



# Mittelstandsfinanzierung im Euroraum

## Neue Lösungen für ein altes Problem

13. Januar 2015

**Autor\***

Orçun Kaya  
+49 69 910-31732  
orcun.kaya@db.com

**Editor**

Jan Schildbach

Deutsche Bank AG  
Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)  
Fax: +49 69 910-31877

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Ralf Hoffmann

\*Der Autor bedankt sich bei Marlene Braun für ihre Unterstützung bei der Erstellung dieser Studie.

Originalveröffentlichung in englischer Sprache:  
14. Oktober 2014

KMUs spielen für die wirtschaftliche Entwicklung und die Beschäftigung im Euroraum eine zentrale Rolle. Die Unterschiede in den Strukturen sowie dem Abschneiden des Sektors während der Krise sind jedoch beträchtlich zwischen einzelnen Ländern. Da sie überwiegend Kleinunternehmen sind und ihr Geschäft vor allem auf den Heimatmarkt ausgerichtet ist, sind KMUs in den südlichen Ländern des Euroraums anfälliger für die makroökonomischen Schocks und Veränderungen der inländischen Nachfrage der letzten Jahre gewesen.

KMUs finanzieren sich vorwiegend durch Bankkredite, da organisatorische Eigenschaften und weniger transparente Geschäftsstrategien eine Kapitalmarktfinanzierung deutlich einschränken. KMUs in Ländern, die von Rezession und Arbeitslosigkeit am stärksten getroffen wurden, haben es derweil besonders schwer, Bankkredite zu erhalten. Darüber hinaus sind parallel auch die Kreditzinsen angestiegen.

Unterstützungsmaßnahmen, z.B. LTROs, die Märkte mit Liquidität versorgen und die Passivseite der Bankbilanzen stützen, haben die Kreditvergabestandards für KMUs bisher nur mäßig gelockert. Die LTRO-Nachfrage ist inzwischen deutlich geringer als vor der Krise und ob die jüngsten TLTROs nennenswerte (positive) Auswirkungen haben werden, ist zumindest zweifelhaft.

Die hohen Kreditzinsen für KMUs weisen hingegen eine enge Korrelation mit den (weiterhin relativ hohen) Refinanzierungskosten der Banken zu Marktzinsen sowie mit der Risikowahrnehmung der Banken in Bezug auf den allgemeinen Ausblick für KMUs auf.

Die Verbriefung von KMU-Krediten könnte die Lücke zwischen Finanzierungsbedarf von KMUs und Kreditverfügbarkeit schließen, da hierdurch die Banken einen Teil der Risiken aus KMU-Krediten von ihren Bilanzen auf die Kapitalmärkte übertragen können. Vor allem in den südeuropäischen Ländern besteht beträchtliches Aufwärts- bzw. Erholungspotenzial für Verbriefungen. Insofern könnte eine verstärkte Verbriefung von KMU-Krediten einer der effektivsten Wege sein, mehr Kapital in die Realwirtschaft zu lenken.

Während der Markt für KMU-Verbriefungen in jüngster Zeit geschrumpft ist, gibt es Anzeichen, dass Schattenbanken den Wettbewerb mit Banken insgesamt verschärfen. Manche KMU-Kredite dürften mittlerweile von wenig oder überhaupt nicht regulierten Kreditgebern gewährt werden; aus Sicht der Regulierer wahrscheinlich kaum ein erstrebenswertes Ergebnis.

Viele staatliche Institutionen versuchen, KMUs im Euroraum den Zugang zu Finanzierungsmitteln zu erleichtern. Die Einbindung des Privatsektors ist dabei jedoch unabdingbar, da direkte Kredite oder Bürgschaften signifikante Kosten für Steuerzahler verursachen und gesunden und kreditwürdigen KMUs sogar schaden können. Die Erfolge Kapitalmarkt-basierter Maßnahmen, die Finanzierungsquellen für KMUs weiter zu diversifizieren, waren bis jetzt begrenzt.



## Einleitung

Kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) spielen für die Beschäftigung, die Schaffung von Arbeitsplätzen, Investitionen, Innovationen und das Wirtschaftswachstum eine zentrale Rolle und sind insofern von entscheidender Bedeutung für die Erholung der europäischen Wirtschaft. Seit der Finanzkrise fällt es ihnen jedoch oft schwer, Zugang zu Finanzierungsmitteln zu erhalten. Angesichts der großen Bedeutung von KMUs ist das Thema in den Fokus von Politik und Regulierern gerückt.

KMU-Definition der Europäischen Union

1

Unternehmen, die weniger als zehn Mitarbeiter beschäftigen und deren Jahresumsatz und/oder Bilanzsumme EUR 2 Mio. nicht überschreitet, werden als Kleinstunternehmen bezeichnet. Unternehmen, die größer als Kleinstunternehmen sind, aber weniger als 50 Mitarbeiter beschäftigen und deren Jahresumsatz bzw. Bilanzsumme EUR 10 Mio. nicht übersteigt, werden als kleine Unternehmen bezeichnet. Unternehmen, die größer als kleine Unternehmen sind, aber weniger als 250 Mitarbeiter beschäftigen und deren Jahresumsatz nicht über EUR 50 Mio. liegt und/oder deren Bilanzsumme sich auf höchstens EUR 43 Mio. beläuft, werden als mittlere Unternehmen bezeichnet.

Zusammengefasst gelten Kleinst-, kleine und mittlere Unternehmen als KMUs.

Quellen: Anhang, Artikel 2 2003/361/EG

Aufgrund ihrer organisatorischen Eigenschaften und ihrer relativ geringen Transparenz können sich KMUs (eine Definition dieses Begriffs findet sich in Kasten 1) nur in begrenztem Umfang über die standardisierten öffentlichen Aktien- und Anleihe-Märkte finanzieren.<sup>1</sup> Unter Finanzierungsgesichtspunkten besteht daher eine der größten Herausforderungen für KMUs darin, dass sie in hohem Maße von Bankkrediten abhängig sind. Sie geraten dementsprechend unter Druck, wenn Banken ihre Kreditvergabestandards verschärfen, so wie es während der jüngsten Krisen der Fall war. Neben der allgemeinen Verschärfung der Kreditvergabebedingungen ergibt sich noch ein weiteres Problem: Die Differenz zwischen den Kreditkosten für KMUs und denjenigen für große Konzerne hat sich im Zuge der Krise deutlich erhöht.<sup>2</sup> Dabei fielen sowohl die Verschärfung der Kreditvergabekriterien der Banken als auch der Anstieg der Zins-spreads in den europäischen Peripherieländern besonders stark aus. Aus diesem Grund geriet das Problem der KMU-Finanzierung in den Fokus der wirtschaftspolitischen Debatte. Derzeit werden verschiedene Unterstützungsmaßnahmen ergriffen, um KMUs den Zugang zu Bankkrediten zu erleichtern und das Zinsniveau für sie vorteilhafter zu gestalten. Ziel dieser Maßnahmen ist es, die Passivseite der Bankbilanzen – z.B. durch langfristige Refinanzierungsgeschäfte – oder aber auch die Aktivseite – z.B. durch Verbriefungen von KMU-Krediten – zu unterstützen. Dem Bankensektor bleibt jedoch angesichts der wahrgenommenen Risiken bei vielen KMUs und der eigenen Refinanzierungskosten (die Marktzinsen sind weiterhin hoch) wenig Spielraum, um die Kreditvergabekonditionen für KMUs zu lockern. Eine Verbriefung von KMU-Krediten könnte hier Erleichterung schaffen und potenziell die Lücke zwischen dem Finanzierungsbedarf der KMUs und der Verfügbarkeit von Bankkrediten schließen. Derweil gibt es Hinweise darauf, dass die Kreditintermediation, einschließlich der Kreditvergabe an KMUs, zum Teil bereits nicht mehr im Rahmen des regulierten Bankensystems stattfindet.

Zur Schließung der Finanzierungslücke von KMUs sind direkte Initiativen des öffentlichen Sektors von ebenso großer Bedeutung wie Unterstützungsmaßnahmen, die sich an das Bankensystem richten. Obwohl einige staatliche Initiativen zur Finanzierung innovativer Unternehmen, Start-Ups und KMUs bereits existierten, wurden in jüngerer Zeit weitere Initiativen oder Dachorganisationen für ähnliche Zwecke neu eingerichtet. Diese vorhandenen bzw. neu etablierten Initiativen unterstützen entweder die Kreditfinanzierung durch Bereitstellung von Krediten oder ermöglichen es den KMUs, Eigenkapital am Kapitalmarkt aufzunehmen. Unlängst wurden Initiativen des privaten Sektors bzw. kapitalmarkt-basierte Lösungen entwickelt, die KMUs direkten Zugang zu Finanzierungsmitteln verschaffen sollen. Umfang und Reichweite dieser staatlichen und markt-basierten Initiativen unterscheiden sich jedoch von Land zu Land beträchtlich. Wichtig sind daher sowohl für Entscheidungsträger als auch für Marktteil-

<sup>1</sup> Soweit nicht anders angegeben, wird in dieser Studie durchgehend die EU-Definition für KMUs verwendet.

<sup>2</sup> Für weitere Einzelheiten vgl. OECD (2013).



## Mittelstandsfinanzierung im Euroraum

nehmer ein Überblick sowie ein Vergleich von bereits bestehenden und kürzlich eingeführten staatlichen und marktbasieren Initiativen.

In dieser Studie befassen wir uns mit den Finanzierungsmustern und Finanzierungsproblemen von KMUs im Euroraum, mit den Unterstützungsmaßnahmen, die den Zugang zu Finanzierungsmitteln erleichtern sollen, und den staatlichen und marktbasieren Initiativen zur direkten Bereitstellung von Mitteln für KMUs. Zunächst analysieren wir Charakteristika von KMUs aus einzelnen Ländern des Euroraums, bevor wir bestehende Finanzierungsoptionen beleuchten, indem wir zwischen Bankkrediten und Kapitalmarktfinanzierung unterscheiden. Wir untersuchen die Verfügbarkeit von Bankkrediten im Euroraum insgesamt sowie in einzelnen Ländern und zeigen hierdurch auf, dass vor allem KMUs in den Ländern mit der schwersten Rezession und höchsten Arbeitslosigkeit besonders schwer Zugang zu Bankkrediten erhalten. Dabei vergleichen wir insbesondere die relativen Kreditkosten von KMUs mit denen großer Konzerne. Wir erläutern an dieser Stelle, warum die Kreditzinsen für KMUs höher sind und evaluieren die Auswirkungen von Unterstützungsmaßnahmen wie z.B. langfristigen Refinanzierungsgeschäften, die auf die Passivseite der Bankbilanzen abzielen, sowie von Verbriefungen, die auf die Aktivseite abzielen. Darüber hinaus gehen wir auf Faktoren ein, die die Banken selbst betreffen, wie z.B. ihre Refinanzierungskosten oder ihre Risikowahrnehmung, um unvorteilhafte Kreditzinsen für KMUs zu erklären. Wir befassen uns kurz mit der Möglichkeit, dass sich die Kreditvergabe an KMUs teilweise in den Schattenbankensektor verlagern könnte und analysieren danach die staatlichen Initiativen, die die Finanzierung von KMUs unterstützen sollen. Hierbei betrachten wir einige Länder einzeln und differenzieren zwischen Maßnahmen, die auf eine bessere Fremd- bzw. Eigenkapitalfinanzierung abzielen. Zuletzt geben wir einen kurzen Überblick über existierende marktbasieren Initiativen in ausgewählten Ländern des Euroraums.

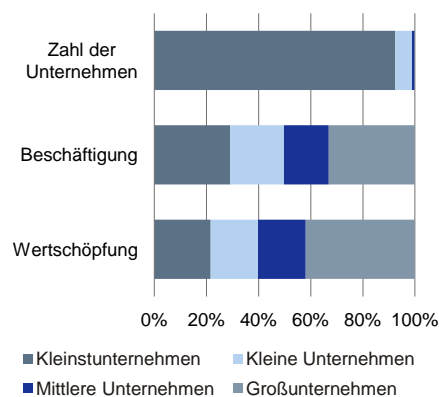
## Finanzierungsmuster und Finanzierungsprobleme von KMUs im Euroraum

### KMUs bilden das Rückgrat der Realwirtschaft

KMUs sind der Motor der europäischen Wirtschaft

2

Anteil von KMUs in %, 2013, EU-28



Quellen: EU-Kommission, London Economics, Deutsche Bank Research

Die Bedeutung von KMUs sowie ihre Schlüsselrolle bei der Erholung der europäischen Volkswirtschaft sind auf den ersten Blick offensichtlich. Dennoch lohnt es sich kurz aufzuzeigen, welchen wesentlichen Beitrag KMUs zum BIP leisten und wie entscheidend sie als Arbeitgeber sind (Grafik 2).

Den jüngsten statistischen Erhebungen zufolge sind 99,8% aller europäischen Unternehmen als KMUs einzustufen. Diese erwirtschaften rund 58% der gesamten Bruttowertschöpfung europäischer Unternehmen. Darüber hinaus beläuft sich mit 88,8 Millionen Arbeitsplätzen ihr Anteil an der Beschäftigung im privaten Sektor auf knapp 67%. Zirka 85% der europäischen KMUs sind im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor tätig. Diese KMUs beschäftigen insgesamt 74 Millionen Mitarbeiter und erreichen eine jährliche Wertschöpfung in Höhe von EUR 2,9 Bill. Den größten Beitrag hinsichtlich Beschäftigung sowie Wertschöpfung leisten europäische KMUs jedoch in der Baubranche, einer treibenden Kraft für Beschäftigung und Wachstum in der EU. Im verarbeitenden Gewerbe beläuft sich der Anteil von KMUs an der Gesamtbeschäftigung auf rund 60%, der Anteil an der Wertschöpfung liegt bei ungefähr 45%. Im Dienstleistungssektor, welcher im nachindustriellen Zeitalter üblicherweise den Löwenanteil des Wirtschaftswachstums generiert, ist der Anteil von KMUs an der Beschäftigung (67%) bzw. Wertschöpfung (68%) sogar noch höher.



