

## 1 Kurzzusammenfassung

Dieses Gutachten beleuchtet die aktuelle Situation der Mittelstandsfinanzierung in Deutschland, wie sie sich insbesondere vor dem Hintergrund der umfassenden Finanzmarktreformen der letzten Dekade und im Angesicht des durch die Covid19-Krise ausgelösten wirtschaftlichen Abschwungs darstellt. Es setzt sich aus zwei Teilen zusammen. Für Teil I, den Prof. Dr. Horst Gischer verantwortet, können die wichtigsten Ergebnisse wie folgt zusammengefasst werden:

- I. Finanzierungssysteme sind notwendig, um in dezentral organisierten Marktwirtschaften Überschusseinheiten (Netto-Sparer) und Defiziteinheiten (Netto-Schuldner) zu koordinieren. Grundsätzlich kann dies über institutionelle Märkte („den“ Kapitalmarkt) oder (sog.) Finanzintermediäre erreicht werden. In der Praxis sind die tatsächlich existierenden Finanzsysteme breit diversifiziert, nicht selten dominiert ein Koordinationsweg (Bank-basiert vs. Kapitalmarkt-basiert). Deutschland weist einen stark differenzierten, eng verflochtenen Finanzsektor auf, in dem Monetäre Finanzintermediäre eine prominente Rolle spielen. Finanzierungen abseits der „offiziellen“ Kanäle (z.B. Crowdfunding) sind noch von sehr geringer Bedeutung.
- II. Ein Alleinstellungsmerkmal des deutschen Finanzsektors ist das Drei-Säulen-Modell im Bankenmarkt. Private Finanzintermediäre stehen im dauerhaften Wettbewerb mit öffentlich-rechtlichen (Sparkassen) und genossenschaftlichen (Volksbanken, Raiffeisenbanken) Kreditinstituten. Im Gegensatz zu vergleichbaren europäischen Nachbarländern ist der Konzentrationsgrad im inländischen Bankenmarkt gering. Die immer noch große Zahl unabhängiger, häufig regional operierender Institutionen führt zwar zu einer gewissen Kleinteiligkeit (Fragmentierung), stellt aber auch das Angebot von Finanzdienstleistungen in der Fläche sicher. Bei der Finanzierung von privaten Unternehmen dominieren inzwischen die Sparkassen und Kreditgenossenschaften, während insbesondere die (wenigen) großen privaten Institute Schwerpunkte im Investment Banking setzen. Der institutionelle Kapitalmarkt ist für die sehr große Mehrzahl der inländischen Unternehmen (noch) keine ernsthafte Alternative. Leasing, aber

auch Verbriefungen, könnten allerdings zukünftig – unter sinnvoll angepassten Rahmenbedingungen – an Bedeutung gewinnen.

- III. Der deutsche Mittelstand ist ebenfalls breit differenziert. Die von der Europäischen Union gewählte Definition für kleine und mittelgroße Unternehmen wird den inländischen Verhältnissen nur bedingt gerecht. Ein signifikanter Anteil der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung wird in einem Segment generiert, das als oberer Mittelstand identifiziert werden kann und rd. 13.000 Unternehmen umfasst, die einen Jahresumsatz von mehr als 50 Mio. Euro und weniger als 1 Mrd. Euro realisieren. Auch diese Firmen, häufig von Eigentümerfamilien geführt oder kontrolliert, sind nur sehr bedingt kapitalmarktaffin, mithin auf andere Fremdfinanzierungsquellen angewiesen. Versuche, in Deutschland eine Mittelstandsanleihe zu etablieren, sind bis dato erfolglos geblieben.
- IV. Finanzierungsbedarfe entstehen primär als Folge von Investitionsentscheidungen. Sofern diese nicht aus laufenden Einnahmen (Innenfinanzierung) gedeckt werden können, sind externe Quellen erforderlich. Die volkswirtschaftliche Gesamtrechnung fördert signifikante Strukturänderungen in den vergangenen zwei Dekaden zutage. So ist der Unternehmenssektor seit Mitte der 2000er Jahre Netto-Sparer, der zudem tendenziell deutlich weniger in Netto-Ausrüstungen investiert, sondern zunehmend in Geld- bzw. Auslandsvermögen. Folgerichtig sind die deutschen Netto-Forderungen gegenüber dem Rest der Welt stetig gestiegen, während im Inland erkennbare Infrastrukturdefizite aufgrund mangelnder Netto-Investitionen entstanden sind.
- V. Die detaillierte Analyse des Finanzierungsverhaltens der deutschen Unternehmen unterstreicht die bereits skizzierten Veränderungen nachdrücklich. So ist die Eigenkapitalquote seit etwa zwanzig Jahren stetig gestiegen, der Bruttofinanzierungsbedarf trotz anhaltendem Wirtschaftswachstum weitgehend unverändert und die effektive externe Finanzierungslücke im Durchschnitt eher gering. Sehr deutlich ist auch die Tendenz zur Ausnutzung von Unternehmensverbänden als Finanzierungsquelle, zugenommen hat zudem die Bedeutung von ausnutzbaren Anzahlungsvolumina. Die unmittelbaren Folgen der Covid-19-Pandemie sind schwer abschätzbar, die Auswirkungen sind fraglos branchenabhängig und hängen zudem von den bereits verabschiedeten bzw.

noch kommenden staatlichen Hilfspaketen ab. Hier ist eine erkennbar unzureichende Berücksichtigung der Einnahmefälle (sehr) kleiner Unternehmen sowie einzelner besonders stark getroffener Wirtschaftszweige (z.B. Gastronomie und Hotellerie, Tourismus oder große Teile des stationären Einzelhandels) nicht zu leugnen.

