

stellt werden, dass die Wahrscheinlichkeit eines solch hohen Verlustes möglichst gering ist.

Dieselbe Vorgehensweise kann auch für einzelne Investitionsprojekte angewandt werden: Ist bei einer Investitionssumme von 1 Million Euro damit zu rechnen, dass über die gesamte Laufzeit maximale Verluste in Höhe von 500 000 Euro anfallen können, kann das Projekt nicht ausschließlich mit Krediten finanziert werden. In diesem Fall muss zur Finanzierung ein Eigenkapitalanteil von 500 000 Euro bereitstehen. Ansonsten besteht die Gefahr, dass sich das Gesamtrisiko des Unternehmens erhöht und die Verluste des betrachteten Investitionsprojektes (ggf. ergänzt durch Verluste aus anderen Projekten) zur Insolvenz des gesamten Unternehmens führen können. Für die Bestimmung des maximalen Verlustes aus einem Projekt, der nur mit einer sehr geringen Wahrscheinlichkeit überschritten wird, stehen die Daten der Investitionsplanung zur Verfügung.

5.2 Finanzierungspräferenzen mittelständischer Unternehmen

Mittelständische Unternehmen legen verschiedene Kriterien an die einzelnen **Finanzierungsinstrumente** an, mit denen sie sich Kapital für ihre Investitionszwecke beschaffen. Ziel dieses Abschnitts ist es, das Finanzierungsverhalten mittelständischer Unternehmen zu analysieren und diejenigen Kriterien aufzuzeigen, die diese Unternehmen typischerweise zur Beurteilung von Finanzierungsinstrumenten zurate ziehen.

5.2.1 Finanzierungsverhalten mittelständischer Unternehmen

Mittelständische Unternehmen sind charakterisiert durch eine geringe Größe, enge Bindungen zwischen Eigentümern, Geschäftsführern und Mitarbeitern, spezifische Wettbewerbsvorteile und eine eher geringe Produktpalette. Diese Charakteristika haben Einfluss auf die Wahl der Finanzierungsinstrumente und damit die Kapitalstruktur.

5.2.1.1 Selbstfinanzierung und Fremdkapital als Hauptquelle

Selbstfinanzierung ist die Hauptquelle für die Finanzierung des Mittelstandes.¹¹ Die Gewinne mittelständischer Unternehmen reichen jedoch nicht aus, um das benötigte Kapital über die Selbstfinanzierung aufzubringen, was einerseits durch die schlechte Ertragslage¹² begründet ist. Andererseits besteht in vielen

¹¹ Vgl. *KfW Bankengruppe (Hrsg.): Unternehmensbefragung, 2009, S. 40 f.; Geiseler, C.: Finanzierungsverhalten KMU, 1999, S. 135; Sprenger, K.-A.: Finanzierungssituation, 1982, S. 72.*

¹² Die durchschnittliche Umsatzrentabilität nach Steuern betrug im Jahre 2001 für mittelständische Unternehmen lediglich 2%, vgl. *Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Wirtschaftliche Situation, 2003, S. 53.*

mittelständischen Unternehmen die Notwendigkeit, dass der Inhaber regelmäßig Geld aus dem Unternehmen zur Bestreitung des Lebensunterhaltes entnehmen muss. Entsprechend ist es unumgänglich, auf Finanzierung von außerhalb des Unternehmens zurückzugreifen.

Fremdkapital ist die vorherrschende Kapitalquelle bei der **Außenfinanzierung** mittelständischer Unternehmen. Demnach ergeben sich bei der Gestaltung der Bilanz erhebliche Unterschiede zwischen mittelständischen Unternehmen und Großunternehmen: Vor allem die Passivseite der Bilanz, das heißt, die Herkunft des Kapitals, hat bei mittelständischen Unternehmen regelmäßig eine andere Zusammensetzung. Verbindlichkeiten (also Fremdfinanzierung) haben einen Anteil von 60–70% am Gesamtkapital, und von diesen Verbindlichkeiten sind ca. die Hälfte Bankkredite.¹³

Neben der Selbstfinanzierung als wichtigstem Instrument kommen bei den befragten Unternehmen vor allem Fremdfinanzierungsinstrumente wie Leasing oder Lieferantenkredite zum Einsatz. Lediglich weitere Einlagen von Altgesellschaftern finden bei einem Viertel der Unternehmen Anwendung, ansonsten findet kaum eine Aufnahme neuen Eigenkapitals statt. Vor Instrumenten, die eine aktive Kommunikation mit den Kapitalgebern bedeuten (z.B. Kapitalbeteiligungsgesellschaften oder Börsengang), scheuen die befragten Unternehmen größtenteils zurück.