## Mittelstandsfinanzierung im Euroraum

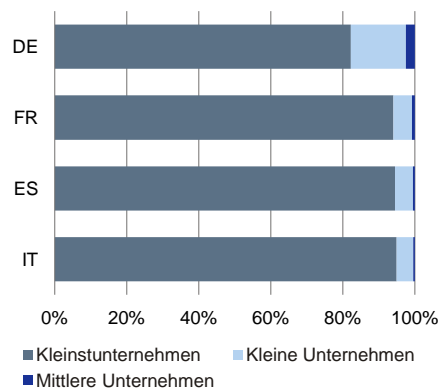
Auch bei der Schaffung von Arbeitsplätzen spielen KMUs eine zentrale Rolle: Von 2002 bis 2010 entstanden 85% der neuen Stellen in der EU bei KMUs. Angesichts der hohen Arbeitslosenquoten in zahlreichen Ländern des Euroraums sind KMUs für die Schaffung von Arbeitsplätzen im Zuge der Erholung von der Finanz- und Schuldenkrise also noch bedeutender geworden. Aufgrund ihrer zentralen Rolle in der Realwirtschaft sind KMUs für eine nachhaltige Konjunkturerholung und ein ausgewogenes Wachstum besonders wichtig.

### Bedeutung von KMUs und ihr Abschneiden während der Krise in einzelnen Ländern

Der Anteil von KMUs an der Beschäftigung und Wertschöpfung sowie ihr Abschneiden während der Krise variiert erheblich in den einzelnen Ländern des Euroraums.

Zusammensetzung des KMU-Sektors in einzelnen Ländern

3

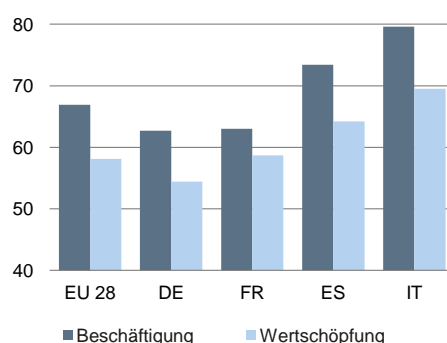


Quellen: London Economics, EU-Kommission, Deutsche Bank Research

Beitrag von KMUs zur Beschäftigung und zur Wertschöpfung

4

Anteil von KMUs in %



Quellen: London Economics, EU-Kommission, Deutsche Bank Research

Auch der Anteil von Kleinunternehmen am KMU-Sektor ist je nach Land unterschiedlich. Innerhalb der KMUs konzentrieren sich Kleinunternehmen für gewöhnlich stärker auf die inländischen Märkte und sind daher anfälliger für Änderungen der lokalen Nachfrage und der lokalen Verfügbarkeit von Krediten. Weil die Wertschöpfung pro Mitarbeiter tendenziell mit der Unternehmensgröße zunimmt, ist die Gesamteffizienz von Volkswirtschaften, in denen Kleinunternehmen dominieren, häufig geringer.<sup>3</sup> Ist also der Anteil von Kleinunternehmen am KMU-Sektor außerordentlich groß, dann ist der Sektor im Ganzen bei finanziellen Turbulenzen gegebenenfalls weniger widerstandsfähig gegenüber makroökonomischen Schocks und Veränderungen der Binnennachfrage.

In **Deutschland** ist unter den KMUs der Anteil von kleinen und mittleren Unternehmen im Vergleich zu Kleinunternehmen relativ groß verglichen mit anderen Ländern. Der Anteil von Kleinunternehmen am KMU-Sektor ist rund 10 %-Punkte geringer als im EU-Durchschnitt. Dies ist vor allem auf strukturelle Unterschiede zurückzuführen: Zum einen sind deutsche KMUs stärker exportorientiert, so dass sie jahrzehntelang von der Globalisierung profitiert haben, zum anderen sind die Hindernisse für das Unternehmenswachstum in Deutschland geringer als in anderen Ländern des Euroraums. Dennoch beläuft sich in Deutschland der Anteil von KMUs an der Beschäftigung und Wertschöpfung „nur“ auf 63% bzw. 54% und liegt damit um rund 4 %-Punkte unter dem EU-Durchschnitt. Allerdings deckt die EU-Definition von KMUs nicht den gesamten deutschen Mittelstand ab, zu dem in der Regel auch größere Familienunternehmen mit bis zu 500 Mitarbeitern gezählt werden. Deutschland verfügt im Übrigen über gut entwickelte öffentliche Programme zur Unterstützung von KMUs/des Mittelstands, die eine Reihe von alternativen Kreditfinanzierungen anbieten. Hierauf gehen wir später noch detailliert ein. Untersuchungen der EU zufolge haben sich deutsche KMUs sogar während der Finanzmarktkrise und der Rezession 2008/2009 überwiegend als recht widerstandsfähig erwiesen und sich seither vollständig von der Krise erholt.<sup>4</sup>

In **Frankreich** entsprechen der Anteil von Kleinunternehmen am gesamten KMU-Sektor sowie der Beitrag von KMUs zur Wertschöpfung in etwa dem EU-Durchschnitt. Der Anteil der KMUs an der Gesamtbeschäftigung ist dagegen mit 63% etwas geringer. Im Gegensatz zur Entwicklung in Deutschland war der KMU-Sektor in Frankreich stark von der globalen Finanzkrise betroffen.<sup>5</sup> Nach der Krise wurde zunächst ein moderater Aufschwung verzeichnet; in den Jahren 2012/13 verlor die Erholung der KMUs jedoch wieder an Schwung. Wirksame und etablierte staatliche Unterstützungsprogramme sind zwar vorhanden, dennoch haben sich französische KMUs in den letzten Jahren insgesamt nur mäßig

<sup>3</sup> Für weitere Einzelheiten vgl. Vetter und Köhler (2014).

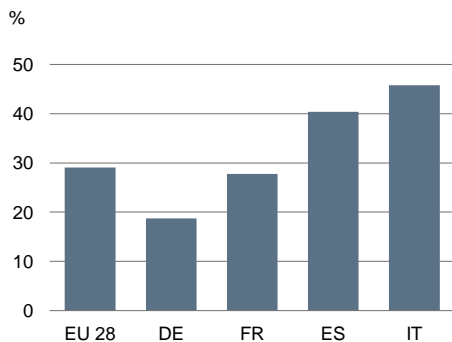
<sup>4</sup> Vgl. EU-Kommission (2014a).

<sup>5</sup> Vgl. EU-Kommission (2014b).



## Mittelstandsfinanzierung im Euroraum

Beitrag von Kleinunternehmen zur Gesamtbeschäftigung



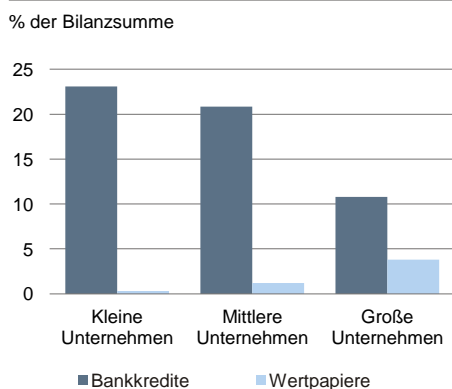
Quellen: London Economics, EU-Kommission, Deutsche Bank Research

entwickelt. Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass sie sich häufig auf die lokalen Märkte konzentrieren oder als Unterauftragnehmer für große Unternehmen tätig sind.

In **Italien** besteht der KMU-Sektor überwiegend aus Kleinstunternehmen. Sie beschäftigen knapp die Hälfte aller Arbeitnehmer (46%) und haben einen Anteil von 30% an der gesamten Wertschöpfung. Insgesamt beläuft sich der Anteil von KMUs an der Beschäftigung und der Wertschöpfung in Italien auf 80% bzw. knapp 70%. Ähnlich wie französische KMUs wurden auch italienische von den Finanzkrisen der letzten Jahre stark getroffen.<sup>6</sup> Aufgrund des außerordentlich hohen Anteils an Kleinstunternehmen scheint es für den italienischen KMU-Sektor schwerer zu sein, mit makroökonomischen Schocks umzugehen und sich an einen veränderten Zugang zu Finanzierungsmitteln anzupassen.

Wie in Italien ist der Anteil von Kleinunternehmen am KMU-Sektor auch in **Spanien** überproportional hoch. Während der Anteil von Kleinunternehmen an der Beschäftigung 40% beträgt, liegt er bei der Wertschöpfung bei 28%. Insgesamt sind 73% aller Beschäftigten bei KMUs angestellt und generieren knapp 64% der gesamten Wertschöpfung. Der spanische KMU-Sektor besteht größtenteils aus Low-Tech-Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes (weniger aus wissensintensiven Dienstleistungen), die sich auf den inländischen Markt konzentrieren. Hierdurch sind spanische KMUs tendenziell weniger wettbewerbsfähig und besonders anfällig bei Veränderungen der Binnennachfrage. Staatliche Initiativen in Spanien zielen daher darauf ab, die Wettbewerbsfähigkeit und Exportorientierung von KMUs zu stärken. EU-Berichten zufolge hatte die langjährige Rezession von 2008 bis 2012 sowohl für KMUs als auch für Großunternehmen beträchtliche Auswirkungen.<sup>7</sup> Aber nicht nur in Spanien, sondern auch in anderen Ländern hat sich die finanzielle Situation von KMUs aufgrund des kräftigen Rückgangs der Nachfrage nach ihren Gütern und Dienstleistungen verschlechtert, so dass die Finanzierungsstruktur dieser Unternehmen in den Fokus rückte.

Finanzierung über den Kapitalmarkt für KMUs nur begrenzt möglich



Untersuchte Länder: Österreich, Belgien, Frankreich, Deutschland, Italien, Portugal, Spanien, Niederlande. Zu den ausgegebenen Wertpapieren zählen Anleihen und sonstige Wertpapiere.

Quellen: BACH, Deutsche Bank Research

### Begrenzte Finanzierungsalternativen für KMUs

Trotz ihrer wichtigen Rolle in der Realwirtschaft und ihrer Bedeutung für die Konjunkturerholung steht KMUs im Vergleich zu großen Unternehmen nur ein begrenztes Spektrum an Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung. Aufgrund ihrer organisatorischen Eigenschaften und der Tatsache, dass sie ihre Geschäftsstrategien nur selten öffentlich darlegen, sind KMUs in der Regel weniger transparent als Großunternehmen. Daher ist ihr Zugang zu den standardisierten, öffentlichen Eigen- und Fremdkapitalmärkten eingeschränkt.

Die Datenbank der „Bank for the Accounts of Companies Harmonized“ (BACH)<sup>8</sup> gibt Aufschluss über die unterschiedlichen Bilanzstrukturen von KMUs und großen Unternehmen. Der Anteil von Bankkrediten an der Bilanzsumme weist eine inverse Beziehung zur Unternehmensgröße auf (Grafik 6). Bei kleinen und mittleren Unternehmen beläuft sich der Anteil auf 23% bzw. 20%, bei Großunternehmen jedoch lediglich auf 11%. Im Gegensatz hierzu sind KMUs praktisch nicht in der Lage, direkt bei Investoren Kapital aufzunehmen. So hat kaum ein Kleinunternehmen Wertpapiere (Aktien oder Anleihen) emittiert und auch bei mittleren Unternehmen machen derartige Emissionen im Durchschnitt nur 1% der Bilanzsumme aus. Bei großen Unternehmen beläuft sich der Anteil indessen

<sup>6</sup> Vgl. EU-Kommission (2014c).

<sup>7</sup> Vgl. EU-Kommission (2014d).

<sup>8</sup> Die BACH-Datenbank stützt sich bei der Klassifizierung von KMUs auf ein einziges Kriterium – den Umsatz –, folgt dabei aber der EU-Definition: Unternehmen mit einem Jahresumsatz von bis zu EUR 10 Mio. werden als klein und Unternehmen mit einem Jahresumsatz von EUR 10–50 Mio. werden als mittelgroß eingestuft. Unternehmen, deren Jahresumsatz höher liegt, gelten als groß.

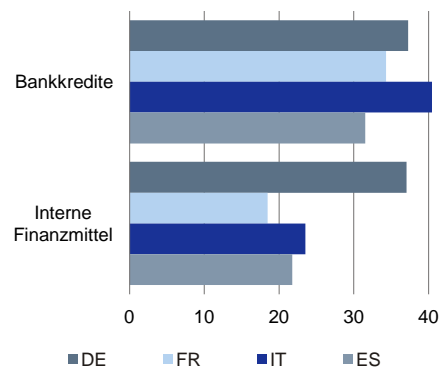


## Mittelstandsfinanzierung im Euroraum

### Bedeutung von Bankkrediten in einzelnen Ländern

7

Anteil der Unternehmen\*



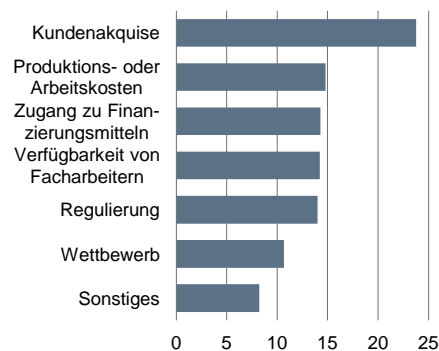
\*die diese Finanzierungsart nach eigenen Angaben in den vergangenen 6 Monaten genutzt haben (H2 2013)

Quellen: SAFE, Deutsche Bank Research

### Größte Probleme für KMUs im Euroraum

8

In %, H2 2013



Quellen: SAFE, Deutsche Bank Research

auf 4%. Überaus hohe juristische, Rechnungslegungs- und Marketingkosten sowie die typischen strukturellen Eigenschaften, Eigentumsstrukturen usw. von KMUs stehen einer Emission von Eigenkapital offensichtlich im Weg. Angesichts ähnlich exorbitanter Fixkosten lohnt es sich für die große Mehrheit der KMUs ebenso wenig, die Anleihemärkte in Anspruch zu nehmen. Zudem ist die Finanzierung über Schuldverschreibungen im Euroraum generell weitaus weniger verbreitet als in den USA, so dass Anleihemärkte selbst für große Unternehmen eine weniger gebräuchliche Alternative sind. Insofern überrascht es nicht, dass kaum ein kleines oder mittleres Unternehmen jemals eine Anleihe emittiert. Letztendlich greifen KMUs – im Gegensatz zu großen Unternehmen, die sich auch an die Kapitalmärkte wenden können – für ihre Finanzierung vor allem auf Bankkredite zurück. Aufgrund des schmalen Spektrums an Finanzierungsquellen sind sie daher für veränderte Kreditvergabebedingungen umso anfälliger.

