsubstitut geeignet ist.

5.2.2 Hybridanleihen als Risikokapital?

Auch wenn über die Anrechnung von Hybridanleihen als Eigenkapital noch keine Klarheit besteht, so geben doch die Rating-Agenturen hier wichtige Anhaltspunkte. Moody's klassifiziert den Eigenkapital-Anrechnungsfaktor in % der Hybridanleihe vor allem danach, inwieweit der Emittent sich verpflichtet, bei Kündigung der Hybridanleihe eine neue Hybridanleihe zu emittieren, und inwieweit die Zinszahlung in Finanzkrisen entfallen kann oder muss (Abb. 6).

² Für den Fall einer Unternehmensübernahme wird eine Zinserhöhung um bis zu 500 Basispunkten vereinbart, um das damit verbundene Risiko aufzufangen und einen Anreiz zur Rückzahlung zu geben.

Abb.6: Moody's Eigenkapital-Anrechnungsschema für Hybridanleihen

- Moody's assesses hybrid capital by using five baskets on the debt-equity continuum
- Each basket will set out the level of equity credit afforded, with the remainder being treated as debt
- Hybrids that are considered debt for ratio purposes may still be viewed as providing qualitative benefit in terms of the financial flexibility offered

Basket	Equity Credit	Requirements
A	0%	Perpetual subordinated debt and traditional preferred shares without replacement language
B	25%	Perpetual subordinated debt and traditional preferred shares with replacement language
C	50%	Perpetual subordinated debt with replacement- and deferral language
D	75%	Perpetual subordinated debt required with mandatory coupon deferral and replacement language
E	100%	Mandatory converts (3 year conversion period) with accelerated conversion under stress scenarios

- Moody's ranks certain hybrid characteristics along three dimensions of equity:

	Weak	Moderate	Strong
No maturity	Cash call	Cash call + replacement language	No call or call + legally binding replacement language
Loss absorption	subordinated debt with rights	Subordinated debt, no rights	Preferred securities, most junior subordinated debt
No ongoing payments	Contingent optional deferral	Pure optional deferral (non-cum; ACSM)	Mandatory deferral (non-cum; ACSM)

Quelle: HVB

Wenn der Emittent bei Kündigung der Hybridanleihe eine neue emittieren und in Finanzkrisen die Zinszahlung (bei späterer Nachzahlung oder Aufstockung des Nennwerts) einstellen muss, kommt nach Moody's eine volle Anrechnung als Eigenkapital in Betracht. Handelt es sich indessen um unbefristetes, nachrangiges Fremdkapital ohne Angaben zu den Zinszahlungen und zum Verhalten bei Kündigung, dann wird Hybridanleihen voll dem Fremdkapital zugerechnet. Eine partielle Anrechnung als Eigenkapital ist möglich, wenn der Emittent schwächere Verpflichtungen übernimmt. S&P legt sich nicht so klar wie Moody's auf ein Anrechnungsschema fest. Die Eigenkapital-Anrechnung nach Moody's setzt voraus, dass es sich um unbefristetes Kapital handelt. Dies entspricht auch IAS 32.

Moody's Anrechnungsschema stellt darauf ab, inwieweit die Inhaber von Hybridanleihen in Krisen mit Zahlungen des Unternehmens rechnen können, also in Zeiten, in denen die Gesellschafter im allgemeinen nichts bekommen. Je glaubwürdiger eine Gleichbehandlung ist, desto stärker wird die Hybridanleihe als Eigenkapital angerechnet. Zudem kommt es Moody's darauf an, dass das Kapital dauerhaft zur Verfügung steht. Dabei spielt es keine Rolle, ob die Hybridanleihe nach 7-10 Jahren gekündigt und durch eine neue ersetzt wird oder in ihrer ursprünglichen Form bestehen bleibt. Sollte es zur Insolvenz kommen, dann haben die Hybridanleihe-Inhaber zwar einen vorrangigen Anspruch gegenüber den Gesellschaftern, jedoch müssen sie mit einer hohen Ausfallquote rechnen.

Wie bei mezzaninem Kapital stellt sich auch bei Hybridanleihen die Frage, ob die Gesellschafter in einer Krise durch Hybridanleihen von einer Kapitalerhöhung abgehalten werden. Die Antwort hängt davon ab, inwieweit die Mittel aus einer Kapitalerhöhung die Hybridanleihen-Inhaber bereichern. Vor allem werden die normalen Gläubiger bereichert, da

ihre Ansprüche vorrangig sind. Die Hybridanleihen-Inhaber werden nur wenig bereichert, wenn ihre Zinszahlungen an eine Gesundung der Finanzlage des Unternehmens gebunden sind. Der Vermögensvorteil der Hybridanleihen-Inhaber könnte größer sein, wenn es trotz der Kapitalerhöhung nach wenigen Jahren zur Liquidation des Unternehmens käme und ihre Ausfallquote dann relativ niedrig ausfiele. Diese Effekte entfallen, wenn statt der Begebung einer Hybridanleihe von vornherein das Eigenkapital erhöht wird. Insgesamt ist aber zu erwarten, dass die Hybridanleihen-Inhaber bei einer Eigenkapital-Erhöhung nur mäßig bereichert werden. Die Bremswirkung von Hybridanleihen für zukünftige Kapitalerhöhungen ist daher niedrig zu veranschlagen.