5.2.2 Gründe für das beobachtete Finanzierungsverhalten

Die Gründe für die **Präferenz von Selbstfinanzierung und Fremdkapital** gegenüber Eigenkapital sind vielfältig, lassen sich aber im Wesentlichen auf die Kosten der Finanzierung, das Streben nach Unabhängigkeit und Sicherheit sowie das Informationsverhalten zurückführen.

5.2.2.1 Finanzierungskosten

Jeder Finanzierungsvertrag ist für das Unternehmen mit Kosten verbunden. Diese lassen sich in variable (z.B. Rendite für Kapitalgeber) und in fixe Bestandteile (z.B. Kosten für Vertragsabschluss) aufteilen, je nachdem, ob sich die Kosten mit der Höhe des Kapitalbedarfs verändern. Problematisch für mittelständische Unternehmen sind vor allem die Fixkosten der Finanzierung. Bei der Beantragung eines Kredites z.B. muss stets eine Kreditwürdigkeitsprüfung vorgenommen werden, für die der Aufwand sowohl auf Unternehmens- als auch Bankseite weitgehend unabhängig von der beantragten Kredithöhe ist. Bei der Eigenfinanzierung ist die Prüfung durch die Kapitalgeber noch umfangreicher, da sämtliche Risiken und Chancen des Unternehmens genau geprüft werden müssen. Dies verursacht somit noch höhere Kosten. Aufgrund der geringeren Größe haben mittelständische Unternehmen einen geringeren Finanzierungsbedarf, sodass die fixen Kosten der Finanzierung auf eine geringere Summe Kapi-

¹³ Vgl. *Lichtblau, K./Utzig, S.: Finanzierungs- und Kostenstrukturen, 2002, S. 327.*

tal umgelegt werden müssen, was im Gegenzug die Kosten pro Kapitaleinheit erhöht. Mittelständler haben somit häufig höhere Kapitalkosten zu tragen als Großunternehmen. Einige Finanzierungsinstrumente erfordern somit eine **Mindestfinanzierungssumme**, damit ihr Einsatz wirtschaftlich sinnvoll ist. Dies erklärt den geringen Einsatz aufwendiger Instrumente wie Börsengang oder Anleiheplatzierung.

Doch auch variable Kosten der Finanzierung haben einen Einfluss. Je höher das Risiko für die Kapitalgeber, desto höher ist die Rendite, die sie für die Bereitstellung des Kapitals verlangen. Aufgrund der geringen Rentabilität sind mittelständische Unternehmen deshalb gezwungen, besonders auf die variablen Kosten der Finanzierung zu achten, was die Vorherrschaft von billigerem Fremdkapital im Vergleich zu teurerem Eigenkapital erklärt.