Eine weitere Überlegung konzentriert sich auf interne Finanzierungsmöglichkeiten. Grundsätzlich sinkt der externe Finanzierungsbedarf, wenn interne Finanzmittel verfügbar sind. Zudem verbessern interne Finanzmittel die Liquidität eines Unternehmens, sollten andere Finanzierungsvarianten versiegen. Bei einer Betrachtung der internen Finanzierungssituation von KMUs (und ihrer Nutzung von Bankkrediten) zeigen sich Unterschiede sowie Ähnlichkeiten bezüglich der Finanzierungsstrukturen in den einzelnen europäischen Ländern (Grafik 7). Die EZB-Umfrage „Survey on Access to Finance“ (SAFE)<sup>9</sup> hat gezeigt, dass KMUs in Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien in etwa demselben Umfang auf Bankkredite zurückgreifen: 32% bis 41% der KMUs in diesen Ländern erklären, dass sie in den vergangenen sechs Monaten Bankkredite bei ihrer Finanzierung eingesetzt haben. Interne Finanzmittel spielen ebenfalls eine wichtige Rolle, allerdings haben deutsche KMUs davon in jüngster Zeit deutlich mehr Gebrauch gemacht als ihre Pendanten in anderen Ländern. 37% der deutschen KMUs, jedoch lediglich rund 20% der KMUs aus den anderen großen EWU-Ländern haben in den vergangenen sechs Monaten auf interne Finanzmittel zurückgegriffen. Dieses Muster ist mehr oder weniger seit Beginn der SAFE-Umfragen im Jahr 2010 zu beobachten. Möglicherweise sind die Rentabilität und die Eigenkapitalquoten deutscher KMUs schlichtweg größer; Faktoren, die Angebot und Nachfrage nach Bankkrediten wesentlich mitbestimmen können. In der Tat verlangen Banken in der Regel höhere Risikoprämien für Kredite an unterkapitalisierte KMUs. Besser kapitalisierte oder profitablere KMUs können hingegen in höherem Maße auf interne Finanzierungsquellen zurückgreifen und verfügen zusätzlich über Zugang zu preiswerteren Bankkrediten. Um diese Trends genauer zu untersuchen, gehen wir im folgenden Abschnitt detailliert auf die Verfügbarkeit von Bankkrediten ein.

## Verfügbarkeit von Bankkrediten für KMUs

Dass KMUs in hohem Maße auf Bankkredite zurückgreifen, bedeutet nicht unbedingt, dass sie mit Finanzierungsproblemen zu kämpfen haben. Vor der Finanzkrise zum Beispiel konnten Bankkredite meist recht einfach aufgenommen werden. Dies änderte sich jedoch durch die Verschärfung der Finanzkrise im Jahr 2008 drastisch, so dass KMUs seither in gewissem Umfang unter einer geringeren Verfügbarkeit von Bankkrediten zu leiden haben. Während derzeit 24% der im Rahmen von SAFE befragten KMUs die Kundenakquisition als größtes Problem sehen (vermutlich weil die Nachfrage im Zuge der Krise ge-

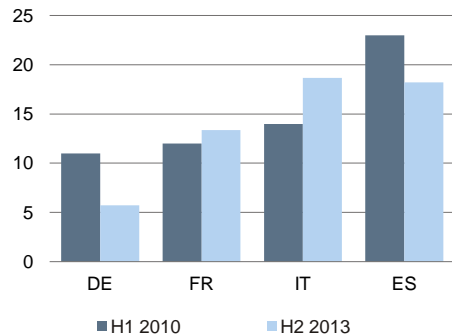
<sup>9</sup> In der BACH-Datenbank sind nur in begrenztem Umfang Daten zu einzelnen Ländern verfügbar. Die SAFE-Umfragedaten geben dagegen für jedes Land individuell Aufschluss über die Nutzung bestimmter Finanzierungsinstrumente. Aufgrund von umfangreichen Änderungen in der Methodik und der Stichprobengröße sind die Werte des aktuellen SAFE-Berichts von H1 2014 mit früheren Umfragedaten nicht vergleichbar. Zum Zweck der Konsistenz haben wir daher hier die Werte von H2 2013 verwendet.



## Mittelstandsfinanzierung im Euroraum

### Größtes Problem für KMUs – Zugang zu Finanzierungsmitteln 9

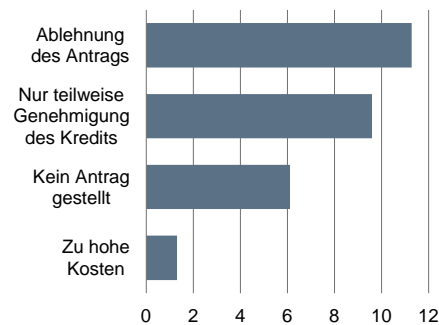
Anteil der KMUs, die den Zugang zu Finanzierungsmitteln als größtes Problem bezeichnen



Quellen: SAFE, Deutsche Bank Research

### Für KMUs im Euroraum ist es schwierig, Bankkredite zu erhalten 10

Anteil der KMUs\*

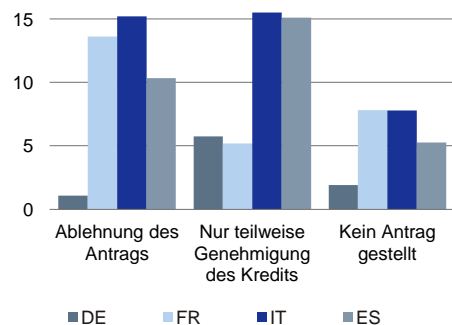


\* die es nach eigenen Angaben schwer haben, einen Bankkredit zu erhalten (H2 2013)

Quellen: SAFE, Deutsche Bank Research

### KMUs aus südlichen Ländern fällt es schwer, Bankkredite zu erhalten 11

Anteil der KMUs\*



\*die es nach eigenen Angaben schwer haben, einen Bankkredit zu erhalten (H2 2013).

Quellen: SAFE, Deutsche Bank Research

sunken ist), bemängelt ein ebenfalls beachtlicher Anteil von 14% primär den schlechten Zugang zu Finanzierungsmitteln (Grafik 8).

Ein länderübergreifender Vergleich zeigt, dass eine beachtliche Divergenz hinsichtlich des Zugangs zu Finanzierungsmitteln besteht. In Italien ist der Zugang zu externen Finanzierungsmitteln die größte Herausforderung für KMUs überhaupt (genannt von 19% der Unternehmen), in Spanien die zweitgrößte (18%; Grafik 9). Insbesondere in Italien hat sich die Situation in den letzten Jahren verschlechtert; der Anteil der Unternehmen, die dies als großes Problem ansehen, hat sich seit H1 2010 deutlich (um 5 %-Punkte) erhöht. In Frankreich erachten 13% der KMUs die Probleme beim Zugang zu Finanzierungsmitteln als gravierend. Am anderen Ende der Skala befindet sich Deutschland, wo für lediglich 6% der KMUs ein mangelnder Zugang zu Finanzierungsmitteln das größte Problem sei. 2010 lag dieser Anteil noch bei 11%. Dies dürfte auf das bessere Kreditangebot und den niedrigeren externen Finanzierungsbedarf deutscher KMUs zurückzuführen sein.

In der Umfrage wurde ebenfalls gefragt, mit welchen Problemen KMUs beim Zugang zu ihrer wichtigsten Finanzierungsquelle, also Bankkredit, genau konfrontiert werden (Grafik 10). In der zweiten Jahreshälfte 2013 gaben beispielsweise 11% der KMUs im Euroraum an, dass ihr Kreditantrag abgelehnt worden sei, 10% erhielten lediglich einen Teil der beantragten Summe.<sup>10</sup> Darüber hinaus stellten 6% erst gar keinen Antrag, weil sie eine Ablehnung befürchteten. Auch die Ablehnungsquoten sind je nach Land sehr unterschiedlich. Auf der einen Seite haben KMUs in Deutschland kaum Probleme, Kredite aufzunehmen. So wurde nur 1% der Kreditanträge abgelehnt und nur 6% der Unternehmen bekamen eine geringere Summe als beantragt. Der Anteil der KMUs, die erst gar keinen Kreditantrag stellten, liegt in Deutschland mit rund 2% auf dem niedrigsten Niveau im gesamten Euroraum; 2010 hatte er noch 11% betragen. Auf der anderen Seite melden italienische und spanische KMUs hohe Ablehnungsquoten (knapp 15% bzw. 10%) sowie einen hohen Anteil von Kreditanträgen (jeweils knapp 15%), bei denen nur ein Teil der beantragten Summe genehmigt wurde.

Alles in allem ist in den Ländern mit der schwersten Rezession und der höchsten Arbeitslosigkeit der Kreditbedarf der KMUs besonders hoch, gleichzeitig ist es hier besonders schwierig, einen Bankkredit zu erhalten. Gründe hierfür sind eine geringere Profitabilität und niedrigere Eigenkapitalausstattung der KMUs. Zugleich gilt: Wenn die Kreditnachfrage der KMUs ansteigt, weil nur begrenzt interne Finanzmittel zur Verfügung stehen, verschärfen sich angebotsseitige Probleme bei der Kreditvergabe. Dieses Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage ist in Ländern wie Spanien oder Italien offenbar besonders ausgeprägt und schlägt sich ebenfalls in ungünstigeren Kreditzinsen für KMUs nieder.

### Überproportionaler Anstieg der Kosten für Bankkredite bei KMUs

Für KMUs ist es seit der Krise nicht nur schwieriger geworden, überhaupt Kredite zu erhalten, auch die Zinsen haben sich ungünstig entwickelt. Um die Unterschiede zwischen den Kreditkosten für KMUs und große Unternehmen zu veranschaulichen, wird häufig die Differenz zwischen den Zinsen für Kredite mit einem Volumen von bis zu EUR 1 Mio. bzw. über EUR 1 Mio. verwendet. Informationen über die Kreditkosten für Kleinstunternehmen lassen sich auch aus der Differenz der Zinsen für Kredite von bis zu EUR 0,25 Mio. bzw. über EUR 1 Mio. ableiten. Allerdings beginnen die Datenreihen für solche Kleinkredite erst Mitte 2010. Grafik 12 zeigt, wie sich diese Indikatoren im Verlauf der Zeit verändert haben.

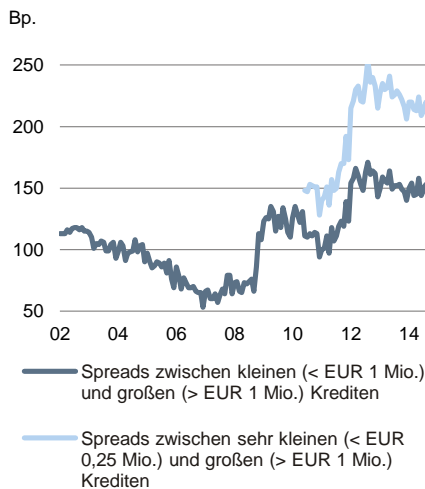
<sup>10</sup> „Teil“ bezeichnet hier zwischen 1% und 74% der beantragten Summe.



## Mittelstandsfinanzierung im Euroraum

### Überproportional hohe Finanzierungskosten für KMUs

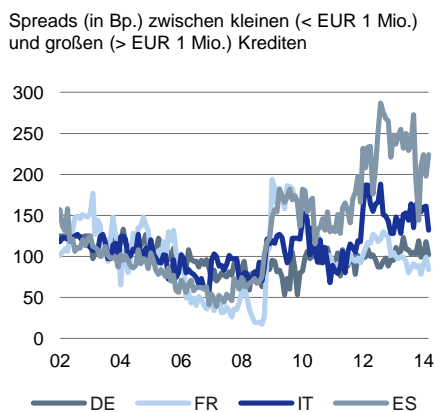
12



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

### Kreditkosten für KMUs in einzelnen Ländern

13



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Wie die Grafik zeigt, haben sich die Abstände zwischen den Kreditkosten von 2002 bis 2008 verkleinert. Im September 2008 lagen die durchschnittlichen Kosten für neue Kredite an KMUs im Euroraum lediglich um 66 Bp. über denen großer Unternehmen. Mit der Verschärfung der Finanzkrise Ende 2008 sowie der Staatsschuldenkrise 2012 weitete sich die Differenz jedoch deutlich aus. Nach dem zweiten Anstieg und trotz einer moderaten Korrektur sind die Kreditkosten für KMUs im Euroraum heutzutage immer noch rund 140 Bp. höher als für große Unternehmen. Ein ähnlicher Aufwärtstrend ist bei den Kreditkosten der Kleinunternehmen zu beobachten: Der Spread weitete sich hier von rund 150 Bp. vor der Verschärfung der Staatsschuldenkrise auf über 250 Bp. im Sommer 2012 aus. Unlängst haben sich die übermäßig hohen Kreditkosten der Kleinunternehmen bei einem Spread von rund 200 Bp. wieder stabilisiert, womit sie dennoch deutlich höher liegen als vor der Staatsschuldenkrise.

Vor allem im südlichen Euroraum sind die Kreditzinsen für KMUs beträchtlich angestiegen, was größere Aufmerksamkeit auf sich gezogen hat. In der Boomphase hatten sich die relativen Kreditkosten für KMUs in den größten Volkswirtschaften des Euroraums auf rund 80 Bp. angenähert. Bemerkenswerterweise zahlten deutsche KMUs in diesem Zeitraum sowohl absolut als auch relativ durchgehend höhere Zinsen als KMUs in Spanien, Italien oder Frankreich. So waren die Kreditzinsen für KMUs in Frankreich im September 2008 nur 17 Bp. höher als die für große Unternehmen; in Deutschland belief sich der Spread auf 63 Bp. Diese Trends drehten sich nach der Insolvenz von Lehman Brothers um. Die Kreditkosten für KMUs stiegen zwar in allen Ländern merklich an, jedoch fiel dieser Zuwachs in Frankreich, Italien oder Spanien viel kräftiger aus. In Deutschland war der Anstieg relativ moderat und die relativen Kreditkosten von KMUs sind inzwischen nur leicht höher als vor der Krise. In Italien und Spanien haben sich die Kreditzinsen in den vergangenen Monaten spürbar normalisiert, sie waren zuvor allerdings deutlich stärker angestiegen; der Höchststand der Spreads lag bei rund 200 Bp. bzw. 300 Bp. Außerdem besteht weiterhin ein beträchtlicher Unterschied zu Ländern wie Deutschland.