5.2.3 Voraussetzungen für die Emission von Hybridanleihen

Die europäischen Firmen, die bisher Hybridanleihen emittiert haben, sind große, bekannte Aktiengesellschaften mit einer langen Historie und einem Investment grade-Rating. Eine der wenigen Ausnahmen ist TUI, dessen Historie als integrierter Anbieter von Reisedienstleistungen zudem kurz ist. TUI zahlt dementsprechend auch einen vergleichsweise hohen Zinssatz von 8,625 % bis 2013, danach einen variablen Zins mit einem Credit Spread von 730 Basispunkten. Dennoch liegen diese Sätze deutlich unter denen, die Hedge Fonds für mezzanine Kredite verlangen.

Für größere mittelständische Unternehmen mit einer soliden Historie und einem Investment grade-Rating sollten sich ähnliche Finanzierungsmöglichkeiten eröffnen, insbesondere wenn eine vertrauensvolle Beziehung zu Banken schon über längere Zeit besteht. Da es sich um kleinere Volumina handelt, ist es allerdings zweckmäßig, zahlreiche Hybridanleihen zu poolen und diesen Pool dann zu verbriefen. Der Verbriefungsvorteil dürfte bei Hybridanleihen noch deutlicher als bei mezzaninen Krediten ausfallen: Die einzelne Hybridanleihe ist ein vergleichsweise riskantes Investment. Durch Pooling und Verbriefung kann eine gute Risikostreuung erreicht werden, die sich auch im Rating der Tranchen niederschlägt.

Eine Verbriefung setzt eine weitgehende Transparenz der zugrundeliegenden Titel voraus. Die Emittenten der Hybridanleihen müssen daher eine weitreichende Publizität akzeptieren. Vermutlich wird der Originator ähnlich wie bei mezzaninen Verbriefungen darauf bestehen, dass eine Hybridanleihe auch von der Zweckgesellschaft weiterverkauft werden kann. Ob ein Weiterverkauf attraktiv ist, ist schwer abzuschätzen, da der Käufer kein Kündigungsrecht hat und daher die Gesellschafter nicht zu Debt/Equity Swaps oder Ähnlichem nötigen kann.

Vorstellbar ist indessen, dass die Bank, die einem mittelständischen Unternehmen eine Hybridanleihe vermittelt und bei der Verbriefungstransaktion eine Erstverlustposition behält, auf indirekten Einwirkungsrechten besteht. Möglichkeiten hierzu bestehen über die Mitwirkung in einem Unternehmensbeirat oder in der Verpflichtung des Unternehmens, mit

einer Beratungsfirma zusammenzuarbeiten. Auf diese Weise kann die Transparenz über das Unternehmen verbessert werden. Gleichzeitig sollte die Unternehmensführung hiervon profitieren, sie sollte einen Beirat als Chance für ein nützliches Diskussionsforum begreifen. Auf diese Weise kann das Vertrauen der Kreditgeber gestärkt werden.

6. Herausforderungen für Banken und Unternehmen

Infolge von Basel II und der neuen Finanzinstrumente wird das Finanzmanagement von Unternehmen erheblich komplizierter. Während Großunternehmen eigene Finanzspezialisten heranbilden können, um diesen neuen Herausforderungen begegnen, ist dieser Weg für kleine und mittlere Unternehmen zu teuer. Für sie bietet es sich an, die Expertise der Banken zu nutzen, indem sie auf eine integrierte Finanzwertschöpfung setzen. Auf diese Weise werden die Interessen von Kreditnehmer und –geber gleichzeitig berücksichtigt.

Die praktische Umsetzung einer integrierten Finanzwertschöpfung erfordert allerdings auf Seiten der Banken und der Unternehmen erhebliche Anstrengungen. Ich beginne mit den Banken.