5.2.2.2 Streben nach Unabhängigkeit und Sicherheit

In größeren Unternehmen, speziell in Aktiengesellschaften, ist das oberste Ziel häufig die Maximierung des Unternehmenswertes, also die Maximierung der Rentabilität für die Aktionäre (Shareholder Value-Ansatz¹⁴). In mittelständischen Unternehmen, insbesondere Familienunternehmen, tritt das Ziel der Renditemaximierung häufig hinter andere Ziele wie **Sicherheit** und **Unabhängigkeit** zurück. Im Gegensatz zu Aktionären haben Anteilseigner solcher Unternehmen ihr Kapital häufig nicht aus Spekulations- oder Geldanlagemotiven investiert, sondern weil sie die damit generierte Rendite für die Bestreitung ihres Lebensunterhaltes benötigen.¹⁵ Verantwortliche in mittelständischen Unternehmen werden deshalb versuchen, ihre Unternehmensaktivitäten so auszurichten, dass ihr Kapital eine stetige und relativ sichere Rendite abwirft, statt sich durch ein höheres Risiko die Möglichkeit einer höheren Rendite zu erkaufen und dabei die Gefahr einzugehen, ihre Lebensgrundlage zu verlieren. Dieser Sachverhalt ist auch bei der Finanzierung zu berücksichtigen. Ebenso müssen Anteilseigner mittelständischer Unternehmen sicherstellen, dass andere Anteilseigner keinen so großen Einfluss auf die Unternehmenspolitik bekommen, dass das Ziel der Einkommenssicherung gefährdet ist oder sie sogar aus dem Unternehmen gedrängt werden und somit ohne Erwerbsmöglichkeit dastehen.

Dieses Streben nach Unabhängigkeit und Sicherheit erklärt die Zurückhaltung bei der Aufnahme neuer Gesellschafter (sowohl Einzelpersonen, Business Angels als auch Kapitalanlagegesellschaften), da diese in der Regel einen Einfluss auf das Unternehmen ausüben können.

5.2.2.3 Informationsverhalten

Kapitalgeber benötigen sowohl vor Abschluss eines Finanzierungsvertrages als auch während dessen Laufzeit Informationen über den Kapitalnehmer zur Bewertung der Chancen und Risiken ihrer Kapitalanlage. Dies erfordert die Über-

¹⁴ Zum Shareholder Value-Konzept vgl. *Wöhe, G./Döring, U.*: Betriebswirtschaftslehre, 2008, S. 75–81; *Höpner, M.*: Unternehmen, 2003, S. 79–120.

¹⁵ Vgl. *Leopold, G./Frommann, H.*: Eigenkapital, 1998, S. 194–195.

lassung umfangreicher Unterlagen. Viele kleine und mittlere Unternehmen haben jedoch nicht die notwendigen Systeme, um eine professionelle Präsentation von Unternehmensdaten zu gewährleisten. Auf der anderen Seite können professionelle Investoren mit den eher auf Intuition beruhenden Planungen mittelständischer Betriebe oft auch nichts anfangen und scheuen deshalb vor Investitionen zurück. Neben der Verfügbarkeit der Informationen spielen auch die Kosten für ihre Generierung eine Rolle.

Auch das ausgeprägte Unabhängigkeitsstreben mittelständischer Unternehmen hat einen Einfluss auf das Informationsverhalten. Konkurrenten sollen keinen zu tiefen Einblick in die Erfolgsfaktoren des Unternehmens erlangen und diese eventuell kopieren, was die Grundlage der Wettbewerbsvorteile des mittelständischen Unternehmens zerstören würde.¹⁶

Dies alles führt dazu, dass mittelständische Unternehmen die Informationsanforderungen, die mit einigen Finanzierungsinstrumenten verbunden sind, nicht erfüllen können oder wollen. Die Bereitstellung umfangreicher Informationen ist zu kostspielig (z.B. die Publizitätspflichten beim Börsengang), nicht möglich (aufgrund fehlender Informationsunterstützungssysteme) oder nicht erwünscht (Unabhängigkeitsstreben), so dass sich mittelständische Unternehmen auf Finanzierungsinstrumente konzentrieren, deren Informationserfordernisse mit ihren Wünschen und Möglichkeiten kompatibel sind.¹⁷ Hier haben sich vor allem die Finanzierung durch Gesellschafter und Bankkredite bewährt. Altgesellschafter sind ohnehin schon am Unternehmen finanziell und eventuell auch an der Unternehmensführung beteiligt und benötigen deshalb keine zusätzlichen Informationen. Banken dagegen benötigen zwar umfangreiche Informationen für das Rating, im Zuge einer Hausbankbeziehung kann aber Vertrauen zur Bank aufgebaut und die Einsicht in die Unterlagen nur auf eben diese Bank beschränkt werden, ohne dass die Gefahr besteht, dass die Daten in die Hände von Konkurrenten gelangen.