Insgesamt zahlen KMUs und vor allem Kleinunternehmen aus den Ländern, in denen die Rezession am schwersten war und die Arbeitslosigkeit am höchsten ist, deutlich höhere Zinsen für Bankkredite als große Unternehmen. In normalen Zeiten wären sich Analysten und Entscheidungsträger wahrscheinlich darüber einig, dass Maßnahmen zur Senkung der Kreditzinsen getroffen werden müssten. Unter den derzeitigen Umständen herrscht jedoch unter den Marktteilnehmern kein Konsens darüber, ob die hohen Zinsen in diesen Ländern mit den Fundamentaldaten der KMUs im Einklang stehen oder nicht. Einerseits ist mancher Beobachter der Auffassung, dass die Kreditzinsen für KMUs vor dem Ausbruch der Finanzkrise unangemessen niedrig gewesen seien und so zu einer übermäßig hohen Verschuldung beigetragen hätten. Dieser Argumentation zufolge hätten Maßnahmen zur Senkung der Kreditzinsen letztendlich negative Folgen für die Gesamtwirtschaft, da hierdurch Mittel aus den gesünderen Wirtschaftssektoren in strukturell schwache KMUs geleitet würden.<sup>11</sup> Die Gegenseite vertritt die Meinung, dass zusätzlich zu den signifikanten negativen Ansteckungseffekten während der Krise – zwischen den südlichen Ländern sowie gegenüber anderen Euro-Mitgliedern – die Arbeitslosenquoten in südlichen Ländern untragbar hoch seien und in der Tat spezifische Maßnahmen benötigten.<sup>12</sup> Zudem ist nicht klar, ob die hohen Kreditzinsen für KMUs auf strukturelle Schwächen der KMUs oder auf den Schuldenabbau im Bankensektor, die Risikoaversion der Banken und Liquiditätsprobleme zurückzuführen sind. Die EZB folgt der Argumentation, dass Marktinterventionen zur Senkung der Kreditzinsen für KMUs erforderlich seien, und hat eine Reihe von Unterstützungsmaßnahmen ergriffen, auf die wir im Folgenden genauer eingehen.

<sup>11</sup> Für weitere Einzelheiten vgl. Moec (2013).

<sup>12</sup> Für weitere Einzelheiten vgl. Darvas (2013).

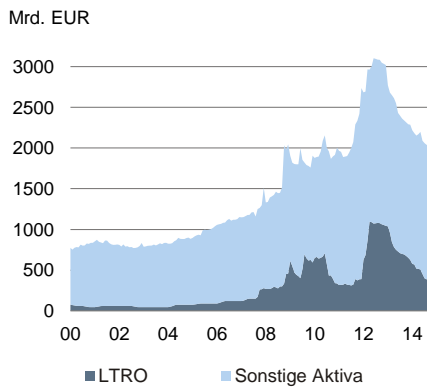




## Unterstützungsmaßnahme (I): Langfristige Refinanzierungsgeschäfte

Ausweitung der EZB-Bilanz

14



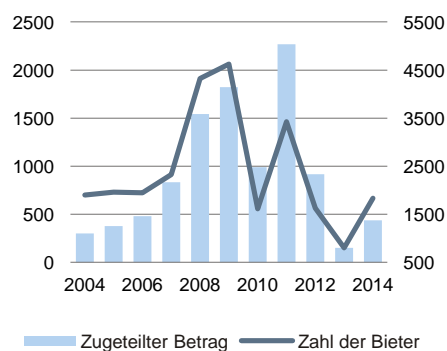
Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Um die Kreditvergabe der Banken und damit auch die Konjunktur anzukurbeln, stellt die EZB in Form langfristiger Refinanzierungsgeschäfte (LTROs) zusätzlich zur kurzfristigen Liquiditätsversorgung den Banken günstige Mittel bereit. Es ist jedoch wichtig, darauf hinzuweisen, dass sich die Konditionen der LTROs seit der Vorkrisenzeit merklich geändert haben. Ursprünglich betrug die längste Laufzeit lediglich drei Monate und wurde anschließend in mehreren Schritten zunächst auf ein Jahr, dann auf drei und zuletzt auf vier Jahre verlängert. Außerdem legte die EZB bis 2008 die Höhe des Betrags fest, den sie bereitstellt, und nahm dann die Gebote der Banken für ein bestimmtes Volumen an. Letztendlich waren die offerierten Beträge viel geringer als heute und führten nahezu immer zu einem erheblichen Nachfrageüberhang bzw. zur Überzeichnung der LTROs. Darüber hinaus waren die von der EZB verlangten Zinsen – in der Regel der normale Leitzins – damals viel höher. All diese Faktoren hielten die LTRO-Volumina bis Ende 2008 begrenzt. Als sich jedoch die Finanzkrise verschärfte und die Rezession einsetzte, griff die EZB zu außergewöhnlichen Maßnahmen und ging vom Auktionsverfahren zur Vollzuteilung aller Beträge, die von den Banken beantragt wurden, über. Außerdem verlängerte die Zentralbank die Laufzeiten der LTROs in mehreren Schritten deutlich und senkte den zu entrichtenden Zins auf Rekordtiefstände. Derzeit liegt der LTRO-Zins bei lediglich 0,15%, während die Laufzeit der jüngsten Tender bis zu vier Jahren beträgt. Mehr Aufschluss über die Entwicklung der LTROs bietet Grafik 14, in der das LTRO-Volumen der EZB (für alle Laufzeiten und zu allen Bedingungen) und ihre gesamte Bilanzsumme im Zeitablauf dargestellt sind.

Im Rahmen der LTROs zugeteilte Beträge und Zahl der Bieter

15

Zugeweilte Beträge in Mrd. EUR (links), Gesamtzahl der Bieter (rechts)



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Vor der Krise waren die ausstehenden LTRO-Volumina stabil bei etwa EUR 150 Mrd. und unmittelbar vor der Insolvenz von Lehman Brothers überstiegen die LTRO-Gebote immer noch die zugeteilten Beträge (am 9. September 2008 war das Verhältnis etwa 2:1). Nach Lehman stiegen die LTRO-Volumina an. Seither waren die LTRO-Gebote und die zugeteilten Beträge dank der Vollzuteilung immer gleich hoch. Im April 2012 erreichten die Volumina ein Rekordniveau von EUR 1.093 Mrd. bzw. 37% der Gesamtaktiva der EZB. Nach beträchtlichen Rückzahlungen in den vergangenen Jahren beläuft sich das ausstehende LTRO-Volumen nunmehr noch auf EUR 430 Mrd. oder 21% der Bilanzsumme der EZB.

Die ausstehenden LTRO-Beträge geben jedoch nur begrenzt Aufschluss über die Nachfrage nach LTROs und die Gründe für den jüngsten Volumenrückgang. Weitere Erkenntnisse liefert die Gesamtzahl der Bietenden, welche ein guter Indikator für die Nachfrage nach LTROs ist (zu sehen in Chart 15). Ähnlich wie das ausstehende Volumen stieg auch die Zahl der Bieter exponentiell mit der Krise an und erreichte im Jahr 2009 einen Höchststand. Die Nachfrage blieb hoch und die zugeteilten Beträge erreichten 2011 ein Rekordvolumen. Ab 2012 gingen jedoch die Nachfrage nach LTROs sowie die zugeteilten Volumina deutlich zurück und inzwischen liegen sie sogar weit unter den Vorkrisenniveaus.

Unterstützungsmaßnahmen wie die LTROs haben dem Bankensektor während der Krise zweifellos geholfen und Liquiditäts- sowie Refinanzierungsengpässe des Sektors abgemildert. In Folge dessen wurde indirekt auch die Kreditvergabe der Banken an KMUs und große Unternehmen gestützt. Dass sowohl die LTRO-Volumina als auch die Kreditzinsen für KMUs ihren Höchststand etwa zum selben Zeitpunkt erreichten, deutet jedoch darauf hin, dass die LTROs kaum zum Rückgang der Kreditzinsen für KMUs beigetragen haben. Im Folgenden werden wir diese potenzielle Kausalbeziehung im Rahmen einer empirischen Analyse weiter untersuchen. Bisher jedenfalls sind sowohl die Nachfrage nach LTROs als auch die tatsächlichen Kapitalflüsse – die natürlich zum Teil durch die fälligen außerordentlichen 3-Jahres-LTROs beeinflusst werden – deutlich gesun-

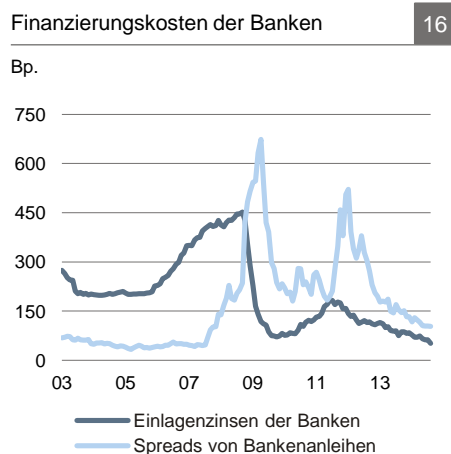


## Mittelstandsfinanzierung im Euroraum

ken, wohingegen die Kreditkosten für KMUs weiterhin hoch sind. Dies könnte darauf hindeuten, dass die höheren Kreditzinsen für KMUs auf andere Faktoren als auf einen Mangel an günstiger Liquidität und Refinanzierung bei den Banken zurückzuführen sind.

Vor kurzem hat die EZB gezielte, längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, die so genannten TLTROs, eingeführt, um die Kreditvergabe der Banken an die Realwirtschaft im Euroraum, z.B. an nicht-finanzielle Unternehmen und private Haushalte (mit Ausnahme von Krediten für Hauskäufe), anzukurbeln. Beide TLTRO-Geschäfte (das erste wurde im September durchgeführt, das zweite im Dezember) erlaubten es den Banken, bis zu 7% ihres ausstehenden Kreditvolumens mit den genannten beiden Sektoren zusätzlich von der EZB zu leihen. Die EZB-Kredite haben eine Laufzeit von maximal 4 Jahren und einen Zinssatz, der um 10 Bp. über dem Leitzins liegt. Gleichwohl scheint es angesichts der moderaten Auswirkungen, die offenbar die 3-jährigen LTROs auf das Kreditangebot für KMUs gehabt haben, unwahrscheinlich, dass die jüngsten TLTROs signifikante Anreize für eine stärkere Kreditvergabe an KMUs schaffen werden. Tatsächlich blieben sowohl der September- als auch der Dezember-Tender deutlich hinter den von der EZB insgesamt angebotenen EUR 400 Mrd. zurück; es wurden lediglich EUR 212 Mrd. von den Banken aufgenommen.

### Refinanzierungskosten der Banken



Quellen: EZB, Markit, Deutsche Bank Research

Warum aber kamen die günstigen Konditionen der von der EZB bereitgestellten Liquidität nicht bei den kleinen und mittleren Unternehmen an? Möglicherweise leiten die Banken das günstige Zentralbankgeld aufgrund eigener Bilanzprobleme, hoher Refinanzierungskosten oder hoher wahrgenommener Risiken im KMU-Sektor nicht an ihre Kunden weiter. Die Statistiken der EZB zu den Einlagenzinsen können einen gewissen Aufschluss über die Finanzierungskosten der Banken geben (Grafik 16). Auf den ersten Blick scheinen diese Daten nicht auf einen Anstieg der Finanzierungskosten hinzudeuten; vielmehr sanken die Einlagensätze merklich in den vergangenen Jahren. Allerdings spiegelt dieser Rückgang vor allem die Geldpolitik der EZB wider, mit dem Ziel, die Kreditzinsen sehr niedrig zu halten. Grafik 16 zeigt außerdem den Index der Anleiherenditen der Banken, welcher die Mindestzinssätze für Unternehmen darstellt. In der Tat waren die Anleiherenditen vor Beginn der Krise bei rund 50 Bp. über dem Niveau von Benchmark-Staatsanleihen in etwa stabil. Mit Ausbruch der Finanzkrise schnellten die Spreads für Anleihen aus dem Finanzsektor jedoch in die Höhe. Im April 2009 erreichten sie mit knapp 700 Bp. ein Allzeithoch und im Januar 2012 bei über 500 Bp. ein weiteres Hoch. Zwar sind die Anleiherenditen seither – vor allem aufgrund der Jagd nach Rendite – gesunken, liegen aber weiterhin etwa doppelt so hoch wie vor der Krise. Insgesamt ist es also für die Banken seit 2008 deutlich teurer geworden, sich über Schuldverschreibungen zu refinanzieren.

Eine empirische Analyse der relativen Kreditkosten für KMUs, der LTRO-Volumina<sup>13</sup> und der Refinanzierungskosten der Banken (als Variable hierfür dienen die Anleihspreeds) gibt genaueren Aufschluss über die tatsächlichen Wirkungskanäle. Obwohl all diese Faktoren eng miteinander zusammen hängen und wahrscheinlich mit zahlreichen weiteren Faktoren korreliert sind, kann eine einfache statistische Methode dabei helfen zu ermitteln, ob eine empirische Beziehung zwischen den Refinanzierungskosten der Banken sowie den LTRO-Volumina einerseits und den Kreditzinsen für KMUs andererseits besteht. Hierfür verwenden wir ein Vektor-Autoregressionsmodell und führen eine Granger-Kausalitätsanalyse durch. Kausalität wird in diesem Zusammenhang in einem

<sup>13</sup> Wir verwenden für unsere Analyse das Verhältnis zwischen dem LTRO-Volumen und der Bilanzsumme der EZB.



## Mittelstandsfinanzierung im Euroraum

engen statistischen Kontext diskutiert und gibt an, ob sich mithilfe einer Datenreihe künftige Werte der anderen Datenreihe vorhersagen lassen, und umgekehrt. Die Ergebnisse sind in Tabelle 17 zusammengefasst.