1. Es wäre unrealistisch, von kleinen Instituten oder Bankfilialen den Aufbau einer umfassenden Beratungskompetenz zu erwarten. Auch gegenwärtig werden in einer Filialbank Spezialisten nicht dezentral in Filialen positioniert, sondern in übergeordneten Organisationseinheiten. Diese stellen die Spezialisten bei Bedarf den Filialen und deren Kunden zur Verfügung. Im Sparkassen- und Volksbankensektor wäre ebenfalls die einzelne Bank mit den Beratungsaufgaben überfordert. Berater können hier von den jeweiligen Verbänden oder Zentralinstituten bereitgestellt werden. Damit die Berater, die nicht vor Ort ansässig sind, dennoch kundennah sind, kann es zweckmäßig sein, ihnen einen Mitarbeiter der Bank vor Ort zur Seite zu stellen.
2. Es macht einen Unterschied, ob eine Bank ein System der Risikoanalyse und des Risikomanagements für den internen Einsatz oder für den externen Einsatz bei einem Kunden entwickelt. Auch wenn methodisch bei beiden Systemen erhebliche Überlappungen bestehen, so sind in der Implementierung die spezifischen Risikofaktoren des Kunden zu berücksichtigen. Die Beratungsspezialisten der Bank benötigen daher eine Ausbildung, die über das Bankgeschäft hinausgeht.
3. Verbriefungen erleichtern den Banken die Vergabe mezzaniner Kredite und von Hybridkrediten mit unbefristeter Laufzeit. Da Filialen oder kleinere Banken Verbriefungen nicht darstellen können, ist es hierzu erforderlich, dass übergeordnete Einheiten die Initiative ergreifen, Konzepte hierzu zu entwickeln und in der Fläche umzusetzen.

Auf Seiten der Unternehmen sind ebenfalls erhebliche Anforderungen zu erfüllen.

1. Unternehmen und Banken können zu einer engeren Zusammenarbeit nur dann finden, wenn wechselseitig Vertrauen besteht. Dazu gehören Transparenz über die beidseitigen Interessen und offener Umgang miteinander. Unternehmen sollten Banken nicht nur als Kontrolleure begreifen, sondern als Kooperationspartner. In Krisen kann ein Unternehmen eher Unterstützung seitens der Bank erwarten, wenn die Probleme des Unternehmens transparent dargestellt werden. Das Unternehmen sollte die Kooperation mit der Bank als Chance begreifen, Krisen leichter zu meistern. Ein Risikomanagementsystem, das die Bank mitentwickelt hat, sollte es erleichtern, Krisensymptome eher zu erkennen und zu kommunizieren.
2. Auch der Einsatz mezzaniner und hybrider Kredite wird durch eine enge Zusammenarbeit von Unternehmen und Bank erleichtert. Die zusätzlichen Risiken dieser Finanzierungsinstrumente im Vergleich zu normalen Krediten können durch Zusammenarbeit von Unternehmen und Bank reduziert werden. Da diese Instrumente durch die erforderliche Verbriefung kapitalmarktnah sind, sollte sich das Unternehmen den Spielregeln des Kapitalmarktes anpassen. Hierzu gehört Transparenz. Das Unternehmen wird daher die neuen Finanzierungsinstrumente nur dann zu attraktiven Konditionen nutzen können, wenn es sich gegenüber der arrangierenden Bank oder Zweckgesellschaft zu weitgehender Transparenz verpflichtet.
3. Das Vertrauen der Investoren wird ebenfalls gestärkt, wenn der Unternehmer nicht auf uneingeschränkter Selbständigkeit besteht, sondern auch diesbezüglich die Kooperation sucht. Hierfür bietet sich ein Unternehmensbeirat an, der die Geschäftsführung in wichtigen Entscheidungen berät, gleichzeitig aber auch im Interesse der Fremdkapitalgeber Kontrollfunktionen übernimmt. Das Konzept der uneingeschränkten Selbständigkeit des Unternehmers wird so durch das **Konzept der kooperativen Selbständigkeit** ersetzt.

Literaturangaben

- Amihud, Y. und H. Mendelson (2006). Stock and bond liquidity and its effect on prices and financial policies. In: *Financial Markets and Portfolio Management*, vol. 20, 19-32.
- Deutsche Bundesbank: Verhältniszahlen aus Jahresabschlüssen Deutscher Unternehmen von 2002 bis 2003 (Statistische Sonderveröffentlichung 6. Dezember 2005).
- Emery, K. und R.Cantor (2005). Relative default rates on corporate loans and bonds. In: *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, 1575-1584.
- Franke, G. und H. Hax (2004). *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*. 5. Aufl., Heidelberg et al.
- Franke, G. und Th. Weber (2006). #Wie werden Collateral Debt Obligation-Transaktionen gestaltet? Erscheint in *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*.
- Gesamtmetall (2005): Exportweltmeister – Fakten und Fragezeichen, in: *ME Argumente – Informationen, Perspektiven, Beiträge zum Dialog*, Nr. 5/2005, S. 1-4 (Stand: 27.01.2006).
- Güner, A. (2006). Loan Sales and the Cost of Corporate Capital. In: *Review of Financial Studies*, vol. 19, 687-716.
- Harris, M. und A. Raviv (1990). Capital Structure and the Informational Role of Debt. In: *Journal of Finance* 45, 321-349.
- Hein, J. (2006). *Securitization of Mezzanine Capital in Germany*. Discussion paper. Universität Konstanz.