5.2.3 Anforderungen an optimale Finanzierungsinstrumente für mittelständische Unternehmen

Die Anforderungen, die mittelständische Unternehmen an die von ihnen genutzten Finanzierungsinstrumente stellen, gliedern sich in Anforderungen aufgrund eigener Präferenzen und betriebliche Anforderungen.

5.2.3.1 Anforderungen aufgrund mittelständischer Präferenzen

Aus den Charakteristika mittelständischer Unternehmen und den beschriebenen Finanzierungspräferenzen dieser Unternehmen lassen sich unmittelbar Kriterien ableiten, die mittelständische Unternehmer aus eigenem Antrieb zur Beurteilung eines Finanzierungsinstrumentes heranziehen:

¹⁶ Vgl. Gerke, W./Bank, M.: *Finanzierungsprobleme*, 1999, S. 12.

¹⁷ Vgl. Korn, M./Mayer-Fiedrich, M.D.: *Datenhaltung*, 2005, S. 434–444.

Die **Kosten der Finanzierung** sollen möglichst gering sein. Dies gilt sowohl für die variablen Kosten (Zinsen, Dividende) also auch für die Fixkosten, die im Zusammenhang mit dem Abschluss des Finanzierungsvertrages entstehen.

Das Finanzierungsinstrument soll möglichst geringe **Anforderungen an** die Herausgabe von **Informationen** stellen. Dies geschieht zum einen vor dem Hintergrund der entstehenden Kosten für die Generierung der Informationen, andererseits aus Schutz davor, dass Informationen an die Konkurrenz gelangen und damit Wettbewerbsvorteile zunichte gemacht werden könnten.

Der **Einfluss der Kapitalgeber** auf das Unternehmen soll gering gehalten werden, um die Unabhängigkeit des Unternehmens und den Einfluss des Unternehmers/der Unternehmerfamilie zu wahren. Dies geschieht nicht nur aus Prestigezwecken, sondern dient der Sicherung der Existenzgrundlage für den Unternehmer.

Das Instrument muss auch für kleine und mittelständische Unternehmen eine hohe **Verfügbarkeit** sicherstellen. Dies bedeutet auf der einen Seite, dass das Instrument auf dem Markt überhaupt angeboten werden muss. Auf der anderen Seite fehlen kleineren Unternehmen häufig das Personal und das Know-How, um komplizierte Finanzierungsvorgänge in die Wege zu leiten, was grundsätzlich ein Hemmnis für eine Anwendung des Instrumentes in mittelständischen Unternehmen darstellt.

5.2.3.2 Anforderungen auf Grund betrieblicher Notwendigkeit

Auf der anderen Seite stellt auch die Notwendigkeit, eine stabile und effektive Produktion der am Markt angebotenen Produkte/Dienstleistungen zu garantieren, Anforderungen an die genutzten Finanzierungsinstrumente. Ohne ausreichendes Eigenkapital, das als Puffer zwischen Jahren mit Verlusten und Gewinnen fungiert, oder Risikokapital, das die Risiken aus Investitionsprojekten mitträgt, wäre ein langfristiges Überleben des Unternehmens nicht denkbar. Es ergeben sich daraus die folgenden Anforderungen:

Finanzierungsinstrumente sollen nach Möglichkeit eine positive **Wirkung auf das ausgewiesene Eigenkapital** haben, um voll in den Genuss der in Abschnitt 5.1 dargestellten Vorteile von Eigenkapital zu kommen. Unter Finanzierungsgesichtspunkten ist Eigenkapital zudem wichtig für ein gutes Rating und damit auch für die Aufnahme weiteren Fremdkapitals.

Ein Finanzierungsinstrument soll keine negative **Auswirkungen auf die Liquidität** haben, speziell in Krisenzeiten, wenn die Liquiditätssituation ohnehin angespannt ist. In diesem Fall sind Instrumente, die strikt festgelegte Auszahlungen zu festen Zeitpunkten vorsehen, von Nachteil, da sie die Liquiditätssituation weiter verschärfen.