Tabelle		
Hypothese	LTRO	Refinanzierungskosten der Banken
Auswirkungen auf Kreditkosten für KMUs	NEIN	JA
Rückwirkungen von den Kreditkosten für KMUs	NEIN	NEIN

Quelle: Deutsche Bank Research

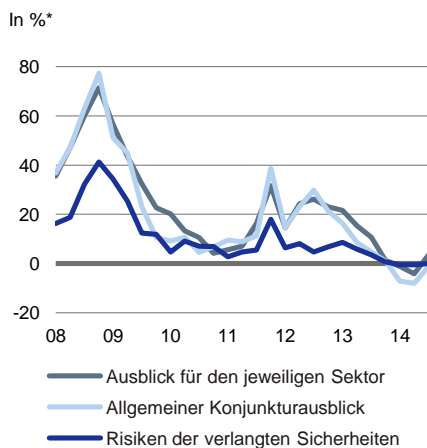
Da offenbar keine Kausalbeziehung zwischen den LTRO-Volumina und den Kreditkosten für KMUs besteht, scheinen LTROs die Kreditkosten für KMUs wohl nur in begrenztem Umfang reduzieren zu können. Für diese These spricht darüber hinaus, dass auch keine umgekehrte Kausalität zwischen den beiden Variablen besteht. Allerdings besteht eine Kausalbeziehung zwischen den Refinanzierungskosten der Banken und den Kreditkosten der KMUs. Dies impliziert, dass die Kreditkosten für KMUs aufgrund von Bilanzproblemen oder hohen Refinanzierungskosten der Banken ansteigen können. Eine umgekehrte Kausalität tritt nicht auf, was somit ebenfalls auf eine einseitige Beziehung zwischen den beiden Faktoren hinweist.

Im Allgemeinen scheinen LTROs nur einen relativ geringen Beitrag zur Steigerung der Kreditvergabe an KMUs zu leisten. Insofern ist es fraglich, ob LTROs in dieser Hinsicht tatsächlich Wirkung zeigen können. Die hier vorgestellten Ergebnisse sagen allerdings nichts über die Gründe für diese Zusammenhänge aus, so dass es sich dabei nicht notwendigerweise um eine strukturelle ökonomische Gesetzmäßigkeit handeln muss.

### Risikowahrnehmung der Banken in Bezug auf KMUs

Risikowahrnehmung der Banken in Bezug auf KMUs

18



\*Beitrag zur Straffung der Kreditvergabestandards minus Beitrag zur Lockerung der Kreditvergabestandards

Quellen: BLS, Deutsche Bank Research

Der beträchtliche Anstieg der Kreditkosten für KMUs ist möglicherweise nicht nur auf höhere Finanzierungskosten der Banken, sondern überdies auf einen weiteren Faktor zurückzuführen: die Risikoaversion der Banken und ihre zunehmende Vorsicht hinsichtlich des Ausblicks für KMUs. Allgemein werden bei KMUs höhere Ausfallwahrscheinlichkeiten angenommen als bei größeren Unternehmen, was wiederum die Banken dazu veranlassen dürfte, bei der Vergabe von KMU-Krediten selektiver vorzugehen. Gleichzeitig sind – wie bereits oben erläutert – kleinere Unternehmen in weitaus höherem Maße auf Bankkredite angewiesen als große Unternehmen, denen zusätzliche Finanzierungsmöglichkeiten (vor allem über die Kapitalmärkte) zur Verfügung stehen. Um deutlich zu machen, wie Banken die Risiken einer Kreditvergabe an KMUs einschätzen, zeigt Grafik 18, in welchem Umfang verschiedene Faktoren zur Straffung der Kreditvergabestandards für KMUs beigetragen haben. Diese Daten stützen sich auf die EZB-Umfrage zur Kreditvergabe der Banken (Bank Lending Survey, kurz BLS). Für jede Datenreihe wird die Nettoveränderung des jeweiligen Faktors (Anteil der Banken, die ihre Standards straffen, minus Anteil der Banken, die ihre Standards lockern) im Vergleich zum Vorquartal angegeben.

Den BLS-Daten zufolge trugen auf dem Höhepunkt der Finanzkrise alle Faktoren jeweils am stärksten zur Straffung der Kreditvergabestandards für KMUs bei. Ähnliche negative Risikoeinschätzungen kamen mit der Verschärfung der Staatsschuldenkrise wieder auf. Parallel hierzu stiegen die relativen Kreditkosten für KMUs tatsächlich an. Obgleich in den letzten Jahren die Risikowahrnehmung der Banken offenbar in geringerem Maß zur Verschärfung der Kreditvergabekonditionen beigetragen hat (tatsächlich wurden die Kreditstandards auch nicht weiter gestrafft), dürfte die weitaus negativere Einschätzung von KMU-Risiken im Vergleich zur Zeit vor 2007 noch nicht abgeklungen sein. Es



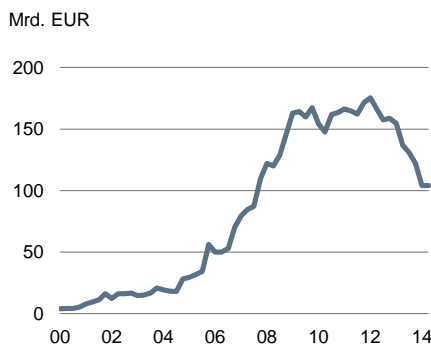
## Mittelstandsfinanzierung im Euroraum

sei noch einmal darauf hingewiesen, dass die BLS-Daten die (Netto-)Veränderungen einer Datenreihe im Vergleich zum Vorquartal angeben. Die zuletzt leicht negativen Zahlen implizieren daher mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit nicht, dass eine Trendwende bei der Risikowahrnehmung eingesetzt hat oder dass sich der Beitrag der Risikowahrnehmung zu den Kreditvergabestandards vollständig normalisiert hat. Sie sagen lediglich aus, dass der lang anhaltende Straffungsprozess aufgrund steigender Risikowahrnehmung zunächst zum Ende gekommen ist und die Banken in Bezug auf die Kreditvergabe an KMUs grundsätzlich wohl weiterhin sehr vorsichtig sind.

Insgesamt deuten unsere Ergebnisse darauf hin, dass die Unterstützungsmaßnahmen, die Liquidität in die Märkte pumpen und die Passivseite der Bankbilanzen entlasten, nur zu einem geringen Rückgang der hohen Kreditkosten für KMUs geführt haben dürften. Diese Kosten scheinen eine höhere Korrelation mit den Refinanzierungskosten der Banken (vor allem den Marktzinsen) und der Risikowahrnehmung der Banken in Bezug auf KMU-Kredite im Allgemeinen aufzuweisen. Insofern lohnt es sich, alternative Unterstützungsmaßnahmen zu diskutieren, mit deren Hilfe die Kreditrisiken aus dem KMU-Geschäft an andere Bereiche des Finanzsystems abgegeben werden können.

Ausstehende verbriefte KMU-Kredite in Europa

19

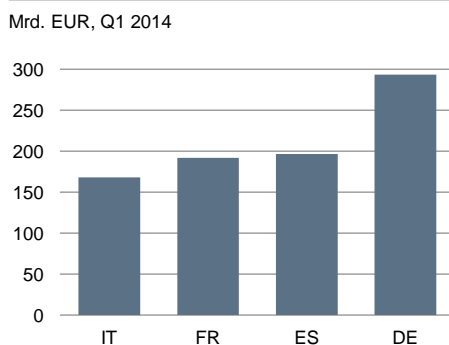


Daten für 2010 – 2014 von AFME. Daten für 2000 – 2010 von SIFMA. SIFMA-Daten aus USD mit dem durchschnittlichen Wechselkurs für das jeweilige Jahr umgerechnet.

Quellen: SIFMA, AFME, Deutsche Bank Research

Ausstehendes KMU-Kreditvolumen

20



Zur Berechnung des ausstehenden KMU-Kreditvolumens wurde der Anteil von KMU-Krediten an den gesamten vergebenen Unternehmenskrediten im Jahr 2012 verwendet.

Quellen: OECD, Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Unterstützungsmaßnahme (II): Verbriefung von KMU-Krediten

Neben den Unterstützungsmaßnahmen, die Liquidität zu günstigen Konditionen bereitstellen und so die Passivseite der Bankbilanzen entlasten, gibt es weitere Maßnahmen wie z.B. Verbriefungen, die auf die Aktivseite der Bilanzen abzielen, um die Kreditvergabe an KMUs zu erleichtern. Dies lässt sich erreichen, indem handelbare, mit KMU-Krediten besicherte Wertpapiere geschaffen werden, mit deren Hilfe das Kreditrisiko auf effektive Weise an die Kapitalmärkte übertragen wird. Um die Verbriefungstrends der vergangenen Jahre zu veranschaulichen, zeigt Grafik 19 das ausstehende Volumen von verbrieften KMU-Krediten in Europa. Den verfügbaren Daten zufolge stieg es vor allem in den Jahren 2006-09 rasch an, gefolgt von einer ruhigeren Periode und seit 2012 einem Rückgang. In Q2 2014 belief sich das Volumen der verbrieften KMU-Kredite auf rund EUR 104 Mrd., nachdem in Q1 2012 mit EUR 175 Mrd. ein Höchststand erreicht worden war.<sup>14</sup>

Bevor wir uns genauer mit Verbriefungen befassen, sollen diese Zahlen zum Gesamtvolumen der ausstehenden KMU-Kredite in Relation gesetzt werden – unabhängig davon, ob sich diese noch auf den Bankbilanzen befinden oder von Anlegern gehalten werden. Zwar gibt es keine genauen Daten zum ausstehenden Volumen von KMU-Krediten, da Daten zu Krediten üblicherweise über alle Unternehmensgrößen hinweg aggregiert werden. Mit Hilfe von Statistiken der OECD (2014) und der Bundesbank (2014) ist jedoch zumindest für einige Länder des Euroraums eine ungefähre Angabe möglich. Anhand der jüngsten Statistiken zum Anteil von KMUs am gesamten Kreditvolumen schätzen wir, dass in Deutschland KMU-Kredite von rund EUR 293 Mrd. ausstehen. In Spanien beläuft sich das Volumen demnach auf EUR 196 Mrd., in Frankreich auf EUR 192 Mrd. und in Italien auf EUR 168 Mrd., so dass sich ein Gesamtvolumen von EUR 849 Mrd. ergibt. Anders ausgedrückt: Rund 24% der gesamten Unternehmenskredite in diesen vier Ländern wurden an KMUs vergeben. Es sei noch einmal betont, dass es sich bei diesen Zahlen um Näherungswerte handelt, die auf unterschiedlichen Informationsquellen basieren, und nicht um präzise, punktgenaue Schätzungen.

Um das Bild zu vervollständigen, stellt Grafik 21 dar, wie sich verbriefte KMU-Kredite auf diese vier Länder aufteilen. Insgesamt waren in Q2 2014 rund EUR

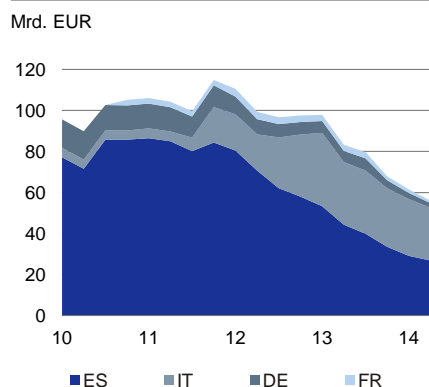
<sup>14</sup> Eine Analyse der Verbriefung von KMU-Krediten in einzelnen Ländern ist mit den verfügbaren Daten erst ab dem Jahr 2010 möglich.



## Mittelstandsfinanzierung im Euroraum

Ausstehendes Volumen von Wertpapieren, die mit KMU-Krediten besichert sind

21



Quellen: AFME, Deutsche Bank Research

56 Mrd. oder 7% des ausstehenden KMU-Kreditvolumens verbrieft. Hinter dieser Gesamtsumme verbergen sich deutliche Unterschiede in den einzelnen Ländern. In Deutschland und Frankreich ist das Volumen der ausstehenden verbrieften KMU-Kredite mit EUR 2,3 Mrd. bzw. EUR 1,2 Mrd. recht gering. Angesichts der insgesamt eher kleinen Verbriefungsmärkte in diesen Ländern kommt dies nicht überraschend. In Spanien andererseits – wo der Markt für Verbriefungen recht groß ist – beläuft sich das Verbriefungsvolumen von KMU-Krediten auf rund EUR 27 Mrd. Anders ausgedrückt: Trotz eines deutlichen Rückgangs in den vergangenen Jahren werden in Spanien rund 14% der KMU-Kredite verbrieft. In Italien hat die Verbriefung von KMU-Krediten seit dem Jahr 2012 deutlich zugenommen und mit rund EUR 26 Mrd. bzw. 16% aller KMU-Kredite mittlerweile das spanische Niveau erreicht.

Die verfügbaren Daten zeigen also eine deutliche Divergenz innerhalb des Euroraums in Bezug auf die Verbriefung von KMU-Krediten. Wie zu erwarten, ist in Ländern, in denen KMUs leichter Bankkredite erhalten, das Verbriefungsvolumen gering. Wenn der Zugang zu Finanzierungsmitteln für KMUs indes deutlich komplizierter ist oder die Kreditzinsen hoch sind, ist der Markt für Wertpapiere, die mit Krediten an KMUs besichert sind, wesentlich größer. Sowohl in Italien (wo die Entwicklung zuletzt positiv verlief) als auch in Spanien (wo der Markt früher ungleich größer war) besteht jedoch Aufwärts- bzw. Erholungspotenzial für die Verbriefungsmärkte. Ein höheres KMU-Verbriefungsvolumen würde es italienischen und spanischen Banken ermöglichen, die (Kredit-)Risiken in ihren Bilanzen zu verringern, indem sie weitere KMU-Kredite an die Kapitalmärkte weiterreichen. Auf diese Weise könnten die Banken Eigenkapital freisetzen und Spielraum für neue Kredite an KMUs schaffen.<sup>15</sup> Verbriefungen ermöglichen es den Banken also, ihre Eigenkapitalposition zu verbessern, ohne dass hierdurch die Kreditvergabe an KMUs beeinträchtigt wird. KMUs wiederum könnten von niedrigeren Kreditzinsen oder allgemein günstigeren Kreditvergabebedingungen profitieren. Insofern könnten staatliche Initiativen, die eine Verbriefung von KMU-Krediten fördern, hilfreich sein, wobei das Entstehen neuer Risiken natürlich vermieden werden sollte. Beispielsweise sollten neue Verbriefungsprodukte transparent sein und standardisierte Strukturen aufweisen (keine Mehrfachverbriefung); außerdem sollte der Selbstbehalt der Emittenten ausreichend groß sein, um „Moral Hazard“ o.ä. zu vermeiden.<sup>16</sup> Eine verstärkte Verbriefung von KMU-Krediten könnte also einer der effektivsten Wege sein, um mehr Kapital in die Realwirtschaft zu leiten, ohne gleichzeitig allzu viele Verzerrungen zu schaffen. Eventuell könnte dies beinhalten, dass die EZB zumindest vorübergehend qualitativ hochwertige, durch KMU-Kredite besicherte Anleihen kauft, auch wenn das relativ geringe Marktvolumen dem Grenzen setzt.