- VI. Das Sars-Cov-2-Virus hat überdies erhebliche Schwachstellen nicht nur in der deutschen Volkswirtschaft offengelegt. Auf die massiven Defizite in der (technischen) Infrastruktur wurde bereits hingewiesen. Nach inzwischen mehr als einem Jahr „Ausnahmestand“ können nachhaltige Neuausrichtungen in zentralen Bereichen einer wettbewerbsfähigen Industrienation Deutschland nicht länger aufgeschoben werden. Eine offensivere Investitionstätigkeit in die Verbesserung der langfristigen Produktions- und Wettbewerbsbedingungen könnte auch einen deutlich erhöhten Fremdfinanzierungsbedarf (nicht nur) im Unternehmenssektor induzieren, zu dessen Deckung Verbriefungen durchaus beitragen können. Bei den gegenwärtig (noch) historisch niedrigen Zinsen sowie den hohen Liquiditätsbeständen im Bankensektor sind die Voraussetzungen für erfolgreiche Transaktionen außerhalb des bisher üblichen Rahmens trotz inzwischen erkennbar positiver Weichenstellungen auf europäischer Ebene allerdings bei Weitem noch nicht optimal.

Für Teil II, für den Prof. Dr. Christoph Kaserer verantwortlich ist, können die wichtigsten Ergebnisse wie folgt zusammengefasst werden:

- I. Die europäische Bankenaufsicht hat sich in der letzten Dekade in umfassender Weise verändert. Dieser Reformprozess war geprägt durch die Erfahrungen aus der globalen Finanzmarktkrise und verfolgte zwei Ziele. Erstens sollte sich die Bankenaufsicht insgesamt, aber insbesondere die Eigenkapitalunterlegung, sehr viel stärker am tatsächlichen Geschäftsrisiko der Banken orientieren. Dies führte dazu, dass die Aufsicht nunmehr über die CRR („Single Rule Book“) in weitreichender und detaillierter Weise in die quantitative Risikoermittlung eingreift. Zweitens sollte es durch eine Vereinheitlichung der Aufsicht auf europäischer Ebene im Rahmen der Bankenunion zu einem besseren Risikoausgleich kommen und damit das System insgesamt stabilisiert werden.

- II. Diese Reformen haben zu einer erheblichen Komplexitätszunahme in der Bankenaufsicht geführt. Hierfür sind nicht nur eine große Zahl von Richtlinien und Verordnungen verantwortlich. Hinzu kommen die Rechtsetzungsakte durch die Aufsichtsbehörden, die sich allein bei EBA und ESMA – je nach zählweise – auf mittlerweile rund 500 summieren. Zusätzlich erweitert wird dieses Spektrum durch die von der Kommission jetzt angestoßene Green-Finance-Initiative.
- III. Die mit diesen Reformen zwangsläufig verbundene Einschränkung der Risikotragfähigkeit des Bankensektors und Komplexitätszunahme wird nicht ohne Auswirkungen auf die Unternehmensfinanzierung bleiben. Diese Auswirkungen sind dort am stärksten, wo Substitutionsmechanismen, also ein Ausweichen auf alternative Formen der Unternehmensfinanzierung, nicht, oder jedenfalls nicht ohne Inkaufnahme zusätzlicher Kosten, vorhanden sind. Dieses Problem wird von den Aufsichtsbehörden und vom Gesetzgeber wahrgenommen, weshalb es in der CRR eine Reihe von mittelstandsorientierten Maßnahmen gibt. Es muss aber bezweifelt werden, dass diese weitreichend genug sind.
- IV. Die Mittelstandsfinanzierung ist sowohl aus informations- als auch transaktionskostenökonomischen Gründen sehr stark auf den Bankensektor fokussiert. Die möglichen Auswirkungen auf die KMU-Finanzierung, die sowohl mit einer strukturellen Veränderung der Bankenlandschaft als auch mit veränderten Risikoeinschätzungen mittelständischer Kreditportfolios zu tun haben, werden beschrieben und kritisch diskutiert. Dabei ist auch die Frage, welche prozyklischen Effekte der durch die CRR gesetzte Regulierungsrahmen hat, relevant.
- V. Es wird aber auch aufgezeigt, dass eine stärkere Verzahnung zwischen dem Bankensektor und den Kapitalmärkten mögliche negativen Folgen für die Unternehmensfinanzierung abschwächen kann. Eine solche Verzahnung, wie sie insbesondere über gut funktionierende Verbriefungsmärkte hergestellt werden kann, würde es den Banken nämlich erleichtern, (mittelständische) Kredit- und Refinanzierungsrisiken zu übernehmen. Insoweit ist die jetzt vom EU-Gesetzgeber umgesetzte Fortentwicklung der Verbriefungsmärkte durchaus folgerichtig. Allerdings hängt die Effektivität dieser Verzahnung auch davon ab, dass die Kapitalmärkte, und hier insbesondere die Verbriefungsmärkte, ein ausreichendes

Maß an Breite und Tiefe aufweisen. Nach heutigem Stand sind daran durchaus Zweifel angebracht, weshalb die Auswirkungen von Bankenunion und CRR auf die Mittelstandsfinanzierung im Auge zu behalten sind.

- VI. Der durch die Covid19-Krise ausgelöste wirtschaftliche Abschwung stellt insoweit eine Bewährungsprobe für diese neue Aufsichtsarchitektur dar. Dies wird sich insbesondere dann zeigen, wenn die jetzt beschlossenen Stützungsmaßnahmen im Bereich der Unternehmensfinanzierung und Bankenaufsicht auslaufen. Man wird dann sehen, inwieweit die hier beschriebenen Gefahren tatsächlich zu einer Beeinträchtigung der Mittelstandsfinanzierung führen werden.