Das Kapital soll für einen möglichst langen Zeitraum zur Verfügung stehen, so dass die **Dauer der Kapitalüberlassung** ein wichtiges Kriterium für die Finanzierungsentscheidung darstellt. Ist die Laufzeit eines Finanzierungsinstrumentes beschränkt, besteht die Notwendigkeit, Anschlussfinanzierungen zu suchen, was zeit- und kostenaufwendig ist und zudem die Gefahr birgt, dass sich kein neuer Kapitalgeber findet, so dass eventuell betriebsnotwendiges Vermögen zur Rückzahlung des Kapitals verkauft werden muss.

Von besonderer Wichtigkeit für die Finanzierung eines Unternehmens ist die **Risikobereitschaft der Kapitalgeber**. Diese muss der Risikosituation des Unternehmens und dem Risiko der zu finanzierenden Investitionsprojekte entsprechen. Werden die falschen Instrumente zur Finanzierung eines risikoreichen Projekts herangezogen, besteht auf der einen Seite die Gefahr, dass sich keine Kapitalgeber finden lassen. Auf der anderen Seite erhöht sich das Risiko für die bisherigen Eigenkapitalgeber, da diese mit ihrer Einlage für das Investitionsprojekt haften müssen. Werden für risikoreiche Projekte risikobereite Kapitalgeber angeworben, verteilt sich das Risiko besser auf die einzelnen Kapitalgeber und ist damit auch für die bisherigen Eigenkapitalgeber von Vorteil, da sich die Sicherheit ihrer Einlage erhöht.

5.3 Beurteilung alternativer Finanzierungsinstrumente

Zwischen den im vorherigen Abschnitt aufgezeigten Anforderungen bestehen Interdependenzen. Finanzierungsinstrumente, die höhere Risiken tragen können, sind in der Regel mit höheren Kosten und höherem Einfluss der Kapitalgeber verbunden. Ebenso schwierig ist es, Kapitalgeber zu finden, die keine Informationen vom Unternehmen erwarten aber ihr Kapital langfristig und Risiko tragend zur Verfügung stellen.

Es ist Aufgabe jedes einzelnen Unternehmens, die Vor- und Nachteile der einzelnen Kriterien gegeneinander abzuwägen und so zu einer **Finanzierungsstrategie** zu gelangen, die sowohl die Präferenzen soweit wie möglich abdeckt als auch Rücksicht auf die betrieblich notwendigen Sachverhalte nimmt. Es ist nicht möglich, hierfür explizite und allumfassende Handlungsempfehlungen auszusprechen, da jeder Unternehmer für sich allein entscheiden muss, wie viel Risiko er tragen will. Dazu zählt auch das Finanzierungsrisiko – die Gefahr, durch eine unsachgemäße Finanzierung des Unternehmens in Zahlungsschwierigkeiten zu kommen oder zumindest eine geringere Rentabilität zu erzielen. Ziel ist es stattdessen, dem Unternehmer eine Grundlage für seine Entscheidung über die Finanzierung seines Unternehmens zu geben. Aus diesem Grund werden in diesem Abschnitt verschiedene Finanzierungsinstrumente vorgestellt und anhand der aufgezeigten Anforderungen bewertet, so dass ein schneller Überblick entsteht. Zudem ist es möglich, anhand der Bewertungen einzelne Finanzierungsinstrumente hinsichtlich mehrerer Kriterien in eine Reihenfolge zu bringen und so das optimale Instrument für bestimmte Finanzierungspräferenzen zu ermitteln.

5.3.1 Beschreibung der anzuwendenden Kriterien

Die Bewertung der einzelnen Finanzierungsinstrumente erfolgt anhand von neun Kriterien, die sich unmittelbar aus den in Kapitel 5.2.3 aufgezeigten Anforderungen mittelständischer Unternehmen ableiten. Für jedes einzelne Instrument wird analysiert, in wie weit es in der Lage ist, die Anforderungen zu erfüllen. Hierbei kommt – wie auch im Selbstratingsystem – das Schulnotensystem