Zu beachten ist dabei außerdem, dass Banken verbrieft KMU- (und sonstige) Kredite häufig an Zweckgesellschaften veräußern. Anders ausgedrückt: Zwar spielt der regulierte Bankensektor eine Schlüsselrolle bei der Vergabe und gegebenenfalls Verbriefung von KMU-Krediten, letztendlich aber finanziert ein anderer Teil des Finanzsystems die verbrieften Vermögenswerte. Wir gehen im Folgenden genauer auf die Rolle dieses Nichtbanken-Finanzsektors ein.

### Verlagert sich die Vergabe von KMU-Krediten auf andere Anbieter?

Da manche KMUs Schwierigkeiten haben, angesichts des anhaltenden Schuldenabbaus und des regulatorischen Drucks von den Banken genügend Mittel zu bekommen, stellt sich die Frage, ob andere Finanzierungsquellen an Bedeutung gewinnen. „Schattenbanken“ – Finanzinstitute, die wie Intermediäre agieren,

<sup>15</sup> Für weitere Einzelheiten vgl. Kraemer-Eis (2010).

<sup>16</sup> Für weitere Einzelheiten vgl. Kraemer-Eis (2013).

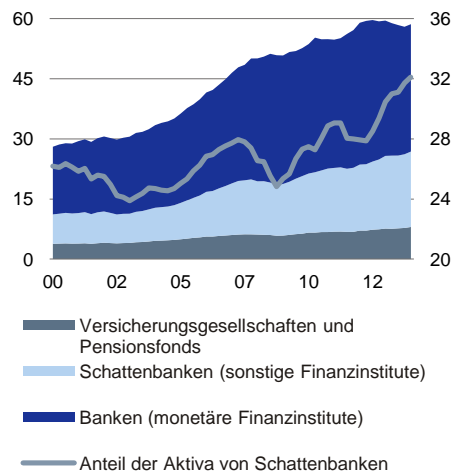


## Mittelstandsfinanzierung im Euroraum

Aktiva von Schattenbanken im Euroraum steigen an

22

Gesamtaktiva in Bill. EUR (links), Anteil von Schattenbanken am Finanzsektor in % (rechts)



Zur Berechnung des Anteils von Schattenbanken wurde der Finanzsektor als Summe der monetären Finanzinstitute, der sonstigen Finanzinstitute, der Versicherungsgesellschaften und der Pensionsfonds definiert.

Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

BLS: Auswirkungen der Konkurrenz durch Nichtbanken auf die Kreditvergabestandards der Banken für KMUs

23

Prozentualer Anteil (netto) der Banken



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

sich jedoch im kaum oder überhaupt nicht regulierten Nichtbanken-Finanzsektor befinden – könnten sich zu alternativen Kreditgebern entwickeln. Diese Nichtbanken können nicht nur in verbriefte Produkte investieren, sondern überdies direkt in Form von Peer-to-Peer-Lending, Crowdfunding oder auf andere Weise Kredite vergeben.

Der Schattenbankensektor im Euroraum ist in den vergangenen Jahren beträchtlich gewachsen. In Grafik 22 sind die Gesamtaktiva von Banken, Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds sowie „anderen Finanzintermediären“ dargestellt. Letztere sind ein konservativer Richtwert für die Größe des Schattenbankensystems.<sup>17</sup> Bis etwa 2005 war das Volumen des Schattenbankensystems gewissermaßen moderat; die Gesamtaktiva beliefen sich Ende 2005 auf rund EUR 8 Bill. Seither hat sich das Volumen jedoch mehr als verdoppelt (während der Finanzkrise war vorübergehend ein Rückgang zu verzeichnen) und erreichte in Q1 2014 EUR 19 Bill. Auch relativ betrachtet zeigt sich das beachtliche Wachstum dieses Sektors. Der Anteil der Schattenbanken am gesamten Finanzsektor ist von 25% im Jahr 2005 auf derzeit rund 32% angestiegen.

Die Zunahme der Aktiva des Schattenbankensystems bedeutet zwar nicht zwangsläufig, dass Schattenbanken mehr Kredite an KMUs vergeben. Außerdem ist die Bilanzsumme des Bankensektors immer noch weitaus größer als die des Schattenbankensystems. Dennoch gibt es in der Tat einige Anzeichen für einen Wandel. So haben diverse Nichtbanken-Finanzinstitute öffentlich ihr Interesse an einer Kreditvergabe an KMUs bekundet. Entscheidungsträger haben zudem darauf hingewiesen, dass Schattenbanken zunehmend im Peer-to-Peer-Kreditgeschäft und weiteren Formen der Kreditvergabe an KMUs aktiv werden. Da es an Daten mangelt, können diese Trends nicht im Detail untersucht werden; der BLS kann jedoch in gewisser Weise Aufschluss geben. In dieser Umfrage werden Banken auch gefragt, ob die Konkurrenz durch Nichtbanken dazu führt, dass sie ihre Kreditvergabebedingungen für KMUs straffen bzw. lockern. Es überrascht nicht, dass die Banken in der Tat ihre Kreditstandards tendenziell lockern, wenn der Nichtbankensektor, z.B. Schattenbanken, den Wettbewerbsdruck erhöht. Im Rahmen des BLS gehören Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds, Dienstleister für Finanzinstitute sowie sonstige Finanzintermediäre zum Nichtbankensektor. Daten hierzu sind seit 2008 verfügbar (Grafik 23). Den Ergebnissen des BLS zufolge hat der Wettbewerb seitens der Nichtbanken in den ersten Krisenjahren sogar zu einer gewissen Straffung der Kreditvergabebedingungen geführt. Dies ist vermutlich vor allem auf die prekäre Situation des Finanzsektors insgesamt – einschließlich der Nichtbanken – zurückzuführen. Im besagten Zeitraum scheinen die Schattenbanken mit ähnlichen Problemen wie die Banken konfrontiert gewesen zu sein, so dass sie nicht als Kreditgeber in Erscheinung traten. Von 2009 bis 2013 wirkte sich der Wettbewerb seitens der Nichtbanken nur marginal auf die Verfügbarkeit von Bankkrediten für KMUs aus. In den vergangenen Quartalen scheint der Wettbewerb vonseiten der Schattenkreditgeber jedoch zugenommen zu haben, was im Endeffekt zu einer moderaten Lockerung der Kreditstandards beitrug.<sup>18</sup> Das könnte bedeuten, dass KMU-Kredite mittlerweile in gewissem Umfang von kaum oder überhaupt nicht regulierten Schattenbanken finanziert werden.

Dabei gilt es zu berücksichtigen, dass die Aktivitäten von Schattenbanken häufig sehr intransparent sind. Außerdem können sich Schattenbanken nicht darauf verlassen, im Notfall von öffentlichen Institutionen mit Liquidität versorgt zu werden. Es könnte also eine Situation entstehen, in der Banken nicht in der Lage sind, ausreichend Kredite an KMUs zu vergeben und die Realwirtschaft zunehmend abhängig wird von volatileren und potenziell unzuverlässigeren alternativen

<sup>17</sup> Für weitere Einzelheiten vgl. FSB (2013).

<sup>18</sup> Insgesamt tragen die meisten anderen Faktoren, die sich auf die Kreditvergabebedingungen für KMUs auswirken, inzwischen ebenfalls zu einer moderaten Lockerung der Kreditstandards der Banken bei.



## Mittelstandsfinanzierung im Euroraum

ven Kreditgebern – aus Sicht der Aufsichtsbehörden und Gesetzgeber vermutlich keine erstrebenswerte Entwicklung. Dies unterstreicht, wie wichtig die oben genannten Unterstützungsmaßnahmen sind sowie weitere, im Folgenden vorgestellte Initiativen zur Förderung der Fremd- bzw. Eigenkapitalfinanzierung von KMUs.

### Weitere Initiativen zur Verbesserung der KMU-Finanzierung

Die Finanzierungslücke für KMUs lässt sich zum Teil auch dadurch schließen, dass staatliche oder private Institutionen beispielsweise direkt Kredite an KMUs vergeben oder Bürgschaften für KMU-Kredite übernehmen. Insofern sind staatliche und marktbasierende Initiativen so wichtig wie die oben erläuterten Unterstützungsmaßnahmen (d.h. Liquiditätsbereitstellung durch die EZB und Verbriefungen). Einige staatliche Initiativen zur Förderung der Finanzierung von innovativen Unternehmen, Start-Ups und KMUs existieren bereits seit längerem; eine Reihe neuer öffentlicher Initiativen und Rahmenprogramme für ähnliche Zwecke wurde dagegen erst in jüngster Zeit aufgesetzt.<sup>19</sup> Dabei soll die Fremd- und Eigenkapitalausstattung von KMUs (über Kredite bzw. Venture Capital oder steuerliche Anreize) verbessert werden. Wir gehen im Folgenden genauer auf einige Initiativen ein.

#### Staatliche Initiativen

Deutschland

24

Programme	Bedingungen
<b>Staatliche Fremdkapitalprogramme</b>	
ERP-Gründerkredit (StartGeld)	Bis zu EUR 100.000 für 5 - 10 Jahre für seit 1 - 2 Jahren bestehende KMUs
ERP-Gründerkredit (Universell)	Bis zu EUR 10 Mio. für bis zu 20 Jahre für seit maximal 3 Jahren bestehende Unternehmen
Unternehmerkredit	Bis zu EUR 25 Mio. für bis zu 20 Jahre
Unternehmerkredit (Nachrangkapital)	Bis zu EUR 4 Mio. für bis zu 10 Jahre
ERP-Innovationsprogramm (Kredit)	Bis zu EUR 25 Mio. für bis zu 10 Jahre
<b>Staatliche Eigenkapitalprogramme</b>	
ERP-Startfonds (Eigenkapital)	Bis zu EUR 5 Mio. pro Unternehmen, abhängig von den mit dem Hauptinvestor vereinbarten Bedingungen
ERP-Beteiligungsprogramm (indirektes Eigenkapital)	Bis zu 100% der Investition, maximal EUR 1,25 Mio. für bis zu 10 Jahre

Quelle: Deutsche Bank Research

Die Finanzierungsprobleme der KMUs im Euroraum haben dazu geführt, dass eine Reihe staatlicher Maßnahmen ergriffen wurde, um diese Hindernisse auszuräumen. Mit Hilfe direkter Interventionen seitens des Staates, staatlicher Banken oder sonstiger Gesellschaften sollen die Finanzierungsbedingungen für KMUs durch günstige Zinsen oder staatliche Garantien für klassische Bankkredite sowie die gezielte Unterstützung der Eigenkapitalfinanzierung verbessert werden.

#### Deutschland

In Deutschland steht eine breite Palette an staatlichen Förderleistungen für KMUs zur Verfügung. Die KfW-Gruppe ist dabei das führende Institut, das Kredite sowohl für langfristige Investitionen als auch zur Finanzierung des laufenden Betriebs („Working Capital“) bereitstellt. Um die Kreditvergabe an KMUs zu stärken, bietet die KfW eine Reihe unterschiedlicher Programme an, die sich an i) selbstständige Einzelunternehmer, ii) kleine, kürzlich gegründete Unternehmen und iii) bereits seit längerer Zeit bestehende KMUs richten. Die KfW gewährt ihre KMU-Kredite in der Regel über die Geschäftsbank des Kreditnehmers (einschließlich Sparkassen und Genossenschaftsbanken). In der Regel stellt die KfW langfristige Finanzmittel zu festen Zinsen bereit. Diese Zinsen ergeben sich entweder ohne weitere Subventionen aus ihrem AAA-Kapitalmarktrating oder werden zusätzlich von der KfW oder durch staatliche Programme subventioniert. Die KfW leitet diese Mittel über die Geschäftsbanken an die Endkunden weiter. Die Besicherung der Kredite erfolgt in *banküblicher Weise*. Die Risikomargen hängen von der Bonität des Kunden und der Besicherung ab. In ihrer Rolle als *Hausbanken* prüfen die Geschäftsbanken zunächst das geschäftliche Risiko und entscheiden dann, ob die KfW bei der Bereitstellung des Kredits eingebunden wird oder nicht. Dieser zweistufige Prozess sorgt für eine faire und angemessene Kapitalallokation.

<sup>19</sup> Für weitere Einzelheiten vgl. Infelise (2014).



## Mittelstandsfinanzierung im Euroraum

Abhängig vom Alter der KMUs bietet die KfW zahlreiche Kredit- und Subventionsprogramme an (vgl. Tabelle 24). So können KMUs im Rahmen von *ERP-Kreditprogrammen* Kredite mit unterschiedlichen Laufzeiten und zu subventionierten Zinsen erhalten. Die *ERP-Innovationsprogramme* stellen langfristige Finanzmittel für Forschungs- und Entwicklungsvorhaben für neue Produkte, Verfahren und Dienstleistungen bereit. KMUs, die schon seit längerer Zeit bestehen, bietet die KfW *Unternehmerkredite* zu günstigen Zinsen an. Zur Eigenkapitalfinanzierung von KMUs hat die KfW den *ERP-Startfonds* und *ERP-Beteiligungsprogramme* aufgelegt.

2013 stieg das Finanzierungsvolumen für Start-Ups bzw. Unternehmen insgesamt weiter an; brutto wurden Neukredite in Höhe von EUR 11,3 Mrd. vergeben. Die KfW reichte über 34.000 *Unternehmerkredite* mit einem Gesamtvolumen von knapp EUR 8 Mrd. aus. Trotz einer sinkenden Zahl von Start-Up-Unternehmen in Deutschland stiegen die im Rahmen der Start-Up-Kredite zugesagten Mittel auf EUR 2,6 Mrd. an. Auch die Volumina von Innovationskrediten und die Förderung für junge, innovative Unternehmen durch die KfW erhöhten sich im Jahr 2013. Insgesamt steht deutschen KMUs eine sehr breite Palette an staatlichen Unterstützungsmaßnahmen über die KfW zur Verfügung. Dies kann vor allem in turbulenten Zeiten an den Finanzmärkten den Zugang zu Finanzierungsmitteln erleichtern. Dass öffentliche Fördermittel in einem solchen Umfang angeboten werden, verringert außerdem die Finanzierungsunsicherheit und ermöglicht so eine stärker langfristige geschäftliche Planung.

Frankreich

25

Programme	Bedingungen
<b>Staatliche Fremdkapitalprogramme</b>	
Prêt Participatif d'Amorçage (PPA) (Kredit)	EUR 50.000 – EUR 75.000, bis zu 8 Jahre
Contrat de Développement Innovation (CDI) (Kredit)	EUR 40.000 – EUR 300.000, bis zu 6 Jahre
Contrat de Développement Participatif (CDP) (Kredit)	Bis zu EUR 3 Mio., bis zu 7 Jahre
Prêt Pour l'Innovation (PPI) (Kredit)	Bis zu EUR 3 Mio., bis zu 7 Jahre
Garantie Innovation (Bürgschaft)	Bis zu 60% des Kredits
Biotech Garantie (Bürgschaft)	Bis zu 70% des Kredits
Garantie de Caution sur Projets Innovants (Bürgschaft)	Bis zu 80% des Kredits, maximal EUR 300.000
Kreditvermittlungsprogramme (CMS)	Beratung
<b>Staatliche Eigenkapitalprogramme</b>	
Contrat de Développement Participatif (CDP) (Eigenkapital)	Bis zu EUR 3 Mio.
Fonds Stratégique d'Investissement (FSI) (direktes und indirektes Eigenkapital)	Keine Obergrenze
Garantie des Fonds Propres (Bürgschaft)	Bis zu 50% der Investition

Quelle: Deutsche Bank Research

### Frankreich

In Frankreich werden staatliche Initiativen von der Banque Public d'Investissement (Bpifrance) koordiniert, die von der französischen Regierung im Dezember 2012, nach dem Modell der KfW, geschaffen wurde. Sie unterstützt KMUs organisatorisch und finanziell dabei, Bankkredite zu erhalten und Eigenkapital am Markt aufzunehmen, und konzentriert sich dabei auf Start-Ups und die Innovationsfinanzierung. Die Bpifrance führt als Dachorganisation die Aktivitäten von OSEO, CDC, FSI und Fonds Stratégique d'Investissement Regions zusammen und koordiniert die verschiedenen staatlichen Initiativen zur Förderung französischer KMUs.

Die Förderprogramme von Bpifrance umfassen drei Elemente: Subventionierung von Bankkrediten, Garantien für KMU-Kredite und Beratung (vgl. Tabelle 25). Die Programme *Prêt Participatif d'Amorçage* (PPA) und *Contrat de Développement Innovation* (CDI) dienen zur Subventionierung von Bankkrediten und erfordern keine Sicherheiten oder Garantien. Der *Prêt Pour l'Innovation* (PPI) richtet sich an KMUs, die neue Produkte vertreiben. Im Rahmen des *Contrat de Développement Participatif* (CDP) kooperiert die Bpifrance mit der Hausbank eines Unternehmens und kofinanziert Bankkredite. Bei *Garantie Innovation*, *Biotech Garantie* und *Garantie de Caution sur Projets Innovants* handelt es sich um verschiedene Kreditbürgschaftsprogramme der Bpifrance. Zur Förderung der Eigenkapitalausstattung von KMUs hat die französische Regierung staatliche Investmentfonds aufgelegt und übernimmt Bürgschaften für Eigenkapitalinvestitionen des privaten Sektors in KMUs.

Frankreich ist das Land in Europa, das der größten Anzahl von KMUs finanzielle Unterstützung gewährt: Die Bpifrance übernahm im Jahr 2013 Bürgschaften in Höhe von EUR 8 Mrd. für Bankkredite an 60.800 Unternehmen. Sie reichte außerdem EUR 747 Mio. zur Innovationsfinanzierung aus; für das vergangene Jahr waren EUR 985 Mio. angestrebt. Im Rahmen der staatlichen Initiativen zur Förderung der Eigenkapitalausstattung investieren die von Bpifrance aufgelegten Investmentfonds im Durchschnitt jährlich direkt oder indirekt in 1.000 Unternehmen. 2013 beliefen sich die Eigenkapitalinvestitionen in KMUs auf EUR 121 Mio.; für 2014 waren EUR 170 Mio. angestrebt. Insgesamt ist in Frankreich eine





## Mittelstandsfinanzierung im Euroraum

breite Palette an staatlichen finanziellen Fördermöglichkeiten vorhanden. Die Initiativen sollen KMUs vor allem in ihren riskanten Lebensphasen unterstützen. Gerade in diesen Phasen – Gründung, Innovation, Entwicklung, Internationalisierung und Buyout – werden typischerweise zahlreiche Arbeitsplätze geschaffen. Unterstützt durch eine intensive staatliche Aufsicht und eine solide Liquiditätsausstattung spielt die Bpifrance daher eine zentrale Rolle bei der Förderung französischer KMUs (und hat vielversprechende Erfolge erzielt).

### Italien

Programme	Bedingungen
<b>Staatliche Fremdkapitalprogramme</b>	
Nuovo Plafond PMI Investimenti	Weitergabe günstiger Kreditkonditionen
Plafond PMI Crediti vs PA	Kurzfristige Liquiditätsunterstützung
Fondo Centrale di Garanzia (Bürgschaft)	Bis zu 80% der Investition, maximal EUR 2,5 Mio.
<b>Staatliche Eigenkapitalprogramme</b>	
Fondo Italiano d'Investimento (direktes und indirektes Eigenkapital)	Keine Obergrenze

Quelle: Deutsche Bank Research

26 In Italien ist die Bandbreite der staatlichen Programme zur finanziellen Unterstützung von KMUs geringer. Dafür verfügen die einzelnen Programme über größere Finanzierungskapazitäten. Die staatliche *Cassa Depositi e Prestiti (CdP)* koordiniert eine Reihe staatlicher Initiativen zur Finanzierung und Förderung der wirtschaftlichen Entwicklung italienischer KMUs. Die CdP und der italienische Bankenverband haben im Januar 2012 gemeinsam das Programm *Nuovo Plafond PMI Investimenti* ins Leben gerufen, das KMUs den Zugang zu Bankkrediten erleichtern soll, indem es ihnen zu günstigen Bedingungen über die teilnehmenden Geschäftsbanken Mittel zur Verfügung stellt (Tabelle 26). Als Ergänzung konzentriert sich das Programm *Plafond PMI Crediti vs PA* auf die Bereitstellung kurzfristiger Liquidität. Um die Eigenkapitalausstattung von KMUs zu verbessern, richtete die italienische Regierung im Jahr 2010 zusammen mit einer Reihe finanzierender Banken und Wirtschaftsverbände den Investmentfonds *Fondo Italiano d'Investimento* ein.

Den jüngsten Zahlen zufolge hat die CdP ihre Kreditvergabeaktivität deutlich gesteigert; das ausstehende Volumen von KMU-Krediten ist 2013 von EUR 5,7 Mrd. auf EUR 7,6 Mrd. angestiegen. Insgesamt nimmt die staatliche Förderung von KMUs in Italien deutlich zu – genaugenommen dürfte, da nur begrenzt Alternativen zum Bankkredit zur Verfügung stehen, die langfristige Unterstützung seitens der CdP außerordentlich wichtig sein, um die italienischen KMUs wieder auf ein solides finanzielles Fundament zu stellen und zurück auf den Wachstumspfad zu bringen.

Programme	Bedingungen
<b>Staatliche Fremdkapitalprogramme</b>	
ICO Liquidity Facility (Kredit)	Bis zu EUR 10 Mio., bis zu 20 Jahre
ENISA Entrepreneur (Kredit)	EUR 75.000 – EUR 300.000, bis zu 6 Jahre
ENISA Competitiveness (Kredit)	EUR 75.000 – EUR 1,5 Mio., bis zu 9 Jahre
ENISA Technology-Based Companies (Kredit)	EUR 75.000 – EUR 1,5 Mio., bis zu 7 Jahre
ENISA M&A (Kredit)	EUR 200.000 – EUR 1,5 Mio., bis zu 9 Jahre
KMU-Bürgschaftsprogramm	Bis zu EUR 625.000, bis zu 10 Jahre
<b>Staatliche Eigenkapitalprogramme</b>	
ENISA MAB (indirektes Eigenkapital)	EUR 200.000 – EUR 1,5 Mio., bis zu 9 Jahre
FOND-ICOpyme (direktes und indirektes Eigenkapital)	Unternehmen in der Gründungsphase: EUR 750.000 – EUR 1,5 Mio. Unternehmen aus Wachstumssektoren: bis zu EUR 15 Mio. Durchschnittliche Laufzeit: 5 Jahre

Quelle: Deutsche Bank Research

### Spanien

27 Staatliche Initiativen zur Förderung der Fremdkapitalfinanzierung von KMUs in Spanien werden großteils von zwei Institutionen koordiniert und finanziert: Der staatlichen Bank *Instituto de Crédito Oficial (ICO)* und der *Empresa Nacional de Innovación (ENISA)*, einem zum Ministerium für Industrie, Energie und Tourismus gehörenden staatlichen Unternehmen. ICO und ENISA bieten verschiedene Förderpläne für spanische KMUs an (Tabelle 27). Im Rahmen der *ICO Liquidity Facility* werden Kredite für KMUs bereitgestellt. Die *ENISA*-Programme versorgen KMUs, die im verarbeitenden Gewerbe oder im Technologiesektor aktiv sind oder bei denen es sich um innovative Unternehmen handelt, oder schließlich solche KMUs, die Fusionen und Übernahmen zur Steigerung ihrer Wettbewerbsfähigkeit planen, mit Krediten mit unterschiedlichen Laufzeiten und in unterschiedlicher Höhe. Außerdem gibt es *KMU-Bürgschaftsprogramme* für Selbstständige. Staatliche Eigenkapitalprogramme für KMUs werden in Spanien von zwei Initiativen koordiniert: einem Programm, das Unternehmen beim Börsengang unterstützt, und dem ICO-Investmentfonds.

Im Rahmen dieser umfangreichen Palette von finanziellen Förderprogrammen werden beträchtliche Summen bewegt: Die ICO vergab allein im Jahr 2013 KMU-Kredite mit einem Volumen von EUR 12 Mrd. und förderte damit sowohl eine bessere Liquiditätsausstattung als auch den Internationalisierungsprozess spanischer KMUs. Im ersten Quartal 2014 stellte die ICO vor allem für Kleinstunternehmen und Freiberufler bereits EUR 3,8 Mrd. über spanische Kreditinsti-



## Mittelstandsfinanzierung im Euroraum

---

tute bereit. Die ENISA genehmigte im Jahr 2013 809 Vorhaben mit einem Gesamtvolumen von EUR 102 Mio. Da rund 96% der spanischen Unternehmen weniger als 10 Mitarbeiter beschäftigen, spielen die staatlichen Förderprogramme eine wichtige Rolle und können die Finanzierungssituation spanischer KMUs entscheidend verbessern.

### Effizientes Design staatlicher Initiativen

Angesichts des breiten Spektrums an staatlichen Institutionen und Initiativen zur Förderung des Zugangs von KMUs zu Finanzierungsmitteln hat die Frage nach den effizientesten staatlichen Interventionsmöglichkeiten sowohl für Marktteilnehmer als auch für Entscheidungsträger eine außerordentlich große Bedeutung.

In erster Linie spielt die Einbindung des privaten Sektors eine zentrale Rolle. Nur wenige Institutionen haben eine solche Expertise sowie Erfahrung, Risiken präzise einzuschätzen und zu managen, wie Banken – schließlich ziehen diese hieraus (unter anderem) ihre Existenzberechtigung. Zudem können Banken dank ihrer häufig langfristigen Kundenbeziehungen das Kreditrisiko gegebenenfalls genauer einschätzen als es anderen Gläubigern möglich ist. Durch eine Einbindung des privaten Sektors verringern sich außerdem die Anreizprobleme, die sich anderenfalls bei der Kreditgewährung ergeben können: Staatliche Eingriffe können dazu führen, dass Kreditentscheidungen aus politischen und nicht wirtschaftlichen Gründen getroffen werden. Dies würde eine effiziente Allokation von Kapital und genaugenommen von Steuergeldern verhindern. Wenn also das wirtschaftliche Risiko von Krediten zwischen dem privaten und dem öffentlichen Sektor aufgeteilt wird oder die Behörden Kredite über den Weg über die Banken gewähren, ist die Wahrscheinlichkeit größer, dass die gesunden und kreditwürdigsten KMUs von den entsprechenden Initiativen profitieren. Durch die Einbindung von Banken können staatliche Initiativen deren Expertise im Risikomanagement nutzen, auf den Kundenbeziehungen der Banken aufbauen und sicherstellen, dass das Engagement der Banken selbst ausreichend hoch ist. In den großen Ländern des Euroraums scheint die KfW in Deutschland den privaten Sektor am wirksamsten einzubinden. Die staatlichen Institutionen in anderen Ländern weisen zwar Ähnlichkeiten mit der KfW auf; in den südlichen Ländern können jedoch eine direkte staatliche Kreditvergabe oder Kreditbürgschaften beträchtliche Kosten für die Steuerzahler verursachen und aufgrund von Verdrängungseffekten langfristig sogar dazu führen, dass es für gesunde und bonitätsstarke KMUs schwerer wird, Kredite zu erhalten.<sup>20</sup>

Eine effiziente Koordinierung und Harmonisierung staatlicher Eingriffe ist ein weiterer wichtiger Aspekt. Ein Nebeneinander von zu vielen staatlichen Institutionen kann zu exzessiver Bürokratie führen und beträchtliche Kosten für den Staatshaushalt mit sich bringen. Demzufolge dürften sich die Verwaltungskosten für den Steuerzahler am besten durch eine einzige Dachorganisation minimieren lassen. Dies wurde in Deutschland weitestgehend, und in jüngster Zeit auch in Frankreich, erreicht. Eventuell wäre es jedoch am sinnvollsten, die Ressourcen auf EU-Ebene zu harmonisieren. Insofern ist es als positive Nachricht anzusehen, dass Anzeichen für eine Zusammenarbeit und Harmonisierung zwischen einzelnen Ländern erkennbar sind. In dieser Hinsicht ist zum Beispiel die kürzlich abgeschlossene Vereinbarung zwischen der KfW und der ICO über ein Volumen von EUR 1,6 Mrd. zur Finanzierung von KMUs in Spanien ein bedeutsamer Schritt. Als EU-Dachorganisation spielt auch der Europäische Investitions-

---

<sup>20</sup> Darüber hinaus besteht das allgemeine Problem, dass es zu Wettbewerbsverzerrungen kommen kann, weil staatliche Interventionen unter Umständen eine Marktbereinigung verhindern. Dann existieren Unternehmen weiter, deren Geschäftsmodell nicht tragfähig ist – zum Nachteil ihrer besser positionierten Wettbewerber.



## Mittelstandsfinanzierung im Euroraum

---

fonds eine signifikante Rolle bei der Unterstützung europäischer KMUs bezüglich des Zugangs zu Finanzierungsmitteln.

### Marktbasierte Initiativen

Neben den staatlichen Förderprogrammen für KMUs wurden in den vergangenen Jahren auch verschiedene marktbasierte Initiativen eingeführt. Diese zielen vor allem darauf ab, KMUs weitere Finanzierungsmöglichkeiten zu eröffnen, indem ihnen Zugang zu externen Finanzierungsquellen wie dem Aktien- oder Anleihemarkt verschafft wird.

In zahlreichen Ländern sind die Plattformen für den Aktienhandel besser entwickelt als die für den Anleihehandel. Spezifische Handelsplattformen für KMU-Aktien wenden sich in der Regel an mittelständische Unternehmen, allerdings nicht an Kleinstunternehmen, da es gewisse Größenschwellen gibt, unterhalb derer eine Börsennotierung und ein laufender Aktienhandel ökonomisch nicht sinnvoll sind. Das Wachstumspotenzial solcher Handelsplattformen ist in denjenigen Ländern größer, deren Finanzmarktinfrastruktur besser entwickelt ist und die einen größeren Anteil an mittelständischen Unternehmen aufweisen. Da der Anteil solcher Unternehmen in Italien, Spanien und Frankreich, zumindest im Vergleich zu Deutschland, relativ gering ist, nutzt bislang nur eine relativ kleine Anzahl von KMUs solche Finanzierungsplattformen.

In Deutschland ist es KMUs im *Entry Standard Segment* für Aktien möglich, Kapital unter geringeren Offenlegungs- und Informationspflichten und zu niedrigeren Kosten aufzunehmen. In Frankreich ist *Alternext* eine Alternative für kleine und mittelständische Unternehmen, um an den Kapitalmarkt zu gehen. In Spanien wurde im Mai 2013 der *Mercado Alternativo Bursátil* eingeführt. Er bietet ebenfalls flexiblere regulatorische Rahmenbedingungen und richtet sich ausschließlich an KMUs. In Italien bietet *AIM ItaliaMAC* KMUs vergleichsweise flexible und weniger kostspielige administrative Rahmenbedingungen als der übliche regulierte Markt an. Darüber hinaus hat die italienische Börse (*Borsa Italiana*) im April 2012, in Zusammenarbeit mit der italienischen Regierung und anderen wichtigen italienischen Finanzinstituten, das *Elite Programme* gestartet, um Expansionsvorhaben von KMUs zu fördern.

Auch auf der Anleihenseite entwickeln sich alternative Märkte weiter, über die KMUs der Zugang zu Fremdkapital erleichtert wird. So werden in Deutschland Kunden im *Entry Standard* für Unternehmensanleihen an der Frankfurter Börse mit weniger strikten Offenlegungsanforderungen und geringeren Mindestemissionsvolumina umworben. Das *ExtraMOT PRO Segment* der italienischen Börse wurde im Februar 2013 eingerichtet, um die externe Finanzierung von KMUs durch Anleiheemissionen zu unterstützen. In Spanien wurde im Oktober 2013 der "Alternative Fixed-Income-Markt" (*Mercado Alternativo de Renta Fija – MARF*) speziell für den Handel von KMU-Anleihen geschaffen. Bisher war die Inanspruchnahme insgesamt jedoch durchwachsen und die KMU-Finanzierung über die Anleihemärkte muss sich erst noch weiter entwickeln, bevor sie eine tragende Rolle spielen kann.

Die Entwicklung alternativer Kapitalmärkte für KMUs kann dazu beitragen, kostspielige administrative Hindernisse abzubauen. Diese marktbasierten Initiativen haben jedoch, je nach Land, einen deutlich variierenden Umfang und werden überdies mit unterschiedlichem Nachdruck verfolgt. In Deutschland und Frankreich sind bereits mehr KMUs an der Börse notiert als in Spanien und Italien. Andererseits werden in Spanien und Italien zunehmend staatliche Programme (einschließlich technischer Unterstützung und Beratung) initiiert, um mehr KMUs an den Markt zu bringen. In allen Fällen ist jedoch die Attraktivität für internationale Anleger aufgrund der nationalen Struktur der KMU-Aktienmärkte begrenzt. Auf der Anleihenseite nimmt Deutschland bei der Entwicklung



## Mittelstandsfinanzierung im Euroraum

---

von Marktsegmenten speziell für KMU-Schuldverschreibungen eine Führungsrolle ein, während in anderen Ländern dieser Finanzierungskanal erst seit kurzem gefördert wird.

### Fazit

In dieser Studie haben wir uns mit den Finanzierungsproblemen von KMUs im Euroraum befasst, mit den Unterstützungsmaßnahmen, die ihnen den Zugang zu Finanzierungsmitteln erleichtern sollen, sowie mit anderen staatlichen und marktbasierenden Initiativen. Der Beitrag von KMUs zum BIP und zur Beschäftigung sowie ihr Abschneiden während der Krise variiert beträchtlich zwischen den großen Ländern des Euroraums. Dies lässt sich weitgehend durch die strukturellen Unterschiede zwischen den KMUs in den einzelnen Ländern erklären. Deutsche KMUs zum Beispiel sind tendenziell stark exportorientiert und deshalb weniger anfällig bei Veränderungen der lokalen Nachfrage. Hingegen ist der Anteil von Kleinstunternehmen in Italien und Spanien recht hoch, so dass es KMUs in diesen Ländern schwerer haben, makroökonomischen Schocks zu widerstehen. KMUs nutzen zur Finanzierung in der Regel in hohem Maße Bankkredite. Allerdings scheinen KMUs in Deutschland gegenwärtig vergleichsweise profitabel und dadurch in der Lage zu sein, in größerem Umfang auf Innenfinanzierung zurückzugreifen. Im Ländervergleich ist die Verfügbarkeit von Bankkrediten jedoch sehr unterschiedlich. In den vergangenen Jahren wurden die Kreditvergabestandards gerade in denjenigen Ländern deutlich stärker gestrafft, die schwere Rezessionen durchmachten und in denen die Arbeitslosigkeit am höchsten war. Außerdem müssen KMUs und insbesondere Kleinstunternehmen in diesen Ländern weitaus höhere Kreditzinsen zahlen als Großunternehmen. Dies hat verschiedene Unterstützungsmaßnahmen zur Folge gehabt.

Maßnahmen zur Steigerung der Kreditvergabe von Banken können auf die Passiv- oder die Aktivseite der Bankbilanzen abzielen. Jedoch scheinen Unterstützungsmaßnahmen wie beispielsweise die LTROs der EZB, bei denen der Markt mit Liquidität versorgt und die Passivseite der Bankbilanzen gestützt wird, die Kreditkosten für KMUs bisher nur in begrenztem Umfang gesenkt zu haben. Die hohen Kreditzinsen für KMUs weisen vielmehr eine enge Korrelation mit den (weiterhin recht hohen) Refinanzierungskosten der Banken zu Marktzinsen sowie der Risikowahrnehmung der Banken in Bezug auf den allgemeinen Ausblick für KMUs auf. Deshalb ist es zweifelhaft, ob die jüngsten TLTROs nennenswerte (positive) Auswirkungen auf die Kreditvergabe der Banken an KMUs haben werden.

Unterstützungsmaßnahmen, die die Aktivseite der Bankbilanzen stützen (z.B. Verbriefungen), sind in den Ländern, in denen KMUs einen leichteren Zugang zu Bankkrediten haben, eher ein Randthema. In Italien hingegen hat die Verbriefung von KMU-Krediten in den vergangenen Jahren Fahrt aufgenommen, und in Spanien besteht beträchtliches Aufwärtspotenzial. Eine stärkere Nutzung von Verbriefungen würde es italienischen und spanischen Banken erlauben, ihre KMU-Kreditrisiken zum Teil aus der Bilanz zu nehmen und an die Kapitalmärkte weiterzureichen. Auf diese Weise könnten die Banken Eigenkapital freisetzen und Spielraum für neue Kredite schaffen. Insgesamt haben Verbriefungen das Potenzial, die Lücke zwischen dem Finanzierungsbedarf von KMUs und der Verfügbarkeit von Bankkrediten zu schließen, vor allem in den Ländern, in denen KMUs offensichtlich Probleme haben, Finanzierungsmittel zu erhalten.

Derzeit gibt es Anzeichen, dass Schattenbanken den Wettbewerb mit den Banken verschärfen. Dies könnte bedeuten, dass KMU-Kredite mittlerweile in gewissem Umfang von kaum oder überhaupt nicht regulierten Schattenbanken



## Mittelstandsfinanzierung im Euroraum

---

finanziert werden – aus Sicht der Regulierer vermutlich keine erstrebenswerte Entwicklung.

Eine weitere Möglichkeit, die Finanzierungslücke von KMUs zu schließen, ist die direkte Kreditvergabe oder Übernahme von Bürgschaften für KMU-Kredite durch staatliche oder private Institutionen. In den von uns betrachteten Ländern stehen bereits umfangreiche staatliche Programme zur Verfügung. In Deutschland ist das Spektrum an staatlichen Fördermaßnahmen für KMUs besonders diversifiziert, so dass das Finanzierungsrisiko von KMUs wesentlich gesenkt werden kann. In Frankreich bieten neu eingerichtete, staatliche Institutionen ebenfalls ein umfangreiches Angebot an Unterstützungsleistungen an. In Italien und Spanien nimmt die staatliche Unterstützung für KMUs deutlich zu. Angesichts des überragend hohen Anteils von Kleinstunternehmen in diesen Ländern ist dieser Trend von besonderer Bedeutung. Damit staatliche Eingriffe wirksam und effizient sein können, ist die Einbindung des privaten Sektors erforderlich. Direkte staatliche Kredite oder Kreditbürgschaften können zu beträchtlichen Kosten für die Steuerzahler führen und gesunden, bonitätsstarken KMUs schaden, da durch derartige Maßnahmen eventuell Gelder in Unternehmen geleitet werden, die lediglich politisch besser vernetzt sind. Außerdem sollten staatliche Initiativen innerhalb der einzelnen Länder und über Landesgrenzen hinweg koordiniert und harmonisiert werden, um exzessive Bürokratie und Wettbewerbsverzerrungen zu vermeiden.

Außerdem wurden in den vergangenen Jahren in zahlreichen europäischen Ländern verschiedene marktbasierende Initiativen eingeführt, die KMUs einen direkten Zugang zu Aktien- und Anleihemärkten ermöglichen sollen. Sie könnten hierdurch ihre Finanzierungsquellen diversifizieren und einen besseren Zugang zu externer Kapitalmarktfinanzierung erhalten. Bisher war die Inanspruchnahme jedoch durchwachsen und die KMU-Finanzierung über die Kapitalmärkte muss sich erst noch weiter entwickeln.

Orçun Kaya (+49 69 910-31732, [orcun.kaya@db.com](mailto:orcun.kaya@db.com))



## Literatur

Bundesbank (2014). Hochgerechnete Angaben aus Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen von 2006 bis 2013.

Darvas Zsolt (2013). Banking system soundness is the key to more SME financing.

EU-Kommission (2014). Annual Report on European SMEs 2013/2014.

EU-Kommission (2014a). SBA fact sheet for Germany.

EU-Kommission (2014b). SBA fact sheet for France.

EU-Kommission (2014c). SBA fact sheet for Italy.

EU-Kommission (2014d). SBA fact sheet for Spain.

FSB (2013). Global Shadow Banking Monitoring Report.

Infelise, Federico (2014). Supporting Access to Finance by SMEs: Mapping the initiatives in five EU countries.

Kraemer-Eis, Helmut, Markus Schaber und Alessandro Tappi (2010). SME loan securitisation. An important tool to support European SME lending. Working paper European Investment Fund research and market analysis.

Kraemer-Eis, Helmut, Frank Lang und Salome Gvetadze (2013). European Small Business Finance outlook. Working paper European Investment Fund research and market analysis.

Moec, Gilles (2013). The SME Problem. Deutsche Bank Global Markets Research.

OECD (2014). Financing SMEs and Entrepreneurs.

Vetter, Stefan und Jennifer Koehler (2014). Business demographics and dynamics in Europe. Trends in the composition of the company landscape. Deutsche Bank Research. Research Briefing.



## Fokusthema Globale Finanzmärkte

- ▶ Bausparen in Deutschland Aktuell  
(Immobilien-Spezial) ..... 7. November 2014
- ▶ Fintech – Die digitale (R)evolution im  
Finanzsektor: Algorithmenbasiertes  
Banking mit human touch  
(Aktuelle Themen) ..... 23. September 2014
- ▶ Atlantisches Fragment? Finanzmarkt-  
regulierung, die G20 und TTIP  
(EU-Monitor) ..... 3. Juli 2014
- ▶ Argumente für eine quantitative  
Lockerung der EZB  
(Aktuelle Themen) ..... 10. Januar 2014
- ▶ Reform der OTC-Derivatemärkte:  
Erste erkennbare Wirkungen und  
offene Fragen  
(Aktuelle Themen) ..... 18. September 2013
- ▶ Private Equity:  
In Zeiten monetärer Normalisierung  
(Aktuelle Themen) ..... 8. August 2013
- ▶ Niedrigzinsumfeld und Banken:  
Was lehrt die Erfahrung japanischer Banken?  
(Aktuelle Themen) ..... 16. Juli 2013
- ▶ Finanztransaktionssteuer:  
Nicht zielführend  
(Research Briefing) ..... 25. März 2013
- ▶ Unternehmensanleihen in Europa:  
Wo stehen wir und wohin geht die Reise?  
(EU-Monitor) ..... 11. März 2013

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de). Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:  
Deutsche Bank Research  
Marketing  
60262 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

Schneller via E-Mail:  
[marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

© Copyright 2015. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg