

UNIVERSITY OF WUPPERTAL
BERGISCHE UNIVERSITÄT WUPPERTAL

EUROPÄISCHE WIRTSCHAFT
UND
INTERNATIONALE MAKROÖKONOMIK



Paul J.J. Welfens
Tanja Kirn

Mittelstandsentwicklung, Basel-II-Kreditmarktprobleme und Kapitalmarktperspektiven

Diskussionsbeitrag 103
Discussion Paper 103

Europäische Wirtschaft und Internationale Wirtschaftsbeziehungen
European Economy and International Economic Relations

Paul J.J. Welfens
Tanja Kirn

Mittelstandsentwicklung, Basel-II-Kreditmarktprobleme und Kapitalmarktperspektiven

Juli 2003

Herausgeber: Prof. Dr. Paul J.J. Welfens, Jean Monnet chair in European Economic Integration

EUROPÄISCHES INSTITUT FÜR INTERNATIONALE WIRTSCHAFTSBEZIEHUNGEN (EIIW)

Bergische Universität Wuppertal, Gaußstr. 20, D-42119 Wuppertal, Germany

Tel.: (0)202 – 439 31 71

Fax: (0)202 – 439 31 77

E-mail: welfens@uni-wuppertal.de

www.euroeiw.de

Zusammenfassung: Kleine und mittelständische Unternehmen (KMU) sind für Wachstum und Beschäftigung in Deutschland und anderen EU-Ländern relativ wichtig. Allerdings stehen die KMU im Kontext mit veränderten bankenaufsichtsrechtlichen Regelungen – „Basel II“ – vor neuen Problemen bei der Kreditfinanzierung; die verlangte stärkere risikodifferenzierte Eigenkapitalunterlegung dürfte langfristig KMU-Kredite verteuern; zumal der Rückzug der Großbanken aus der KMU-Finanzierung anhält. Was den Zugang zu Risikokapital angeht, so hat sich die Situation in Deutschland zwar in den 90er Jahren verbessert, aber keineswegs hat sich die Gründerfinanzierungsproblematik nachhaltig verbessert. Denn mit dem Zerfall des Neuen Marktes in 2002 ist eine wichtige Eigenkapitalquelle bzw. Exit-Option für Risikokapitalgesellschaften versiegt. Mittelgroße Unternehmen könnten bei einem eigenen Credit Rating verstärkt eine Finanzierung über Unternehmensanleihen versuchen; oder aber den jetzt schwierigen Weg an die Börse gehen. Käme es im Kontext von Basel II zu einer flacheren Zinsstrukturkurve oder einer verstärkt kurzfristigen Kreditfinanzierung von Investitionsprojekten, so könnte die Profitabilität der Banken leiden und zudem die Risiken für Unternehmen im Kontext mit fristeninkongruenten Finanzierungen ansteigen. Es wird gezeigt, weshalb die Steilheit der Zinsstrukturkurve sinnvollerweise für konjunkturelle Prognosezwecke verwendet werden kann. Unerledigte Probleme zu Basel II legen heute bereits eine Agenda für Basel III nahe.

Summary: Small and medium-sized firms (SMEs) are crucial for growth and employment in Germany and in other EU countries. However with changing prudential supervision, namely Basel II rules, there will be new problems in SME financing; this holds all the more as big private banks reduce their SME loan business. As Basel II requires banks to raise risk spreads in loan markets, a rise of interest rates for loans to SMEs can be anticipated. As regards the access to venture capital market, the situation has generally improved in Germany in the 1990s; however, the death of the New Market in 2002 has eliminated an important source of equity capital for new firms as well as a valuable exit option for venture capital firms. Medium-sized firms have the option of seeking access to the corporate bond market which requires an external rating. If Basel II should lead to a flatter yield curve and a high share of short-term corporate loan financing, there will be problems of reduced banking profitability and larger balance sheet mismatches. It is shown why the yield curve is a good proxy for forecasting business cycle developments. Unsolved issues under Basel II suggest a clear basic agenda for a future Basel III.

*Prof. Dr. Paul J.J. Welfens, Jean Monnet Professor für Europäische Wirtschaftsintegration an der Universität Potsdam und Präsident des Europäischen Instituts für Internationale Wirtschaftsbeziehungen (EIIW) an der Bergischen Universität Wuppertal
Gaußstr. 20, D-42119 Wuppertal; welfens@uni-wuppertal.de;*

und Tanja Kirn, EIIW Center an der Universität Potsdam

<http://www.euroeiw.de>

EIIW Paper No. 103

Juli 2003

Mittelstandsentwicklung, Basel-II-Kreditmarktprobleme und Kapitalmarktperspektiven

Inhaltsverzeichnis

1. Einführung: Wachstumsschwäche, Gründerdynamik und Basel-II-Probleme.....	1
2. Gründerintensität und Basel-II-Problematik	6
2.1. Gründerintensität in Deutschland	6
2.2. KMU-Entwicklung und Basel-II-Problematik	7
3. Kapital- und Kreditmarktperspektiven.....	11
3.1. Risikokapitalmarkt.....	11
3.1.1. Volumen und Struktur	12
3.1.2. Exitproblematik.....	16
3.2. Kreditmarktentwicklungen.....	18
3.2.1. Basel II.....	19
3.2.2. Zinsstrukturkurve, Hausbanken, Kreditangebot und Wachstum	20
3.2.3. Eurobezogene Kreditmarktintegration.....	23
3.3. Öffentliche Fördermöglichkeiten.....	24
4. Herausforderungen der Wirtschaftspolitik, Reformoptionen und Basel III.....	26
Literaturverzeichnis	30

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Entwicklung des europäischen und deutschen Markts für Risikokapital.....	13
Abbildung 2: Finanzierungsphasen im Ländervergleich.....	15
Abbildung 3: Exitkanäle im Ländervergleich (2000)	17
Abbildung 4: IPOs und Entwicklung des Börsenindex am Neuer Markt.....	18
Abbildung 5: Erwartete Änderung des Geschäftsvolumens durch Basel II.....	20
Abbildung 6: Zinsstruktur und Zinsmarge	22

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Europäischer Markt für Venture Capital und Private Equity (2000)	12
Tabelle 2: Kapitalquellen der Risikokapitalfonds (2000).....	14
Tabelle 3: Interne Verzinsung der Finanzierungsphasen.....	15

1. Einführung: Wachstumsschwäche, Gründerdynamik und Basel-II-Probleme

Zu Beginn des 21. Jahrhunderts hat geringes Wirtschaftswachstum in Deutschland und einigen anderen EU-Ländern das Interesse von Forschung und Wirtschaftspolitik an den Bestimmungsgründen unternehmerischer Dynamik neu geweckt. Zwar gibt es in einigen ärmeren EU-Ländern wie Irland, Spanien, Portugal (bis 2001) und Griechenland hohes Wachstum, aber die Wachstumsgründe von Ländern mit geringem Pro-Kopf-Einkommen sind nur begrenzt auf Länder mit hohem Pro-Kopf-Einkommen übertragbar. Es dürfte auch länderspezifische Probleme beim Thema Wachstumsschwäche geben, die im Übrigen auch mit Arbeitsmarktproblemen verbunden sind. Da Großunternehmen in Deutschland unter dem Druck von Globalisierung und Binnenmarkt Konkurrenz tendenziell Beschäftigung abbauen, richtet sich erhebliches Interesse naturgemäß auf die Dynamik neuer Unternehmen in bestehenden Branchen sowie die Expansion von neuen Unternehmensbereichen. In diesen „Neubranchen“ ist die Gründerdynamik notwendigerweise von entscheidender Bedeutung - wie etwa in der Internetwirtschaft, wo im Zuge logistischer Wachstumsprozesse ein hohes Expansionspotenzial vermutet werden kann.

Die Sicherung der Stabilität der Finanzmärkte wird als eine Standardaufgabe der Banken- und Finanzmarktregulierung (prudential regulation) gesehen. Überregulierung gilt es im Interesse funktionsfähiger Wettbewerbsprozesse zu vermeiden. Allerdings kann eine gewisse Mindestregulierung insofern gerechtfertigt werden, als bei einem Konkurs einer großen Bank oder mehrerer Banken ein gefährlicher Dominoeffekt für das nationale und internationale Finanzsystem zustande kommen kann.

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich hat in 2003 Vorschläge für einen neuen Set von Regeln vorgelegt, die zu verbesserter Finanzmarktstabilität beitragen sollen. Im Vordergrund der Neufassung der Regeln, also von „Basel II“ steht die Überlegung, dass es zu einer stärker risikodifferenzierten Kreditbepreisung bzw. einer stärkeren Unterlegung von differenzierten Bankrisiken durch differenzierte Eigenkapitalvorschriften kommen soll. Banken, die interne Risikomodelle (advanced approach) verwenden, werden bei Basel II durch geringere Eigenkapitalanforderungen belohnt. Bei kleineren Banken wird es in der Praxis beim Standardansatz bleiben, wonach interne Ratingverfahren einerseits eingesetzt werden; andererseits sollen bei der Einschätzung von Ausfallwahrscheinlichkeiten Vorgaben der Bankenaufsichtsbehörden übernommen werden. Basel II strebt insgesamt eine stärker explizite Berücksichtigung von Kreditrisiken an, was auf eine Beendigung der in Praxis vorherrschenden Quersubventionierung bei gewerblichen Krediten vor allem an kleine Unternehmen hinausläuft. Von daher könnten künftig einige Klein- und Mittelunternehmen günstigere Finanzierungsbedingungen erhalten, für die Mehrheit könnte es aber zu einem Zinsanstieg kommen. Simulationen („Impact Studies“) der BIZ legen allerdings nahe, dass es für kleine und mittlere Unternehmen eher zu einer allgemeinen Zinssenkung kommen dürfte. Hierzu ist allerdings kritisch anzumerken, dass die Simulationen auf einer Status-quo-Struktur der Bankenlandschaft aufbaut.

Wenn im Zuge von Basel II Großbanken sich weiter aus der Fläche zurückziehen bzw. sich gezielter auf Großkunden und Agglomerationen ausrichten, dann dürfte es in vielen Regionen zu einer Dominanz von Sparkassen und Genossenschaftsbanken kommen. Hier wäre dann insbesondere zweifelhaft, ob die Sparkassen, die gut die Hälfte der Kredite an Start-ups geben, wirklich zu einem erhöhten Zinsspread übergehen. Zu vermuten ist zumindest mit Blick auf Deutsch-

land, dass von Seiten der Lokalpolitik großer Druck auf die staatlichen Sparkassen kommen wird, keine starken Risikoaufschläge zu nehmen. Wenn aber die lokalen Marktführer keine solchen Aufschläge nehmen, dann werden andere Banken – auch private Großbanken – sich aus den entsprechenden Wirtschaftsregionen eher zurückziehen. Ökonomisch sinnvoll wäre eher, die dominante Sparkassenposition durch funktionsfähigen Wettbewerb auf lokaler Ebene zu ersetzen, wobei der Staat Zinssubventionen bei Start-up-Finanzierungen vergeben sollte. Eine solche Zinssubventionierung ließe sich insbesondere bei technologieintensiven Start-ups rechtfertigen, soweit diese mit positiven Technologiespillovers verbunden sind. Solche Spillovers können von technologie- oder wissensbasierten Start-ups sowohl empfangen werden als auch von diesen ausgehen.

Das regulatorische Eigenkapitalerfordernis wird sich in der Eurozone durch Basel II insgesamt ändern bzw. tendenziell erhöhen. Banken werden aufgefordert ein internes explizites Rating von Kreditnehmern einzuführen, was durchaus sinnvolle Anreize bei Unternehmen setzen kann, sich stärker um die Risiken von Investitions- und Innovationsprojekten zu kümmern. Durch eine Granulitätsklausel, die faktisch für Kleinkredite an Kleinunternehmen eine relative geringe Eigenkapitalunterlegung mit sich bringt, soll verhindert werden, dass die stärkere Risikobepreisung zu einem Rückgang der Kredite an den Mittelstand bzw. klein- und mittelständische Unternehmen führt; KMUs werden in den meisten OECD-Ländern als Rückgrat für Beschäftigung, Innovation und Wachstum angesehen.

Einerseits ist es erstaunlich, dass die BIZ mit ihren Vorschlägen implizit alle Kleinunternehmen in einen Topf wirft, da man doch sinnvollerweise aus Bankensicht zwischen Start-ups bzw. jungen Unternehmen einerseits und etablierten (profitablen oder unprofitablen) Kleinunternehmen unterscheiden muss. Wegen der relativ hohen Sterberate von Neugründungen müssen die Kreditrisiken bei neuen bzw. jungen Unternehmen als relativ hoch gelten. Aus ökonomischer Sicht erfordert dies eine entsprechend erhöhte Risikobepreisung im Zins, fraglich ist allerdings, ob dies am Markt überhaupt durchsetzbar ist. Denn die Kreditmärkte sind in Deutschland und einigen anderen EU-Ländern deutlich zweigeteilt, nämlich Großbanken, die Kredite an Großunternehmen und Firmen in Ballungsräumen geben; und lokale Sparkassen und Genossenschaftsbanken, die in Mittel- und Kleinstädten sowie auf dem Lande die gewerbliche Kreditvergabe dominieren. Beobachtbar ist zu Beginn des 21. Jahrhunderts, dass sich die privaten Großbanken verstärkt auf Großkunden und Kredite in wirtschaftlichen Agglomerationszentren konzentrieren; diese Entwicklung ist z.T. durch den Druck der Kapitalmärkte bedingt, eine kompetitive Rendite zu erwirtschaften. Man muss sich die Frage stellen, wie Basel II auf das Kreditgeschäft in Deutschland bzw. der Eurozone wirken wird.

Allgemein wird im Zuge der neuen Basel-II-Eigenkapitalvorschriften damit gerechnet, dass verstärkt einzelne Risiken des Bankgeschäfts mit Eigenkapital zu unterlegen sind, was zu einer Abschwächung des Kreditangebots und damit einer rückläufig Investitionsnachfrage vor allem seitens mittelständischer Unternehmen führen kann. Die USA wollen bekanntlich, dass Basel-II-Regeln nur für Großbanken gelten. Tatsächlich wird auch bei den nachfolgenden Überlegungen auf die Problematik lokaler kleiner Banken versus Großbanken eingegangen.

Das Themenfeld Gründerdynamik ist ein Teilelement des Forschungsbereichs Mittelstandsdynamik. In Deutschland werden mittelständische Unternehmen in der Regel so abgegrenzt, dass diese bis zu einer Beschäftigtenzahl von 500 definiert werden. Damit ergibt sich allerdings eine sehr große Spannbreite, denn sehr kleine Unternehmen und schon relativ große Unternehmen (250-500 Beschäftigte) werden hier als eine Kategorie von Phänomenen betrachtet. In der Realität gibt es naturgemäß eine große Unternehmensheterogenität in Abhängigkeit von den Beschäftigten-

zahlen. Von Seiten der Wirtschaftspolitik wird der Mittelstandsförderung in Deutschland – aber auch in anderen EU-Ländern - großes Gewicht beigemessen. Sehr häufig wird behauptet, dass mittelständische Unternehmen (KMUs) überproportional zum Wachstum der Beschäftigung beitragen - von daher hat sich in den alten wie in den neuen Bundesländern ein reichhaltiges Instrumentarium an Politikmaßnahmen mit größenspezifischen Merkmalen entwickelt.

Es ist zwar unbestritten, dass KMUs einen relativ hohen Anteil an Neueinstellungen repräsentieren. Ein überproportional beschäftigungsschaffender Effekt ergibt sich allerdings nur dann, wenn die KMU-basierten Beschäftigungsmöglichkeiten auch eine niedrige „Sterbewahrscheinlichkeit“ aufweisen. Dieses Problem wird seitens der Politik bisweilen gern übersehen. Nun ist es allerdings eine empirische Frage, ob die Überlebensrate von KMUs bzw. der dort geschaffenen Arbeitsplätze relativ hoch ist. Aus theoretischer Sicht sind Job-Turnover-Modelle ein sinnvoller Ansatz zur Analyse der Beschäftigungsdynamik, wobei TURK (2002, S.265) keine signifikanten betriebsgrößenbedingten Effekte feststellen kann; nur Kleinunternehmen zeigen eine etwas höhere Jobschaffungs- und Bruttoarbeitsplatzvernichtungsrate.

Unabhängig von der Jobschaffungsdebatte ist unbestritten, dass die mittelständische Wirtschaft für Produktion, Beschäftigung und Strukturwandel in Deutschland außerordentlich wichtig ist. Was die Selbstständigenquote Deutschlands angeht, so stand diese Ende der 90er Jahre für einen Schlussplatz in der EU: Die Mittelstandssäule der deutschen Wirtschaft erscheint zu Beginn des 21.Jahrhunderts in dreifacher Weise gefährdet:

- Die Bereitschaft, das Risiko einer Unternehmensgründung einzugehen, ist angesichts sich verschlechternder Rahmenbedingungen relativ schwach. Der Alterungsprozeß in der Bevölkerung läßt im Übrigen befürchten, dass sich dieses Problem von der demographischen Seite her mittelfristig verschärft ausfallen könnte; dies gilt für Deutschland bzw. die EU, weniger aber für die USA, wo der Alterungsprozess sich langsamer als in Europa und Japan vollzieht.
- Der scharfe Wettbewerb im Binnenmarkt sorgt für erheblichen Anpassungsdruck; der beinhaltet in einigen Sektoren auch verstärkte Konzentrationstendenzen.
- Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmensgründer wie für bestehende KMUs könnten sich mittelfristig im Zuge nationaler und internationaler Finanzmarktentwicklungen einerseits und verschärfter bankenaufsichtsrechtlicher Vorgaben bei der Kreditvergabe andererseits verschlechtern – gerade mit diesen Problemen werden wir uns im Folgenden näher befassen. Es sei angemerkt, dass die Gesamtproblematik für Deutschland als Ganzes, insbesondere aber auch für die Neuen Bundesländer – sie sind bislang kaum als Standorte von Unternehmenszentralen bzw. Großunternehmen – von erheblicher Relevanz ist.

Zu den Problemen bei der KMU-Finanzierung gehört insbesondere auch die Basel-II-Diskussion, bei der es um die bankenaufsichtsrechtlichen Regeln bzw. Vorgaben für die risikogewichtete Eigenkapitalunterlegung im Kreditgeschäft geht. Die für Großbanken relevanten Basel-II-Vorgaben werden von der EU in eine Richtlinie umgesetzt werden, so dass alle Privatbanken, Sparkassen und Genossenschaften von Basel-II (ab 1.1.2007) betroffen sein werden. Zwar dürften Kleinkredite im Rahmen einer sogenannten Granulierungsklausel im Rahmen bankinterner Ratingverfahren sich nicht kurzfristig stark verteuern. Bei einer Veränderung der Finanzierungsstruktur im Zuge eines weiteren Rückzugs der privaten Banken aus dem KMU-Kreditgeschäft stellt sich die Problematik allerdings langfristig verschärft dar: Die Großbanken ihrerseits werden

wegen Basel II höhere Risiken bzw. Eigenkapitalerfordernisse mit einer verstärkten Konzentration auf lukrative Kreditgeschäfte mit Großunternehmen und den Top-Mittelständlern beantworten. Für Deutschland könnten sich hieraus große Probleme bei der Mittelstandsfinanzierung, aber auch bei der Gründungsfinanzierung ergeben.

Im deutschen Kontext hat die Frage der Unternehmensdynamik besondere Bedeutung, da zum einen zahlreiche Regionen in Westdeutschland von Strukturkrisen und hohen Arbeitslosenquoten betroffen sind und zum anderen in den Neuen Bundesländern im Zuge der EU-Erweiterung die bisherige EU-Regionalförderung ausläuft. Ganz Ostdeutschland genoss bisher als Ziel-1-Gebiet (Pro-Kopf-Einkommen nach Kaufkraftstandards unter 75% des EU-Durchschnitts) eine hohe EU-Förderung; für den Zeitraum 2000-2006 werden 60 Ziel-1-Regionen (NUTS-2-Ebene) in Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Italien, Irland, Österreich, Portugal, Schweden und Spanien ausgewiesen. Die EU-Erweiterung um 10 Länder in 2004 bedeutet, dass auf Basis von 1999-Bruttoinlandsproduktzahlen nur noch 29 der bislang geförderten Regionen das Ziel-1-Kriterium erfüllen werden, wobei Deutschland statt neun nur noch zwei Ziel-1-Fördergebiete hätte: Chemnitz und Dessau (ROSENFELD/KRONTHALER, 2002). Von 2,9 Mrd. Euro p.a. in der aktuellen Förderperiode könnte der jährliche Förderbetrag für Ostdeutschland auf etwa 0,5 Mrd. Euro fallen. Auch wenn im Zuge von Übergangsregelungen die Fördersumme etwas höher ausfallen dürfte, so ist doch unübersehbar, dass eine Mobilisierung regionaler und nationaler Wachstumsimpulse für (Ost-)Deutschland zunehmend dringlich wird. Eine verstärkte Mittelstandsexpansion muss hierbei notwendigerweise eine gewichtige Rolle spielen. Allerdings lassen geänderte Finanzierungsbedingungen im Kontext internationaler Bankenaufsichtsregeln („Basel II“) gerade für die Finanzierung von Investitionsprojekten im Mittelstand Befürchtungen aufkommen. Von daher gilt ein besonderes wirtschaftspolitisches Interesse Fragen der Mittelstandsfinanzierung einerseits und der Gründerdynamik andererseits. Zudem muss eine Steigerung der Effizienz der Regionalförderung in Ostdeutschland versucht werden.

Was die Regionalförderung in den Neuen Bundesländern angeht, so erfolgt diese primär im Rahmen der Gemeinschaftsaufgabe zur Verbesserung der regionalen Wirtschaftsstruktur (GA). In Ostdeutschland gingen zwischen 1991 und 2001 etwa 93% der Fördermittel in den Mittelstand. Die wichtigsten GA-Förderinstrumente sind (IW, 2002):

- Investitionszuschüsse, wobei der Höchstsatz 35% bei Großunternehmen und 50% bei KMUs beträgt. Die Höchstsätze werden seit 1997 nur noch für strukturschwache Gebiete in Ostdeutschland gewährt. In der Praxis werden gefördert: Ausrüstungsinvestitionen, immaterielle Wirtschaftsgüter und Bauten – bei KMUs auch Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen plus Ausbildungsmaßnahmen.
- Investitionszulagen, die steuerfreie Förderung von Ausrüstungen in der gewerblichen Wirtschaft und bei produktionsnahen Dienstleistungen bedeuten. Der Fördersatz in 2002 beträgt 12,5% der Investitionsaufwendungen. KMUs mit bis zu 250 Beschäftigten erhalten einen Fördersatz von bis zu 25% (in Grenzregionen zur Tschechischen Republik und Polen erhöht sich der Fördersatz um weitere 2,5 Prozentpunkte).

Da im Zeitraum 1991-2001 4/5 der Fördermittel ins Verarbeitende Gewerbe flossen, ist eine starke Industrielastigkeit zu konstatieren. Zudem bedeutet Investitionsförderung – auf Basis der Fördermittel und kofinanzierter Investitionen lassen sich Förderquoten von 22% in Ostdeutschland und 11% in entsprechenden Regionen Westdeutschlands ermitteln –, dass der Faktor Kapi-

tal relativ zur Arbeit künstlich verbilligt wird. RAGNITZ (2001) zeigt im Übrigen, dass der hohe Kapitaleinsatz z.T. die Produktivität nicht steigert.

Die starke Investitionsförderung in den Neuen Bundesländern ist ein Problem nicht nur mit Blick auf die rund 1,5 Mio. Arbeitslosen in Ostdeutschland, sondern bedeutet inzidentsmäßig überwiegend auch eine effektive Subventionierung von Maschinen- und Anlagenbauunternehmen, die primär in Westdeutschland ihre Standorte haben. Zudem zeichnen sich hier indirekt auch längerfristige Refinanzierungsprobleme gerade für die geförderten KMUs ab. Denn bei allmählicher Verminderung der Fördersätze im Zuge der EU-Osterweiterung wird eine marktmäßige Kredit- oder Eigenkapitalfinanzierung an Gewicht gewinnen. Unnötig kapitalintensive Produktionsstrukturen bedeuten aber bei objektiv verschlechterten Aussichten für Kreditfinanzierung des Mittelstands, dass staatliche Förderung unfreiwillig die Finanzierungsprobleme von KMUs verstärken kann.

Vor dem Hintergrund der strukturellen Problemen in Ostdeutschland und des schwachen Wachstums auch der westdeutschen Wirtschaft interessiert im Folgenden die Frage der Mittelstandsfinanzierung und auch der Gründerdynamik – bei letzterer liegen die ostdeutschen Bundesländer deutlich hinter den Werten in den westdeutschen Ländern (STERNBERG, BERGMANN, TAMÁSY, 2001).

Wichtig ist nicht nur die Eigenkapitalseite, sondern ebenfalls der Zugang junger Unternehmen bzw. Gründern zu Fremdkapital. Hier werden im Kontext der durch Basel-II verschärften Eigenkapitalvorschriften für Banken in Abhängigkeit vom Kreditrisiko häufig Befürchtungen vorgetragen, dass sich in Deutschland zu Beginn des 21. Jahrhunderts die Chancen für mittelständische Unternehmen (KMUs) verschlechtern könnten, Kredite zu erhalten. Dies könnte die Wachstums- und Beschäftigungsdynamik schwächen. Im Folgenden untersuchen wir die Gründerdynamik sowie ausgewählte Aspekte der Kreditzugangsproblematik für KMUs. Zudem werden Vorschläge unterbreitet, wie einige der erkennbaren Probleme zu lösen sind.

Angesichts des relativ beschränkten Zugangs zu Wagniskapital ergibt sich die Frage, ob KMUs relativ problemlos profitable Investitionsobjekte über Kredite oder Anleihen finanzieren können, wobei Fremdkapital bzw. Bankkredite traditionell eine wichtige Rolle für die Unternehmensfinanzierung spielen (man sollte allerdings nicht vergessen, daß vor 1933 eine große Zahl von Privatbankiers Wagniskapital zur Verfügung stellte).

Abschnitt 2 thematisiert Fragen der Gründerintensität und der Basel-II-Problematik. Abschnitt 3 geht auf Kredit- und Kapitalmarktperspektiven ein. Schließlich werden im Schlussabschnitt einige wirtschaftspolitische Konsequenzen der Analyse aufgezeigt und zudem erste Punkte einer künftigen Agenda Basel III vorgeschlagen.

2. Gründerintensität und Basel-II-Problematik

2.1. Gründerintensität in Deutschland

Die Intensität von Unternehmensgründungsaktivitäten lag in Deutschland zu Beginn des 21. Jahrhunderts mit einem Indexwert von 7,04 deutlich unterhalb des westeuropäischen Mittelwertes von 7,98 (STERNBERG, BERGMANN, TAMÁSY, 2001, S. 11). Nur Belgien, die Niederlande und Schweden erzielten in Westeuropa einen noch niedrigeren Indexwert als Deutschland, wobei alle ostdeutschen Bundesländer deutlich hinter den westdeutschen Bundesländern rangierten (letzteres ist aber kaum verwunderlich, da die überwältigende Mehrzahl von Großunternehmen, die im Zulieferbereich ein gutes Quasi-Biotop für Neugründer bieten, in Ostdeutschland völlig unterrepräsentiert sind).

Zwar ergibt sich aus Befragungen, dass im internationalen Vergleich die Förderung von Gründern durch den Staat als überdurchschnittlich gut anzusehen ist. Allerdings weist Deutschland überdurchschnittlich viele Notgründungen aus – die Firmengründung erfolgt mangels einer Erwerbsalternative –, wobei die Relation Notgründer zu Normalgründern (“opportunity entrepreneurship”) bei 1:2,6 lag, was hoch im Vergleich zur Westeuropa-Relation von 1:5,3 und sehr niedrig gegenüber den USA mit 1:8,3 einzuschätzen ist; schlechter noch war Japan mit 1:1,2. Notgründer dürften unterdurchschnittliche Überlebens- und Expansionschancen haben, so dass die deutsche Gründerdynamik quantitativ und qualitativ im EU-Vergleich als schwach bewertet werden muss. Geht man von der Hypothese aus, dass Großunternehmen netto kaum noch neue Jobs schaffen, dann ist die unzureichende Gründerdynamik als ein wachstumsrelevantes Problem anzusehen. Im Übrigen muss angesichts der hohen Arbeitslosenquote die relativ schwache deutsche Gründerdynamik als ernstes Problem der Wirtschaftspolitik betrachtet werden. So gesehen haben Bund- und Länderförderprogramme zwar ihre Verdienste bei der Gründungsdynamik geleistet, aber gemessen am notwendigen Beitrag der Gründerdynamik zur Reduzierung der Massenarbeitslosigkeit ist eine Gründerlücke in Deutschland offensichtlich.

Die Gründerdynamik zu fördern kann für Deutschland, aber auch einige andere EU-Länder, durchaus als Element der Wachstumspolitik betrachtet werden. Schließlich waren die Selbständigenquoten in Deutschland und Frankreich Ende der 90er Jahre im EU-Vergleich gering: 10% bzw. 10.6% lautete auf Basis von IfM-Zahlen die Selbständigenquoten in den beiden Ländern, nur Dänemark und Luxemburg lagen noch schlechter. Belgien, Irland, Spanien und Italien lagen mit Selbständigenquoten von 14.8, 17.8, 19.2 und 24.4 über dem EU-Durchschnitt (die noch höheren Selbständigenquoten in Portugal und Griechenland dürften durch den hohen Anteil der Landwirtschaft an der Wertschöpfung verzerrt sein). Bemerkenswert war im Übrigen in den 90er Jahren, dass die Selbständigenquote in Deutschland im Bereich Handel, Verkehr und Nachrichtentechnik deutlich überdurchschnittlich war, nämlich 13.4% in 1998, worauf im Zuge der Krise der Internetwirtschaft ein leichter Rückgang folgte.

Eine hohe Gründerdynamik ist langfristig für Wachstum und Beschäftigung wichtig. Einerseits gibt es für völlig neuartige Technologiefelder (in den 70er, 80er und 90er Jahren etwa Lasertechnologie, Biotechnologie, Internetfirmen) nur die Entfaltungs- bzw. Expansionsmöglichkeit über die Neugründung von Unternehmen. Längerfristig erfolgreiche Neugründer werden überleben bzw. in der Unternehmensgröße wachsen, wobei die Unternehmensgrößenverteilung erfahrungsgemäß sehr ungleichmäßig ist – nämlich Gibrats Gesetz folgt. Für alle neuen bzw. jungen Unternehmen ergeben sich in besonderem Maß Kapitalbeschaffungsprobleme, wobei dies sowohl Eigenkapital

als auch Fremdkapital betreffen kann. In Deutschland und anderen EU-Ländern gibt es eine ganze Reihe staatlicher Eigenkapitalhilfeprogramme, also Fördermaßnahmen zur Ansammlung von Eigenkapital bzw. Anreize zur Gewinnthesaurierung (WELFENS/GRAACK, 1999). Zudem haben sich spezialisierte Risikokapitalunternehmen herausgebildet, die sich in der Regel bevorzugt an technologieorientierten Unternehmensgründern beteiligen und nach einigen Jahren einen "Exit" suchen, also sich gewinnbringend vom Unternehmen – etwa durch Börsengang – zu trennen suchen. Dabei müssen Risikokapitalunternehmen ein Portfolio an Unternehmen haben, das insgesamt – bei erheblicher Streuung im Erfolg der Einzelunternehmen – eine angemessene Rendite ergibt.

Deutschland hat in den 90er Jahren Fortschritte bei der Risikokapitalversorgung zu verzeichnen (ZEW, ET AL. 2001), aber dennoch liegt die BRD nicht in der OECD-Spitzengruppe, wenn es um die Risikokapitalversorgung geht. Dabei muß im Übrigen kritisch darauf verwiesen werden, dass gerade der Bund in vielen Fällen fast ein hälftiges Risiko bei Projekten von Risikokapitalgebern übernimmt, was unangemessen hoch erscheint.

Sollten im Zuge von Basel II die Risikoprämien gerade für KMUs ansteigen, so werden zumindest mittelgroße Unternehmen verstärkt erwägen, über Unternehmensanleihen eine Investitionsfinanzierung zu realisieren. Nur etablierte mittelständische Firmen werden ein externes Rating erhalten, was Voraussetzung für den Zugang zum Corporate Bonds Market ist – dieser im Vergleich zu den USA kleine Markt könnte in der Eurozone sicherlich langfristig stark wachsen. Unternehmensgründern wie etablierten mittelständischen Unternehmen ist nach dem Zusammenbruch des Neuen Markts – hier wurde von führenden Emissionsbanken bei den Unternehmen zu wenig auf Qualität geachtet – der Weg in die Aktienmärkte erschwert worden.

2.2. KMU-Entwicklung und Basel-II-Problematik

Im Kontext der Entwicklung deutscher Banken in den 90er Jahren und den neuen Basel-II-Standards ergeben sich Überlegungen, die Probleme für die Gründungs- und Expansionsförderung von kleinen und mittleren Unternehmen in Deutschland befürchten lassen. Zunächst haben die Privatbanken in Deutschland, die über Jahrzehnte traditionell nach HBG bilanzierten und hohe stille Reserven angesammelt hatten, unter dem Druck der Globalisierung und des Euro-Kapitalmarktes ihre stillen Reserven weitgehend abgebaut und höhere Renditen ausgewiesen, indem sie sich aus der oftmals wenig rentierlichen KMU-Finanzierung zurückgezogen haben. Mit dem Reservenabbau wurden die Privatbanken für internationale Zins- und (nationale) Konjunkturschocks sehr viel anfälliger; die Privatbanken haben sich in der Konsequenz dann in den späten 90er Jahren zunehmend aus dem besonders risikobehafteten Kreditgeschäft mit dem Mittelstand zurückgezogen – hoher Abschreibungsbedarf bei Krediten an mittelständische Unternehmen gab den Banken einen zusätzlichen Anreiz für einen teilweisen Rückzug gerade aus der Kreditvergabe an KMUs.

Basel-II geht im KMU-relevanten Bereich zwar von einer relativ geringen Risikogewichtung von Krediten bis zu einer Mio. Euro aus, was günstige Kleinkredite erwarten lässt. Allerdings gilt diese Regelung in bisheriger vorläufiger Formulierung nur, wenn eine „Granularitätsgrenze“ von 0,2% des gesamten Retail-Kreditbestands (Privatkundenkredite) nicht überschritten wird. Für Banken mit einem relativ hohen Anteil von Kleinkrediten wird also die günstige Risikogewichtung entfallen. Für die große Mehrheit der Genossenschaftsbanken und Sparkassen – insbesondere im

ländlichen Raum – wird dies sehr nachteilig wirken; damit aber auch für die regionale Wirtschaftsentwicklung.

Durch die Basel-II-Eigenkapitalrichtlinie wird insgesamt mit Blick auf das Kreditgeschäft eine stärkere risikogewichtete Eigenkapitalunterlegung der Banken vorgeschrieben. Dies wird den Rückzug der Privatbanken aus dem Kreditgeschäften mit großen Teilen des Mittelstands beschleunigen, wobei das Hauptproblem darin bestehen dürfte, dass bei mittelständischen Unternehmen ein dem Kreditrisiko angemessener Risikoaufschlag oftmals nicht möglich ist. Allerdings sind zu Ende der 90er Jahre die Spreads – der Unterschied zwischen Soll- und Habenzins – in Deutschland angestiegen, und zwar von gut 2% in 1990 auf etwa 4,5% in 2000. Dies ist bemerkenswert angesichts des in Großbritannien in den 90er Jahren im Wesentlichen unveränderten niedrigen Zinsspreads von 2,7% (OECD, 2002).

Ein für das KMU-Kreditgeschäft angemessener Risikoaufschlag wird z.T. durch die in Deutschland im KMU-Kreditgeschäft klare Dominanz der Sparkassen verhindert, deren eigene Kapitalversorgung wegen der Institution der Gewährträgerhaftung keine Anreize zu risikodifferenzierter Kreditvergabe gibt. Der Beihilfestreit betreffend die Anstaltslast, Gewährträgerhaftung und Refinanzierungsgarantien zwischen der Bundesregierung und der EU wurde im April 2002 durch die Einigung auf einen Kompromiss beigelegt. Die Verständigung zu den Landesbanken/Sparkassen sieht vor, die Gewährträgerhaftung (GH) und Anstaltslast (AL) nach einer Übergangszeit bis zum 18.06.05 abzuschaffen. Die Verständigung über Förderbanken sieht vor, dass diese innerhalb eines klar definierten Bereiches der Förderaufgaben von Beibehaltung der Anstaltslast und der Gewährträgerhaftung gebrauch machen können. Bereiche welche nicht im Rahmen des Förderauftrags stattfinden, müssen aufgegeben oder ausgegliedert werden.

Bei der Gewährträgerhaftung handelte es sich um eine uneingeschränkte Haftung von Bund, Länder und Städten für alle gegenwärtigen und zukünftigen Verbindlichkeiten. Nach der Einigung gilt für Sparkassen und Landesbanken, dass in der Übergangszeit die Verbindlichkeiten noch durch die Staatshaftung gedeckt werden, die Staatshaftung aber über diesen Anpassungszeitraum hinaus abgeschafft wird.

Bei der Anstaltslast handelt es sich um die Verantwortung der öffentlichen Hand, die Landesbanken und Sparkassen mit den nötigen finanziellen Mitteln auszustatten. Die Anstaltslast wird durch eine normale Besitzer-Beziehung ersetzt (modifizierte Anstaltslast). Öffentliche Kreditinstitute werden somit dem gleichen Insolvenzrisiko ausgesetzt sein wie private Kreditinstitute, bestehende Wettbewerbsvorteile werden somit abgebaut. Bei Nichteinhaltung der Fristen werden die aus Refinanzierungsgarantien resultierenden Vorteile als rückforderbare Neubeihilfe behandelt werden. Somit wird eine wesentliche Dynamik am Kreditmarkt erreicht (VÖB, 2001).

Die Bereitschaft der Sparkassen, quasi zu einem Einheitszins eine breite mittelständische Klientel zu bedienen, setzt in einem Oligopol-Modell des KMU-Kreditmarkts mit Preisführerschaft der Sparkassen einen einheitlich niedrigen Zinssatz voraus, in den implizit auch die durchschnittliche Kreditausfallquote eingeht. Bei dieser Einheitszinspolitik der Sparkassen hielten die Privatbanken in Deutschland in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts mit, ohne Marktanteile von mehr als 25% zu erreichen.

In den 80er und 90er Jahren haben die Privatbanken vielfach noch durch interne Subventionierung das KMU-Kreditgeschäft stabilisiert, etwa indem Erträge aus dem Asset Management für KMUs halfen, eigentlich zu niedrige Zinsen bei der KMU-Kreditvergabe zu kompensieren. Angesichts geringer Börsenkurse zu Beginn des 21. Jahrhunderts sind die Möglichkeiten, über zinsu-

nabhängige Finanzdienstleistungen kompensatorische Erträge zu realisieren, erheblich gesunken. Die Folge war, dass die Privatbanken das KMU-Kreditgeschäft mittelfristig sehr stark zurückgefahren haben, d.h. dass nur etablierte KMUs mit guter Ertragslage auf erhebliche Kredite der Privatbanken hoffen konnten.

Man könnte versucht sein, in dieser wachstums- und beschäftigungspolitisch brisanten Situation einer KMU-Kreditlücke eine Stärkung der Rolle der Sparkassen (inklusive Landesbanken) zu fordern, damit diese die eintretende KMU-Kreditlücke ausfüllen. Eine solche Strategie wäre aber doppelt verfehlt: Denn die Europäische Kommission wird aus Gründen des Abbaus impliziter Wettbewerbsverzerrungen den Sonderstatus von Sparkassen bzw. Landesbanken langfristig nicht tragen. Gründer und KMUs erhalten falsche Signale, wenn diese sich nicht risikogerechten Zinsaufschlägen am Markt gegenübersehen: Firmen mit hohem Scheitungs- bzw. Marktrisiko erhalten mehr Kredite als bei marktgerechter Risikobepreisung; Firmen mit niedrigem Kreditausfallrisiko erhalten Kredite nur zu einem im Vergleich zu risikodifferenzierten Zinssätzen überhöhten Zins. Bei risikodifferenzierter Zinsbildung müssten von daher technologieorientierte Unternehmen mit hohem Schumpeterschen Risiko- bzw. Chancenprofil stärker auf eine Eigenkapitalunterlegung - also Gewinne - Wert legen, als dies bisher der Fall ist. Besser wäre eine marktgerechte individualisierte Risikobepreisung, die der Staat bei Vorliegen positiver externer Effekte von Investitions- bzw. Innovationsprojekten angemessen heruntersubventionieren kann. Angesichts großer Haushaltsnöte vieler Kommunen bzw. des Staats insgesamt dürfte hierfür allerdings nur eine geringe Bereitschaft bestehen. Eher schon wird von Seiten von Kommunalpolitikern Druck kommen, auf Risikozuschläge gerade beim Mittelstand zu verzichten.

Für einen kleinen Teil der Mittelständler – bestenfalls jene 75.000 Unternehmen mit mehr als 50 Beschäftigten in Deutschland – könnte bei Anwendung von Basel-II bzw. im Kontext mit dem absehbaren Rückzug der Privatbanken aus dem risikobehafteten KMU-Geschäft ein Weg zur Vermeidung von Kreditzugangsproblemen in einem externen Rating bestehen. Dies ist zwar keine völlig neue Idee, da Banken auch schon vorher Kreditnehmer in einem internen Rating eingestuft haben; ein externes Rating ist jedoch ein komplizierterer Risikoeinstufungsprozess, der durch etablierte Rating-Agenturen zu hohen Preisen angeboten wird. Ein günstiges externes Rating wird nicht nur den Zugang zu Krediten – zu günstigen Konditionen – verbessern, sondern setzt auch Anreize, eine Geschäftspolitik zur Haltung bzw. Verbesserung des Ratings zu verfolgen. Hieraus kann ein effizienterer Umgang mit technologischen und geschäftlichen Risiken resultieren.

Für neun Zehntel der KMUs aber ist ein externes Rating zu teuer bzw. nicht zweckmäßig. Von daher werden die meisten dieser Unternehmen im Kontext von Basel-II vor dem Problem stehen, dass sie bei vermindertem Zugang zu Krediten die Geschäftsaktivitäten volumenmäßig werden beschränken müssen, was weniger Wachstum bzw. Arbeitsplatzverluste bedeutet. Die Alternative, Geschäftsaktivitäten stärker mit Eigenkapital zu unterlegen, wird in Deutschland relativ schwierig sein, da eine scharfe Steuerprogression bei einem großen Teil der KMUs die Eigenkapitalbildung erschwert. Mit der Körperschaftssteuerreform von 2001 hat der Gesetzgeber jedoch Schritte unternommen, um die Bildung von Eigenkapital bei AGs und GmbHs zu erleichtern.

Nicht zu übersehen ist, dass im 21. Jahrhundert auch in Deutschland die Verbriefung von Kreditrisiken an Bedeutung zunehmen wird. Diese Verbriefung entlastet die Bank-Bilanzen bzw. reduziert die Eigenkapitalerfordernisse bei den Banken, zugleich wird durch Poolung von Risiken bei spezialisierten Instituten eine bessere Risikostreuung erreicht. Angesichts der Größe des Euro-Finanzmarktes sollte in diesem speziellen Finanzmarktsegment auch ein effektiver Wettbewerb möglich sein.

3. Kapital- und Kreditmarktperspektiven

3.1. Risikokapitalmarkt

Existenzgründer und New-Economy-Firmen haben einen begrenzten Kreditmarktzugang, da sie keine hohen Sicherheiten vorweisen können. Dies wird verstärkt durch Informationsasymmetrien zwischen Kreditgeber und Kreditnachfrager; die Einschätzung des Kreditrisikos bei innovativen Technologien gestaltet sich für den Kreditgeber schwierig.

Unter dem Aspekten des begrenzten Kreditmarktzugangs bietet der Risikokapitalmarkt dem Kreditmarkt gegenüber Vorteile:

- Durch Beteiligungsfinanzierung kann Risikokapital (Venture Capital, VC) ohne hohe Sicherheiten bereitgestellt werden.
- VC-Nehmer können von Kontakten und der Managementenerfahrung des VC-Gebers profitieren.
- Spezialisierte VC-Geber haben hohes Branchenwissen, Risiken und Chancen können besser eingeschätzt werden.

Junge Unternehmen können somit neben der Kapitalbereitstellung von der Erfahrung und den Kontakten der Kapitalgeber profitieren. Empirische Untersuchungen ergaben, dass VC-finanzierte Unternehmen höhere Gewinne erwirtschaften und eine höhere Börsenbewertung erzielen (BOTTAZZIO, DA RIN, 2000). Volkswirtschaftlich positive Wirkungen gehen von einem stärkeren Beschäftigungswachstum (ENGEL, 2002) und überdurchschnittlichen Patentanmeldungen aus (KORTUM, LERNER, 1998).

Eine Risikokapitalfinanzierung kommt jedoch nur für eine sehr begrenzte Anzahl von Unternehmen in Betracht. Nur 0,18% der zwischen 1991 und 1998 gegründeten Unternehmen wurden VC-finanziert (ENGEL, 2002). Der Anteil der risikofinanzierten Unternehmen variiert jedoch nach Sektoren. In innovationsintensiven Bereichen wie Software, Kommunikationstechnologie und verarbeitendes Gewerbe wurden über 1% der Neugründungen VC-finanziert.

In Deutschland standen 2001 6,113 Mrd. Euro für Risikoinvestitionen zur Verfügung, davon wurden 4,766 Mrd. Euro investiert. Der Investitionsanteil lag hiermit bei 78%, auf einem vergleichbaren Niveau wie im Vereinigten Königreich mit einem Investitionsanteil von 75%. In Großbritannien wurden 95% aller bei VC-Gesellschaften eingereichten Businesspläne abgelehnt (Bank Of England, 2001). Dies zeigt, dass Risikokapitalfinanzierung nur für eine sehr begrenzte Anzahl von Unternehmen in Frage kommt und dass zur Ausschöpfung des Kapitalangebots eine starke Gründungsaktivität notwendig ist.

3.1.1. Volumen und Struktur

Das europäische Fondsvolumen an Venture Capital und Private Equity betrug 2000 rund 48 Mrd. Euro. Großbritannien hat mit 17,6 Mrd. Euro den größten Markt für Risikokapital. In Relation zum Bruttoinlandsprodukt liegt jedoch Schweden mit einem Anteil von 14,6 ‰ an der europäischen Spitze. Der deutsche Markt für VC und Private Equity ist im europäischen Vergleich mit 3 ‰ eher schwach entwickelt (Tab. 1).

Tabelle 1: Europäischer Markt für Venture Capital und Private Equity (2000)

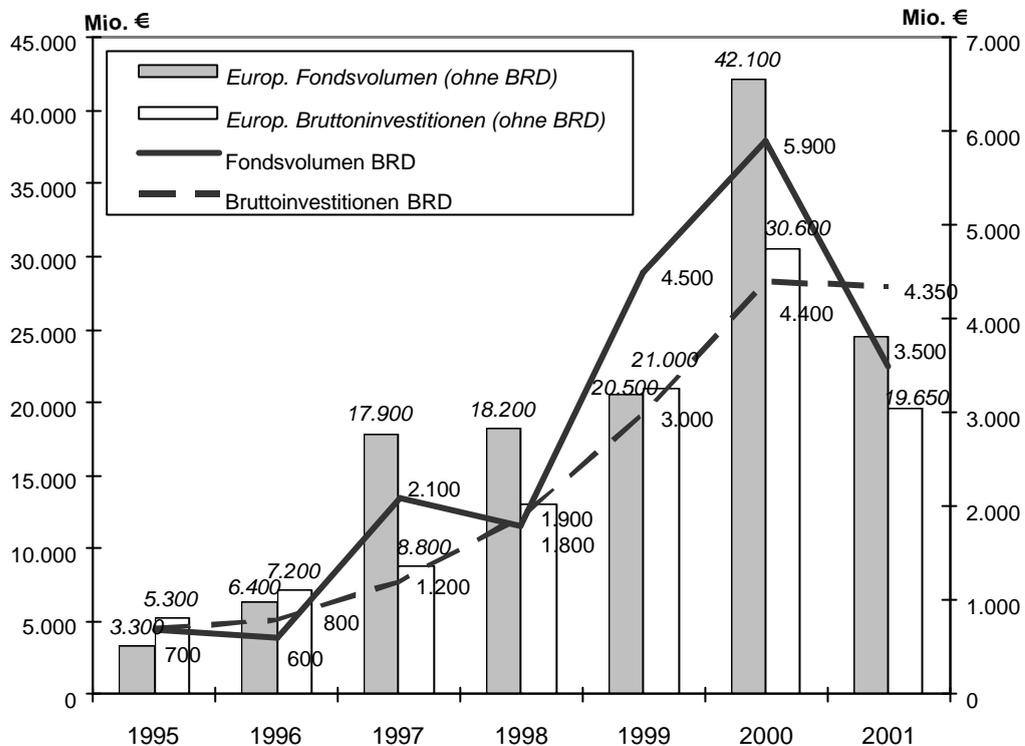
		Schwe- den	Großbritannien	Niederlande	Frankreich
Fondsvolumen	<i>T. €</i>	3.628.570	17.661.558	2.791.823	7.480.737
Bruttoinvestitionen	<i>T. €</i>	2.299.756	13.179.838	1.916.486	5.304.090
Hightech Anteil	%	21,4	19,6	26,7	45,4
BIP	<i>Mrd. €</i>	249	1533	399	1399
Fondsvolumen/BIP	‰	14,6	11,5	7,0	5,3
Bruttoinvestitionen/BIP	‰	9,2	8,6	4,8	3,8
Hightech Investitionen/BIP	‰	2,0	1,7	1,3	1,7

		Finnland	Schweiz	Deutschland	Irland
Fondsvolumen	<i>T. €</i>	569.590	985.340	6.113.854	197.523
Bruttoinvestitionen	<i>T. €</i>	384.240	626.408	4.766.595	223.368
High-Tech Anteil	%	54,2	17,8	49,6	84,3
BIP	<i>Mrd. €</i>	132	262	2033	101
Fondsvolumen/BIP	‰	4,3	3,8	3,0	2,0
Bruttoinvestitionen/BIP	‰	2,9	2,4	2,3	2,2
Hightech Investitionen/BIP	‰	1,6	0,4	1,2	1,9

Quelle: EVCA, 2001

Seit 1997 setzte am europäischen und deutschen VC-Markt eine vorübergehend rasante Entwicklung ein. Die VC-finanzierten Bruttoinvestitionen in Deutschland stiegen jährlich um 35% (Abb. 1).

Abbildung 1: Entwicklung des europäischen und deutschen Markts für Risikokapital



Quelle: EVCA, 2001; BVK 2001

Diese Dynamik wurde maßgeblich angetrieben durch folgende Faktoren:

- *Steigende Anzahl der Investitionsmöglichkeiten:* Boom bei Firmengründungen im Hightech-Sektor mit hohen erwarteten Wachstumsraten.
- *Senkung des Investitionsrisikos:* Staatliche Förderung und Risikoübernahmen bei VC-basierten Finanzierungen.
- *Vereinfachter Kapitalmarktzugang bei Beteiligungsverkäufen:* Entstehung spezialisierter Aktienmärkte für wachstumsstarke Unternehmen sowie Schaffung eines neuen Exitkanals durch den Neuen Markt.
- *Abbau regelungsbedingter Beschränkungen:* Rückgang rechtlicher Beschränkungen für Wertpapieranlagen von Banken, Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds .
- *Verkürzung der administrativen Verfahren:* Straffung von Unternehmensgründungen, Konkurs-, und Insolvenzverfahren.
- *Abbau steuerlicher Hemmnisse:* Senkung der Kapitalertragssteuern, Annäherung der Besteuerung von Fremd- und Eigenkapital, sowie Abbau der steuerlichen Barrieren bei grenzübergreifenden Investitionen.

Die Größe des VC-Marktes wird jedoch auch durch Anlagebeschränkungen institutioneller Anleger bestimmt. Können institutionelle Anleger ihre Risikokapitalmarktbeiträge in Fonds einbringen, so stellen sie mehr Kapital bereit. Länder ohne Anlagebeschränkungen wie die Niederlande und Großbritannien haben gemessen am BIP einen prozentual größeren Risikokapitalmarkt. Geringe Anlagebeschränkungen erhöhen die Attraktivität für ausländische Investoren, so betrug 2001 der Anteil des ausländischen Kapitals bei britischen Beteiligungsgesellschaften über 70% (RAMMER, ENGEL, 2003).

Tabelle 2: Kapitalquellen der Risikokapitalfonds (2000)

	Schweden	Großbritannien	Niederlande	Frankreich
Industrie	7,9	8,0	18,5	13,0
Private Anleger	6,8	6,3	5,9	4,9
Öffentlicher Sektor	2,7	3,7	5,9	1,8
Banken	10,9	9,6	14,5	38,8
Akademische Institutionen	0,4	0,7	1,2	0,5
Kapitalmarkt	6,2	0,4	0,1	1,3
Sonstige	10,9	2,9	1,4	4,2
Pensionsfonds	35,1	40,1	15,9	17,0
Versicherungen	11,7	14,7	17,3	8,9
Fonds in Fonds	7,4	13,6	19,3	9,6
Anteil institutioneller Anleger	46,8	54,8	33,2	25,9
Fondsvolumen/BIP	14,6	11,5	7,0	5,3
	Finnland	Schweiz	Deutschland	Irland
Industrie	8,1	7,4	8,7	10,6
Private Anleger	4,6	15,4	10,6	2,1
Öffentlicher Sektor	20,1	4,6	16,4	11,1
Banken	4,6	9,2	29,0	24,5
Akademische Institutionen	0,7	0,0	0,0	3,2
Kapitalmarkt	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	0,9	11,5	5,9	7,6
Pensionsfonds	18,9	18,0	5,8	21,7
Versicherungen	34,6	10,0	16,4	14,1
Fonds in Fonds	7,5	23,9	7,2	5,1
Anteil institutioneller Anleger	53,5	28,0	22,2	35,8
Fondsvolumen/BIP	4,3	3,8	3,0	2,0

Quelle: EVCA, 2001

Institutionelle Anleger wie Pensionsfonds und Versicherungen sind risikoaversere Anleger als nicht-institutionelle Anleger. Präferierte Investitionsobjekte sind Management-Buyouts (MBO). Sie weisen den höchsten gewichteten internen Zinsfuß aus.

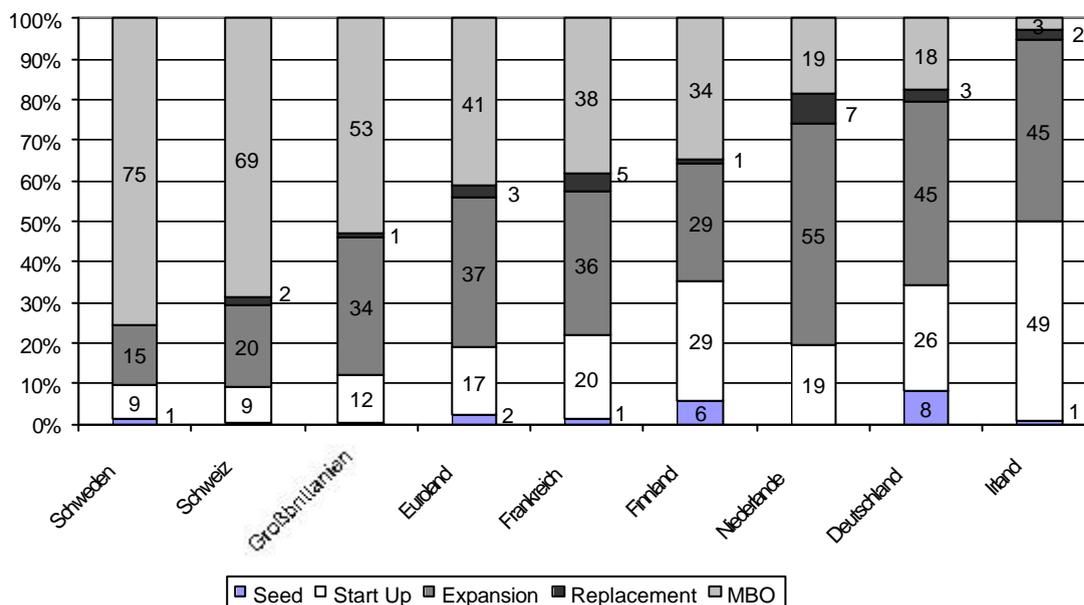
Tabelle 3: Interne Verzinsung der Finanzierungsphasen

Finanzierungsphase	Anzahl	gewichteter interner Zinsfuß	Top Quartile	Median
Early Stage	122	9,6	15,7	5,4
Development	107	12,4	13,4	4,9
Balanced	81	13,1	20,5	6,0
<i>Venture Capital gesamt</i>	<i>310</i>	<i>12,0</i>	<i>15,8</i>	<i>5,4</i>
Buyouts	196	15,3	19,8	10,2
Generalistenfonds	70	11,5	11,1	2,1
Private Equity gesamt	576	12,9	17,2	6,6

Quelle: EVCA, 2002

Durch die Unterscheidung nach Kapitalquellen und Verwendung nach Finanzierungsphasen können die unterschiedlichen Strukturen des europäischen Risikokapitalmarktes erklärt werden. In Schweden hatten die MBO-Finanzierungen einen Anteil von 75%, in Deutschland flossen dagegen nur 18% des VC-Volumens in MBO (Abb. 2).

Abbildung 2: Finanzierungsphasen im Ländervergleich



Quelle: EVCA, 2001

Über 80% des investierten Kapitals floss in Irland in Hightech-Sektoren, in Deutschland waren es ca. 50% (vgl. Tabelle 1). Der unterschiedliche Investitionsanteil in Hightech-Sektoren kann durch die Ausprägung des MBO-Marktes erklärt werden. Je höher der MBO-Anteil am Fondsvolumen ist, desto geringer ist der relative Investitionsanteil in Hightech-Sektoren.

Bei einer isolierten Betrachtung des deutschen Marktes kann festgestellt werden, dass der Anteil der Hightech-Investitionen im internationalen Vergleich hoch, hingegen der Anteil institutio-

neller Anleger gering ist. Der MBO-Markt spielt in Deutschland noch eine geringe Rolle. Zukünftig könnte jedoch der MBO-Markt als Finanzierungsinstrument der anstehenden Unternehmensnachfolger interessant werden. Exogene Determinanten der Finanzierungsinstrumente werden im Folgenden genauer analysiert. Unter bestimmten Rahmenbedingungen liegt im Markt für MBO-Finanzierungen ein enormes Potenzial.

3.1.2. Exitproblematik

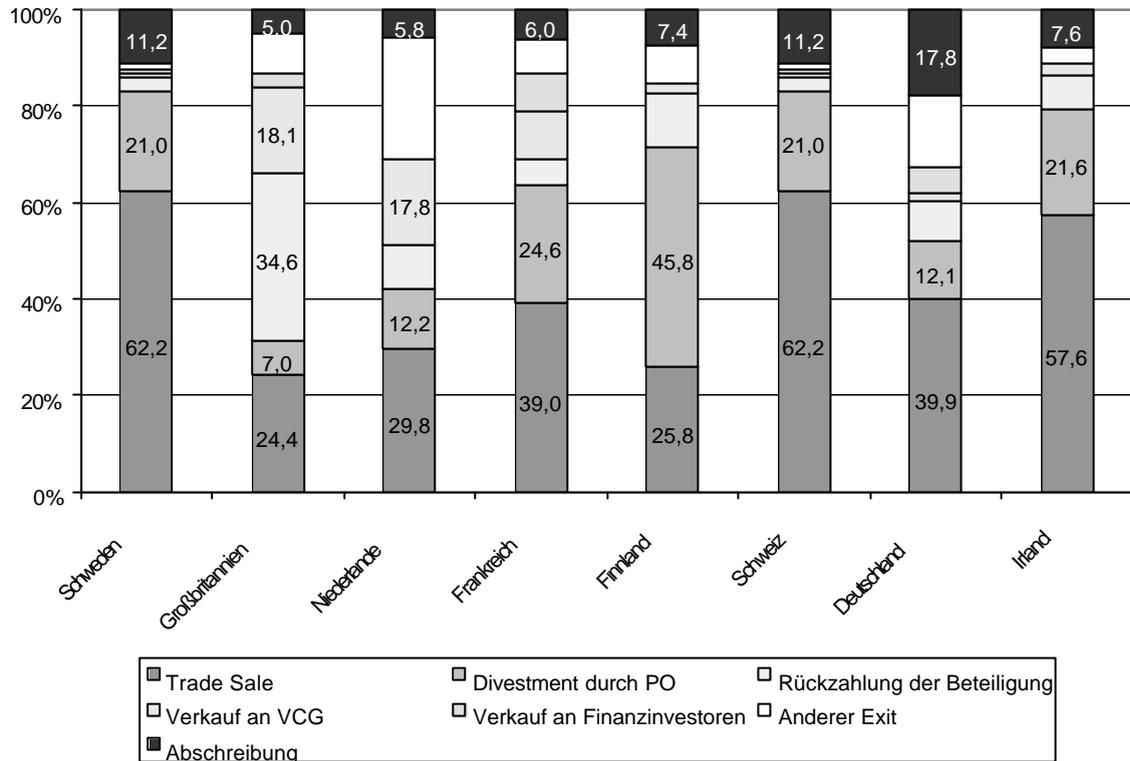
Bereits bei den Finanzierungsverhandlungen spielen die möglichen Exitoptionen und deren vertragliche Ausgestaltung eine wichtige Rolle. Die Kapitalgewinne der Risikokapitalgeber werden durch die Disinvestition realisiert. Dies kann in kontinuierlichen Zahlungen erfolgen, wie bei der Rückzahlung der Beteiligung oder die Aufnahme der Beteiligung in einen Pensionsfonds; oder in Einmalzahlungen durch den Verkauf der Beteiligung (IPO oder Trade Sale). MBOs sind aufgrund ihrer verhältnismäßig sicheren Rendite zum Teil geeignet, in Pensionsfonds einzugehen. Hightech Investitionen mit hohen Anfangsinvestitionen und stark steigenden Kapitalrückflüssen eignen sich dagegen eher für einen IPO. Der gewählte Exitkanal hängt maßgeblich vom Finanzierungsobjekt ab.

Exogen wird der Exitkanal durch die ökonomischen Rahmenbedingungen bestimmt:

- *Entwicklung der Börsenindices:* IPOs steigen mit den Börsenindices und den realisierbaren Kapitaleinnahmen
- *Rechtliche Rahmenbedingungen für Pensionsfonds:* Anlage in Pensionsfonds als Exitstrategie für Risikokapitalanlagen
- *Entwicklungsgrad des VC-Marktes:* Verkauf der Beteiligungen an andere VC-Gesellschaften
- *Strukturierung der Portfolios:* Verkauf von Hightech Unternehmen als strategische Investitionen an Unternehmen

Im Ländervergleich fällt die Streuung der Exitkanäle auf (Abb.5). Großbritannien und die Niederlande als Länder mit einem etablierten VC-Markt haben durch die Möglichkeit des Verkaufs an eine andere VC-Gesellschaft einen zusätzlichen Exitkanal als Länder ohne einen etablierten VC-Markt. Der große Anteil von MBOs in Großbritannien resultiert aus dem starken Anteil der Rückzahlungen und Beteiligungen.

Abbildung 3: Exitkanäle im Ländervergleich (2000)



Quelle EVCA, 2001

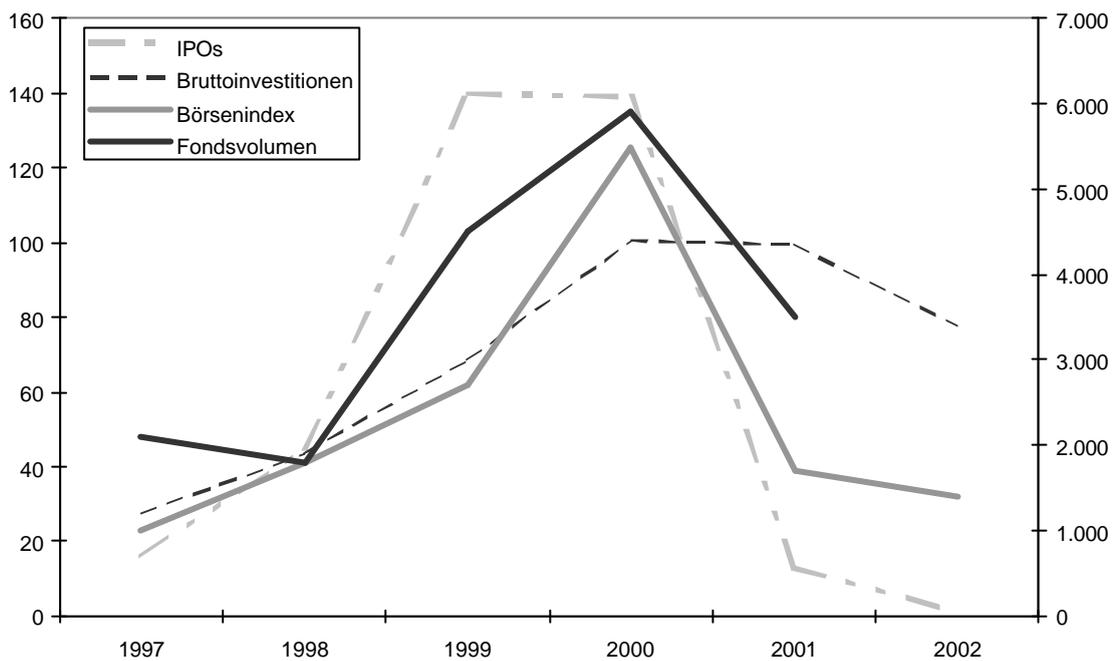
Vergleicht man hierzu die Möglichkeit des Exitkanals IPO (Börsengang), so fällt auf, dass die Zahl der IPOs sehr stark von der Entwicklung der Aktienmärkte abhängt. Durch das Platzen der spekulativen Blase am Neuen Markt ist der Exitkanal IPO in Deutschland nicht attraktiv. Der Einbruch am Neuen Markt (Abb. 6) führte aufgrund der gesunkenen Disinvestmentmöglichkeiten auch zu einer deutlichen Senkung des für Risikokapitalinvestitionen bereitgestellten Fondsvolumens. Der Exitkanal IPO ist für VC-Gesellschaften trotz geringem Anteil an tatsächlichen Exits von großer Bedeutung.

Die Einstellung des Neuen Marktes in 2002/2003 ist die Konsequenz der negativen Marktentwicklung. Ob das neue Segment „General Standard“ für Anleger attraktiv wird bleibt abzuwarten. Durch eine Bündelung der europäischen Wachstumssegmente könnten Größenvorteile des europäischen Kapitalmarkts ausgeschöpft werden. Gemeinsame Standards und Richtlinien wären jedoch Grundlage für den Erfolg eines europäischen Wachstumssegments.

Ein Hauptproblem im Zuge der fortschreitenden Tertiarisierung der deutschen bzw. EU-Volkswirtschaften ist, dass immaterielle Güter und Anlagen eine langfristig größere Rolle spielen. Unternehmensgründer bzw. Firmeninhaber können im Vergleich zur Industriegesellschaft des 20. Jahrhunderts immer weniger dingliche Sicherheiten anbieten. Hier stellen sich große Herausforderungen gerade mit Blick auf die Expansion der digitalen New Economy bzw. des Sektors der Informations- und Kommunikationstechnologie, wobei selbsterstellte Software für viele Unternehmen ein zunehmend gewichtiges Problem darstellt – bislang ist hier keine Aktivierung in der Bilanz möglich. Es wäre allerdings daran zu denken, dass man Unternehmen, die eigenerstellte

Software auch an Dritte verkaufen, eine bedingte Aktivierung erlaubt; bei der Aktivierung könnte ein besonderes Niederstwertprinzip zum Zuge kommen, wonach etwa nur der halbe Marktpreis für die Bewertung der selbsterstellten Software erlaubt wäre. Zumindest als Bilanzhilfe könnte eigenerstellte Software bilanziell eingeordnet werden und damit helfen, Überschuldungsprobleme zu vermeiden. In der digitalen Wissensgesellschaft wird die Software-Problematik langfristig an Bedeutung gewinnen; die Bundesrepublik Deutschland bzw. die EU sollte hier Reformvorschläge zum Bilanzrecht entwickeln.

Abbildung 4: IPOs und Entwicklung des Börsenindex am Neuer Markt



Quelle: Roland Berger, 2002; BVK, 2002

Kurzfristig sind aus dem Risikokapitalmarkt keine neuen Impulse zu erwarten. Mittelfristig ist entscheidend, wie das „neue Segment“ General Standard angenommen wird und ob in Deutschland die Zahl der institutionellen Anleger und somit das zu Verfügung stehende Kapitalvolumen für mittelständische Unternehmen steigt. Im Folgenden soll nun die Entwicklung des Kreditmarktes betrachtet werden.

3.2. Kreditmarktentwicklungen

Das Wachstum der Kreditbestände ist in 2002/2003 faktisch zum Stillstand gekommen, der Mittelstand beklagt die zunehmende Zurückhaltung der Banken bei der Kreditneuvergabe. In der Vergangenheit war vor allem die konjunkturelle Entwicklung ausschlaggebend für das Maß an Kreditneuzusagen.

Die Kreditneuvergabe ist rückläufig, sie ging um 2,4% gegenüber dem Vorjahr zurück. Dieser Rückgang kann sowohl durch die konjunkturelle Schwäche als aber auch durch strukturelle Einflussfaktoren begründet werden (DETKEN/OTT-LAUBACH, 2002). Die konjunkturelle Ent-

wicklung wirkte nachfrageseitig durch eine gesunkene Investitionsbereitschaft der Unternehmen, angebotsseitig durch das gestiegene Risikobewusstsein der Banken sowie Wertberichtigungen infolge des schwierigen Wachstumsumfeldes negativ auf das Volumen der Kreditneuzusagen. Strukturelle Einflussfaktoren sind determiniert durch den steigenden Wettbewerbsdruck im Bankensektor. Ausgelöst durch neue bankenaufsichtliche Regulierungen sowie die steigende Internationalisierung. Die gestiegene Wettbewerbsintensität und das konjunkturell bedingte höhere Kreditausfallrisiko führten zu sinkenden Zinsmargen. Risikoorientierte Margen werden sich jedoch im Zuge der Umsetzung der Basel II Richtlinien einstellen und somit die Kreditmarktentwicklung stabilisieren. Im Folgenden soll auf die Wirkungen von Basel II auf den Mittelstand und den VC-Markt eingegangen werden.

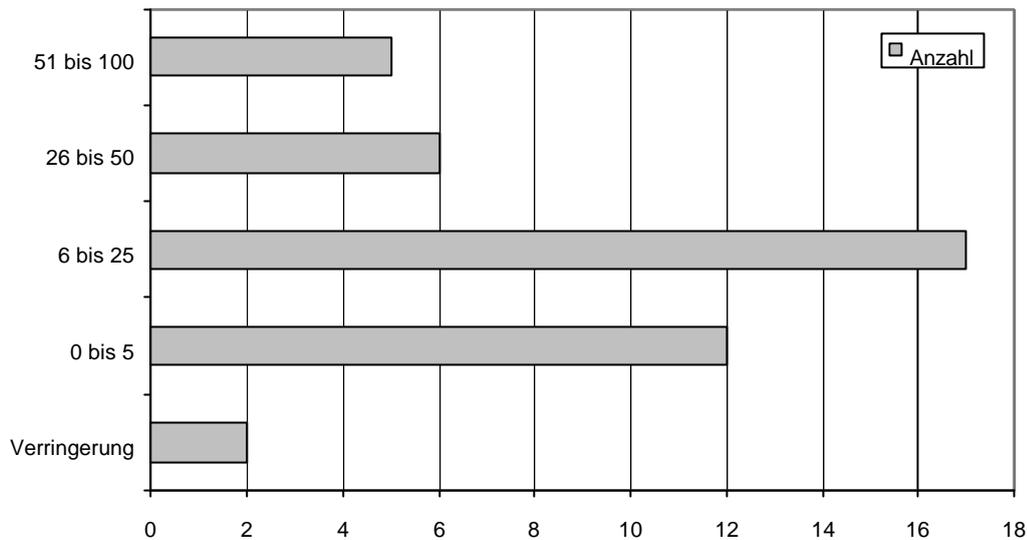
3.2.1. Basel II

Die Bedeutung der Basel II Bestimmungen für KMUs resultiert vor allem aus den neuen Mindestkapitalanforderungen. Die Eigenkapitalanforderung wird mit dem sogenannten Kapitalkoeffizienten gemessen, der mindestens 8% betragen muss. Die Neuerung ist, dass zum Kreditrisiko und Marktrisiko zusätzlich die Bewertung des operationellen Risikos einfließt. Mit steigendem Risiko wird zusätzliches Eigenkapital gefordert (DEUTSCHE BUNDESBANK 2001).

Das European Shadow Financial Regulatory Committee (ESFRC) hat kritisiert, dass mit Basel II die Bankenaufsicht sich zu stark in die Mikroentscheidungen des Risikomanagements eingreife und damit bei Scheitern einer Bank dieses dann den Aufsichtsbehörden angelastet werde. Zudem hätten Proberechnungen für einige Hundert Banken ergeben, dass die Eigenkapitalausstattung der Banken durch Basel II sogar sinken werde, womit die Stabilität des globalen Finanzsystems bedroht ist; eine Destabilisierungsgefahr geht auch von verminderten bankseitigen Informationspflichten aus, und im Bereich des Risikos eines Ausfalls von IT-Geräten ist die geforderte Unterlegung durch Eigenkapital wenig sinnvoll, da es vielmehr auf effektive corporate governance und angemessene Versicherungslösungen ankäme. Schließlich ist kaum zu bezweifeln, dass in der Mittelstandsfinanzierung die Banken bei explizitem Rating der Mittelstandsunternehmen – gemäß Basel II - verstärkt mit Eigenkapital unterlegt werden muss.

Bei einer Unternehmensbefragung wurde der Zugang zur Finanzierung hinter dem Mangel an qualifizierten Arbeitskräften als zweitgrößtes Hindernis für die Geschäftstätigkeit von KMUs angegeben. Vor allem im Sektor Verkehr/Nachrichtenübermittlung ist das Problem des Zugangs zur Finanzierung am größten. Dieser Sektor weist aber im Vergleich zu anderen Sektoren das höchste Beschäftigungswachstum auf (KOMMISSION DER EUROPÄISCHE GEMEINSCHAFT, 2002). Mit der Implementierung der Basel II Richtlinien werden alternative Finanzierungsformen wie die Risikokapitalfinanzierung, die als Beteiligungsfinanzierung unabhängig von der Eigenkapitalquote gewährt werden kann, zunehmend an Bedeutung gewinnen. Bei einer Befragung von VC-Gesellschaften erwartete die Mehrheit der Unternehmen eine Zunahme des Geschäftsvolumens durch die Einführung von Basel II.

Abbildung 5: Erwartete Änderung des Geschäftsvolumens durch Basel II



Quelle: Deloitte & Touche, 2002;

Aufgrund des gestiegenen Kreditrisikos in Folge der neuen Kreditvergaberichtlinien wird der Risikokapitalmarkt gerade für Wachstumsunternehmen an Bedeutung gewinnen. Durch den gemeinsamen Binnenmarkt werden ausländische Investoren und Kapitalgeber die Möglichkeit haben, Risikofinanzierungen für inländische Unternehmen anzubieten.

3.2.2. Zinsstrukturkurve, Hausbanken, Kreditangebot und Wachstum

Vor allem für kleinere und mittlere Unternehmen sind Hausbanken von erheblicher Relevanz, wenn es um die Investitionsfinanzierung geht. In verschiedenen empirischen Studien ist es aufgezeigt worden (ELLIEHAUSEN/WOLKEN, 1990; PETERSON/RAJAN, 1992), dass die geographische Entfernung des Unternehmens von der Bank eine wichtige Rolle beim Zugang zum Kredit spielt. Hingegen ist für Großunternehmen die Entfernung von einer Bank weniger wichtig. Dieser Befund deutet klar auf die Problematik von Informationsasymmetrien im Kreditgeschäft hin; kleine Unternehmen mit einem oft lokalen Absatzmarkt sind naturgemäß von einer im selben Wirtschaftsraum aktiven Bank besser zu beurteilen als von einer weit entfernten Großbank. Hinzu kommt, dass eine lokal agierende Bank in der Regel auch Einblick in die Unternehmensentwicklung von lokalen Konkurrenten des betreffenden Unternehmens hat, so dass sich tendenziell lokale Informationsnetzwerkeffekte für die Bank ergeben. Aus ökonomischer Sicht verlangt dies eine geringere Unterlegung von lokaler Kreditvergabe durch lokale Banken. Dieses ist aber bei den Basel-II-Regeln gerade nicht vorgesehen. Das häufig zu hörende Argument, daß KMUs krisen- bzw. konkursanfälliger als Großunternehmen sind, ist gerade im Kontext von Unternehmensneugründungen zu relativieren: Die Konkursquote ist naturgemäß besonders unter den neugegründeten Unternehmen relativ groß, so daß die KMUs in der Realität in die beiden Gruppen junge Unternehmen einerseits und etablierte Unternehmen andererseits eingeteilt werden können. Zudem ist erwägenswert eine Unterteilung in die Sektoren der handelsfähigen bzw. handelsfähigen Güter vorzunehmen.

Bankenkredite sind für die Investitions- und Innovationsfinanzierung von Unternehmen, insbesondere auch von kleinen und mittleren Unternehmen wichtig. Angesichts eines relativ schwachen Wachstums in Deutschland, das mit einer Reduzierung der Nettoinvestitionen relativ zum Bruttoinlandsprodukt in der Dekade nach 1991 einherging, stellt sich für Deutschland in besonderer Weise die Frage, wie eine langfristige Finanzierung mittelständischer Investitionen gesichert werden kann. Eine bankenseitig verstärkte Hinwendung zu asset-backed securities könnte durchaus hilfreich sein, um einem Schrumpfen des Kreditgeschäfts mit dem Mittelstand entgegenzuwirken. Allerdings stellt sich das Problem, ob die vorgesehenen Basel-II-Bedingungen nicht gerade das mittelständische Kreditgeschäft beeinträchtigen werden; ein Teilaspekt betrifft dabei die Frage, wie Basel-II-Bedingungen sich auf die Zinsstrukturkurve auswirken werden. Sollte es tendenziell zu einer größeren Nachfrage nach kurzfristigen Krediten kommen, weil mittelständische Unternehmen Investitionen statt langfristig künftig eher kurzfristig finanzieren wollen, dann könnte dies – unverändertes Kreditangebot für kurz- und langfristige Kredite vorausgesetzt – zu einer steileren Zinsstrukturkurve führen, die für die Banken die Möglichkeit zu profitabler Fristentransformation verbessert. Allerdings erhöht sich dann für die Unternehmen das Zinsänderungsrisiko im Rahmen von verstärkten Inkongruenzen bei der Investitionsfinanzierung (langfristige Projekte werden kurzfristig finanziert). Daraus wiederum könnte eine verstärkte strukturelle Anfälligkeit mittelständischer Unternehmen bei einem Zinsschock resultieren, wobei diese Unternehmen angesichts geringer Eigenkapitalquoten ohnehin als besonders verletzlich gelten. Im Übrigen ergibt sich das grundsätzliche Problem, dass es im Fall einer steileren Zinsstrukturkurve zu Adverse-selection-Problemen kommen kann: Relativ hohe Kreditzinssätze könnten Investoren verstärkt dazu motivieren relativ riskante Kreditprojekte realisieren zu wollen und hierfür entsprechende Kredite nachzufragen.

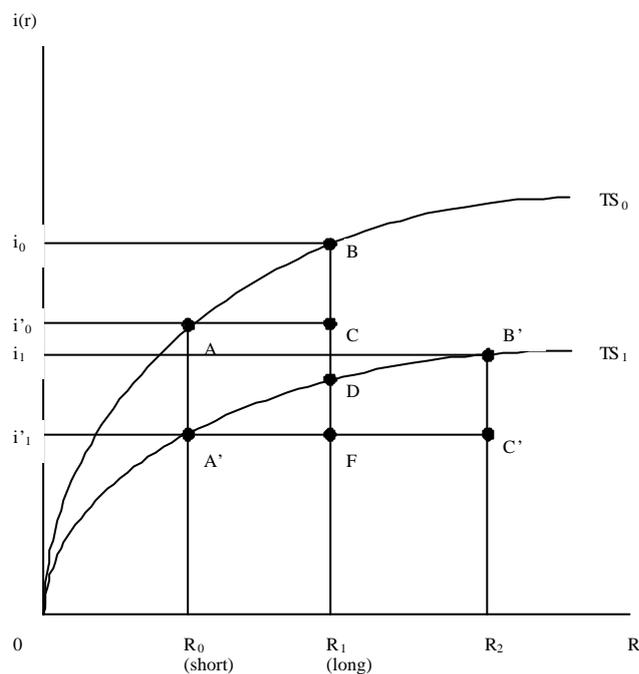
Zu beachten ist allerdings ein weiterer Effekt bei der Zinsstrukturkurve, nämlich die Wirkung der Schaffung von Euro und EZB. Die Nachfrage nach langfristigen Finanzierungsmitteln hat in Westeuropa bzw. im Euroraum insgesamt zugenommen, zumal Großunternehmen verstärkt Großemissionen im liquiden Eurofinanzraum platziert haben. Allerdings ist das langfristige Kreditangebot (Bonds nachfrage) relativ stärker in 2002/03 gestiegen, so dass die langfristigen Zinssätze gefallen sind; was durch sinkende Inflationserwartungen noch verstärkt wurde. Von daher hat sich eine flachere Zinsstrukturkurve ergeben, die wiederum für die Profitabilität von Banken Probleme bereitet. Hieraus könnten allerdings auch Probleme für mittelständische Unternehmen erwachsen, da ein Anreiz der Banken, stärker im langfristigen Kreditgeschäft zu expandieren, für viele mittelständische Unternehmen Probleme bedeutet – ihnen droht verstärkt eine Kreditrationierung im langfristigen Bereich.

Bei normaler Zinsstrukturkurve TS können Banken Gewinne machen, indem sie kurzfristige Einlagen – mit bei einer Laufzeit von R_0 und geringem Zins i_0 – in langfristige hochverzinsliche Kredite (Laufzeit R_1 , Zins i_1) transformieren. Die Zinsspanne entspricht der Strecke BC. Langfristige Kredite sind insbesondere für die Finanzierung langfristiger Investitionen und Innovationen wichtig; würden langfristige Unternehmensprojekte kurzfristig finanziert, dann entstünde in der Unternehmensbilanz das Problem der Fristeninkongruenz: das Unternehmen wird anfällig für Zinsänderungsrisiken, so dass im Interesse einer Risikobegrenzung weniger Investition- und Innovationsprojekte realisiert werden. Aus Bankensicht wiederum ergibt sich ein besonderes Problem, wenn sich die Zinsstrukturkurve abflacht. Bei einer relativ flachen Zinsstrukturkurve (TS_1) schrumpft bei bestehender Laufzeitendiskrepanz (R_1/R_0) für das Passiv-Aktiv-Geschäft der Banken die Zinsspanne auf DE. Um die alte Zinsspanne zu erzielen, müssen die Banken eine größere

Laufzeitendiskrepanz bzw. Fristeninkongruenz von Aktiv- und Passivseite der Bilanz akzeptieren: R_2/R_0 .

Basel II dürfte die Banken anreizen, verstärkt kurzfristige Kredite anzubieten, weshalb die Zinssätze im kurzfristigen Bereich sinken; bei einem erhöhten Zinsspread wird im Übrigen der kurzfristige Zins ohnehin steigen. Der langfristige Zins könnte sinken, falls die langfristige Kreditnachfrage sich deutlich vermindert (eine solche Verringerung würde sich jenseits von Basel II bei einer höheren Inflationsrate in der Eurozone ergeben, da die durchschnittliche Laufzeit von Bonds eine negative Funktion der Inflationsrate ist).

Abbildung 6: Zinsstruktur und Zinsmarge



Da Banken aus Gründen der Risikobegrenzung bzw. mit Blick auf die Bankenaufsicht keine beliebigen Laufzeitendiskrepanzen akzeptieren können, ist mit der Verflachung der Zinsstrukturkurve ein Rückgang des langfristigen Kreditangebots verbunden. Bei gegebener langfristiger Kreditnachfrage der Investoren muss der Zinssatz also steigen. Aber auch die Kreditnachfrage der Unternehmen wird zurückgehen, da kleine und mittelständische Unternehmen – insbesondere auch junge Unternehmen – sich bei den von Banken verstärkt angebotenen langfristigen Krediten einer Kreditrationierung ausgesetzt sehen werden. Die Nachfrage nach Eigenkapital bzw. Venture capital müsste von daher bei einer flacheren Zinsstrukturkurve zunehmen.

Die Verminderung des langfristigen Kreditvolumens führt zu einer Reduzierung der Investitionen, wodurch sich die bislang unklare Eigenschaft der Zinsstruktur erklärt, Frühindikator der Konjunktur zu sein: Eine relativ steile Zinsstrukturkurve impliziert ein hohes langfristiges Kreditangebot auf mittlere Sicht, was bei gegebenen Ertragserwartungen zu relativ hohen Investitionen und damit einer hohen Investitionsquote bzw. hohem Wachstum des realen Bruttoinlandsproduktes führt.

Aus Sicht einer einzelnen Bank j ($j = 1, 2, \dots, n$) kann argumentiert werden, dass sich bei Annahme einer positiven Beziehung zwischen Zinsspanne und dem erwarteten Kapazitätsauslastungsgrad θ^E die Zinsspanne D – definiert als Zinsdifferenz zwischen Sollzins i^S und Habenzins i^H – formulieren lässt (mit i für langfristigen Zins und i' für kurzfristigen Zins; a als Parameter im Intervall $0,1$) als:

$$(1) \quad i^S - i^H = a\theta^E + b(i-i')$$

Im Marktgleichgewicht wird die Zinsspanne gerade der Zinsdifferenz zwischen langfristigem und kurzfristigem Zins entsprechen bzw. gilt $i^S = i$ und $i^H = i'$, also:

$$(2) \quad (1-b)i = a\theta^E + (1-b)i'$$

$$(3) \quad i = [a/(1-b)]\theta^E + i'$$

Aus (3) erfolgt unmittelbar

$$(4) \quad i/i' = [a/(1-b)](\theta^E/i') + 1$$

Hieraus ergibt sich unmittelbar, dass eine positive Korrelation von Zinsstruktur und künftigem Kapazitätsauslastungsgrad besteht. Die Zinsstruktur kann daher zur Vorhersage der Konjunktur-entwicklung bzw. des Kapazitätsauslastungsgrads verwendet werden (WELFENS, 2003).

Der kurzfristige Zinssatz wiederum sei durch das relative Geldangebot M/Y (mit M für Geldbestand, Y für Realeinkommen) der Notenbank und die kurzfristige Inflationserwartung p'^E in einfacher Weise – gemäß Gleichung (3) – bestimmt (mit a' als Parameter im Intervall $0,1$).

$$(5) \quad i = [a/(1-b)]\theta^E + a'(Y/[M/P]) + (1-a')p'^E$$

Der erwartete Realzinssatz ist r^E ergibt sich als Differenz von Nominalzins i und langfristig erwartetem Realzins p^E .

$$(6) \quad r^E = [a/(1-b)]\theta^E + a'((Y/[M/P]) - p'^E) + (p'^E - p^E)$$

Zusätzlich kann Y durch θY^{pot} ersetzt werden, wobei θ den tatsächliche Kapazitätsauslastungsgrad bezeichnet und Y^{pot} das Produktionspotential. Bei rationalen Erwartungen wird zudem eine Übereinstimmung bestehen von θ und θ^E .

3.2.3. Eurobezogene Kreditmarktintegration

Die Politik der Europäischen Union strebt eine Harmonisierung des Risikokapitalmarktes, des Kreditmarktes sowie der Unternehmensbesteuerung an. Ziel ist, durch die Marktintegration ein effizienteres Funktionieren der Märkte durch die Beseitigung behindernder länderspezifischer Faktoren zu schaffen.

Mit dem Euro ist eine verstärkte Finanzmarktintegration in der Eurozone entstanden, die erhöhten Wettbewerbsdruck im Bankenbereich bedeutet. Von daher – und ausgehend von einer

Antizipation von Basel II – ist es nicht erstaunlich, dass sich Privatbanken aus relativ risikobehafteten Kreditmarktsegmenten zurückziehen, wenn eine ausreichende Risikobepreisung nicht zu erreichen ist. Wenn in Deutschland fast nur noch öffentliche Banken und Genossenschaftsbanken die Mittelstandsfinanzierung betreiben, dann ist dies höchst problematisch. Die dominante Rolle der Sparkassen ist doppelt besorgniserregend insofern, als bei mittelfristigem Auslaufen der bisherigen Vorteile der Gewährträgerhaftung die Sparkassen ihre dominante Rolle der KMU-Finanzierung nicht werden aufrechterhalten können. Verstärkter politischer Druck auf die Sparkassen ist zu erwarten, eine preiswerte Mittelstandsfinanzierung fortzusetzen,; dass damit aber vernünftige Finanzierungsstrukturen für die Mittelstands- und Gründerförderung gesichert werden können, ist zu bezweifeln.

Besondere Probleme ergeben sich mit Blick auf die Risikokapitalmarktentwicklung Westeuropas: Der europäische Risikokapitalmarkt ist stark zersplittert und grenzübergreifende Investitionen sind gering. Die Strategie zur Entwicklung des Risikokapitalmarktes der EU zielt auf drei Aspekte (KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN, 2000):

- Förderung der Marktintegration
- Strukturreform zur Beseitigung länderspezifischer Hemmnisse
- Förderung einer Kultur des Unternehmertums

Die Marktintegration soll vor allem durch die Modernisierung der Prospekttrichtlinien geschaffen werden, um Unternehmen die grenzübergreifende Beschaffung von Kapital durch Börseneinführung zu erleichtern. Eine gesamteuropäische Börse für Wachstumsunternehmen würde die Finanzmarktintegration weiter vorantreiben. Die Fusion der Brüsseler, Amsterdamer und Pariser Börse zu EURONEXT stellt einen Schritt in diese Richtung dar.

Bei der Beseitigung länderspezifischer Hemmnisse sollen die Beschränkungen der Anlagemöglichkeiten für institutionelle Anleger auf den Märkten für Wagniskapital aufgehoben werden. Auch die Steuerstruktur wirkt sich auf die Entwicklung des Risikokapitalmarktes aus. Eine Senkung der Kapitalgewinnsteuer im Jahr 1978 in den USA beschleunigte die Risikokapitalinvestitionen in den 80er Jahren. Durch die steuerliche Vorzugsbehandlung von Fremdkapital gegenüber Beteiligungskapital, wie in den meisten europäischen Ländern praktiziert, wird die Risikokapitalfinanzierung steuerlich gehemmt. Das finnische Steuersystem behandelt frisches Eigenkapital wie Fremdkapital, im internationalen Vergleich führte dies zu einer hohen Eigenkapitalquote der finnischen KMUs.

Zur Förderung der Kultur des Unternehmertums sollen Unternehmensgründungen von Wissenschaftlern angeregt werden, denn ein funktionierender VC-Markt setzt ein gewisses Maß von Gründungsaktivitäten voraus. Der Einsatz öffentlicher Mittel bei der Gründungsfinanzierung soll auf Fälle des Marktversagens reduziert werden, um Verzerrungen im Risikokapitalbereich zu vermeiden. Im Folgenden sollen nun Ansätze der öffentlichen Förderung von Gründungsaktivitäten im Hintergrund eines möglichen Marktversagens diskutiert werden.

3.3. Öffentliche Fördermöglichkeiten

Zur Sicherung der Finanzierung des Mittelstands wurden 2002 durch die beiden Förderinstitute des Bundes, der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) sowie der Deutschen Ausgleichsbank (DtA) rund 9 Mrd. € zur Verfügung gestellt. Zusätzlich stehen aus dem ERP-Sondervermögen

noch 5,2 Mrd. € als finanzielles Förderprogramm für Existenzgründer und bestehende Unternehmen bereit. Begründet wird die staatliche Unternehmensfinanzierung durch die Unterversorgung von Unternehmensgründungen auf dem Kapitalmarkt als Resultat von Marktunvollkommenheiten. Private Kapitalgeber berücksichtigen zu wenig die positiven externen Effekte wie Spillover-Effekte bei Wachstum, Beschäftigung und Innovation im jeweiligen Sektor bzw. in anderen Sektoren, somit wird staatliche Gründungsförderung notwendig.

Im Jahr 2000 floss ein Großteil des Fördervolumens der DtA in den Bereich Dienstleistungen (38%), gefolgt vom industriellen Gewerbe (25%) und Handel (24%) (DEUTSCHE AUSGLEICHSBANK 2002). Die Überlebenschancen der geförderten Unternehmen im Vergleich zu nichtgeförderten Unternehmen haben sich nur in den Branchen Handel und Dienstleistungen als signifikant erwiesen. Ein besonderer Wachstumseffekt in der durchschnittlich innovativeren und wachstumsträchtigen Branche Verarbeitendes Gewerbe konnte nicht nachgewiesen werden. Eine überdurchschnittliche Beschäftigungswirkung konnte nur im Handel und verarbeitenden Gewerbe festgestellt werden (ALMUS/PRANTL, 2001).

Die privaten Gründungsfinanzierungen durch VC-Gesellschaften weisen einen deutlich höheren Anteil von High-Tech-Unternehmen aus. Der Wachstums- und Beschäftigungseffekt liegt bei Hightech- wie bei Low-Tech-Unternehmen merklich über staatlich finanzierten Unternehmen (ENGEL, 2001). Ein Ziel nachhaltiger staatlicher Förderung könnte es sein, Unternehmen den Zugang zum privaten VC-Markt über die staatliche Förderung zu ermöglichen. Die staatliche Gründungsfinanzierung sollte die Fokussierung weg von einer Low-Tech-Finanzierung hin zu einer High-Tech-Finanzierung wenden (EHRMANN/JOHN, 2002). Auf wirtschaftspolitische Herausforderungen der Förderung des Mittelstands und des VC-Marktes soll im nächsten Abschnitt eingegangen werden.

4. Herausforderungen der Wirtschaftspolitik, Reformoptionen und Basel III

Durch die zukünftige Abschaffung der Gewährträgerhaftung wurde ein wichtiger Schritt getan, um die Effizienz der Kapitalmärkte zu erhöhen. In Deutschland wäre es denkbar gewesen, dem französischen Reformweg zu folgen und die Sparkassen in Genossenschaftsbanken umzuwandeln, die dem genossenschaftlichen Sicherungsfonds angeschlossen sein müssten; allerdings scheint in Deutschland für eine solche oder verwandte Lösungen nur geringes Interesse zu bestehen. Als innovatives Modell wäre denkbar, die Gewährträgerhaftung für die „kommunalen Genossenschaftsbanken“ abzuschaffen bzw. auf eine neue Institution zu beschränken: nämlich regionale Gründersparkassen. Gründersparkassen sollten junge regionale Unternehmen bis zu einem Alter von maximal 10 Jahren finanzieren, wobei allerdings bei Überschreiten von 50 Beschäftigten (ggf. schon früher) die Umstellung auf eine volle marktmäßige Finanzierung erfolgen sollte. Bei der Gründungsfinanzierung kann einerseits von teilweise Marktversagen ausgegangen werden, andererseits schaffen erfolgreiche Gründer aus ökonomischer Sicht positive Externalitäten bzw. Netzwerkeffekte, die eine implizite Subventionierung via Gewährträgerhaftung der Gründerbanken rechtfertigen könnten. Der vorgelegte Vorschlag hätte mehrere Vorteile:

- Abschaffung der bestehenden Verzerrungen (dies gilt aus theoretischer Sicht) im KMU-Kreditmarkt
- Schaffung einer mit EU-Recht kompatiblen Bankenlandschaft
- Stärkung regionaler Gründerdynamik, die für langfristiges Wachstum wesentlich ist
- Anreize zur Herausbildung effizienter Märkte für die Bepreisung von Kreditrisiken

Die politischen Anreize, den vorgelegten vernünftigen Vorschlägen zu folgen, sind sehr gering, da die bestehenden Sparkassen auch kommunale parteipolitische Versorgungs- und Aufstiegschienen sind. Nicht auszuschließen ist allerdings, dass man kommunale Genossenschaftsbanken schaffen könnte, die auch den lokalen bzw. regionalen politischen Bedürfnissen – im weiteren Sinn – entsprechen. Eine Umwandlung der öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute in eine private Rechtsform würde die Reform abrunden. Erst dann wäre gewährleistet, dass die Sparkassen und Landesbanken gegenüber kommunalen oder parteipolitischen Einflüssen immun sind (BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN, 2002).

Einzelne Hemmnisse der KMU-Finanzierung konnten durch Reformen schon abgebaut werden; die Steuerreform unter Finanzminister Eichel war – erheblicher handwerklicher Detailschwächen zum Trotz – ein Schritt in die richtige Richtung. Dennoch besteht vor allem im Abbau länderspezifischer Hemmnisse bei der VC-Marktentwicklung Handlungsbedarf. Die Umsetzung des Aktionsrahmens soll bis 2005 abgeschlossen sein, um die Rahmenbedingungen für einen dynamischen EU-Risikokapitalmarkt zu schaffen. Die EU täte im Übrigen gut daran, den Problemen der Mittelstandsfinanzierung allgemein mehr Aufmerksamkeit zu widmen.

In Deutschland ist die nationale Wirtschaftspolitik aufgefordert, neue Konzepte für die Mittelstandsförderung und speziell die Förderung der Gründerdynamik zu entwickeln. Mit Blick auf Ostdeutschland sind zudem neue spezielle Förderkonzepte notwendig, um die Effizienz der Förderung zu verbessern bzw. stärker beschäftigungswirksam zu machen. Der Markt für Wagniskapital bietet hierfür die Möglichkeit, durch Ex-post-Subventionen relativ gezielt bestimmte Unternehmen zu fördern. Dies könnte durch einen vergleichsweise hohen Anteil der Forschungsfinan-

zierung durch VC-Gesellschaften und den von ihnen finanzierten Unternehmen erfolgen (GEBHARDT/SCHMIDT, 2002).

Was die Bereitstellung neuer Finanzinstrumente für den Mittelstand angeht, so wäre an eine gesetzgeberische Stärkung der Rolle von Genussscheinen zu denken, die aus Unternehmenssicht ein recht gutes Eigenkapitalsurrogat darstellen; für den Anleger ergibt sich eine attraktive Rendite, allerdings ist das Papier im Konkursfall nachrangig. Wegen des Kreditwesengesetzes (KWG) sind Genussscheine im Bankenbereich standardisiert, so daß hier relativ liquide Märkte entstanden sind. Im Industriebereich bzw. bei sonstigen Dienstleistern ist dies nicht der Fall. Bei jeder Standardisierung entstehen positive Netzwerkeffekte bzw. im betreffenden Fall einer Standardisierung von Genuss-Scheinen im Industrie- und Dienstleistungssektor Liquiditätsvorteile; zugleich ist aus Sicht eines einzelnen Emittenten der Anreiz zur Standardsetzung für die Gesamtheit der Anbieter sehr gering, da die Standardisierung eine Kollektivgut ist. Es liegt von daher am Gesetzgeber, Vorgaben für eine Mindeststandardisierung von Genuss-Scheinen außerhalb des Bankensektors zu machen.

Auffällig ist, wie wenig sich ostdeutsche Förderkonzepte bislang mit der erfolgreichen Förderpolitik anderer EU-Länder vertraut gemacht haben. Als interessantestes EU-Land bzw. potenzielles Vorbild ist hier Irland zu nennen, wo die Politik der Regierung bzw. von „Enterprise Ireland“ anfängliche Ineffizienzen bei der Mittelstands- und Gründungsförderung beseitigte und in den 80er und 90er Jahren zu einer sehr erfolgreichen Strategie fand. Hierbei wurden EFRE-Mittel (aus dem EU-Struktur- und EU-Sozialfonds) – anders als etwa in Griechenland, Spanien und Portugal – bevorzugt für Bildungs-, Ausbildungs- und Weiterbildungsmaßnahmen verwendet. Zu den auffallenden Erfolgsmerkmalen der irischen Mittelstandspolitik zählte im Übrigen eine regelmäßige wirtschaftswissenschaftliche Evaluation, an der es in Deutschland weitgehend mangelt. Der Dialog Wissenschaft-Wirtschaftspolitik ist in Deutschland relativ schwach; nicht nur im Vergleich zu Irland, sondern auch mit Blick auf die Niederlande, Schweden, Finnland, Großbritannien und die USA.

Zwar mag die Europäische Kommission den Sparkassen die Vorteile der Gewährträgerhaftung im Interesse von Wettbewerbsneutralität wegnehmen; allerdings besteht weiterhin die grundsätzliche Frage, warum dem Staat verwehrt sein sollte, ein international besonders gutes Rating (AAA) für eine Anschubfinanzierung von Bereichen mit positiven externen Effekten einzusetzen – noch dazu, wenn Marktversagen zu befürchten ist. Mit Blick auf technologieorientierte Gründungsfinanzierung – primär nur in diesem Bereich – ist von daher zu erwägen, ob nicht staatliche bzw. gemischte regionale Förderbanken (ohne Gebietsschutz) in allen EU-Regionen zugelassen werden sollten. Zur Vermeidung von Ineffizienzen könnte man mehrjährige Ausschreibungsverfahren für alle Regionen erwägen, an denen sich auch Privatbanken beteiligen könnten. Eine abgeschwächte Gewährträgerhaftung wäre für diese Spezialinstitute sinnvoll.

Wenn man über Fragen der Kredit- bzw. Kapitalmarktfinanzierung diskutiert, so muss schließlich auch der Bereich der Rechnungslegungsstandards angesprochen werden. Problematisch ist in internationaler Perspektive, dass sich die US-Rechnungslegungsstandards US-GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) zunehmend durchsetzen. Die Problematik liegt darin, dass diese ein fallbasiertes Regelwerk darstellen, bei dem Manager – nach ENRON-Muster – jederzeit neue Gestaltungslücken erfinderisch nutzen können. Da die US-GAAP die IAS (International Accounting Standards), die für EU-Länder verbindlich sein werden, offenbar dominieren bzw. einfärben, ist von längerfristig verminderter Transparenz auf den Kapitalmärkten in der EU auszugehen. Dies gilt insbesondere, wenn nicht gewährleistet wird, dass die Art der Nutzung bi-

lanzieller Wahlrechte nicht im Anhang zur Bilanz ausgewiesen wird, wie dies im deutschen HGB vorgeschrieben ist. Weniger Transparenz der Rechnungslegung bei Großunternehmen wird bei der Kreditfinanzierung auf Bankenseite zu erhöhten Risikozuschlägen führen, die völlig unnötig sind und indirekt natürlich – via Benchmarkfunktion – den Mittelstand belasten werden. Grundsätzlich sollte unter informationsökonomischen Aspekten eine Kreditvergabe durch lokale Banken an primär lokal tätige Unternehmen mit geringeren Eigenkapitalunterlegungsvorschriften einhergehen, als die Gewährung von Krediten an weiter entfernte bzw. in größeren Märkten aktive Firmen. Da es unter Netzwerkgesichtspunkten mit zunehmender Zahl von Tochterbanken in einem Markt Informationsvorteile gibt, könnten Banken mit größerem Filialnetzwerk bei der Kreditvergabe an landesweit in Projekten im Sektor der nichthandelsfähigen Güter aktive Unternehmen mit geringeren Eigenkapitalunterlegungsvorschriften belastet werden. Bei der Kreditvergabe für Projekte im Sektor der handelsfähigen Güter ist hingegen von einer allgemeinen Zugänglichkeit kredit- bzw. marktrelevanter Informationen auszugehen: im Zweifelsfall können entsprechende Informationen von speziellen Informationsanbietern erworben werden.

Vor dem Hintergrund der vorgetragenen Analyse ergibt sich eine Reihe weiterer Forschungsfragen. Mit Blick auf die anstehende EU-Osterweiterung darf dabei die Problematik nicht übersehen werden, dass die Logik der veränderten internationalen Arbeitsteilung auch im Bereich der Mittelstandsförderung eine Schwerpunktverschiebung erfordert, die den relativen Faktorpreisen des Hochlohnlands Deutschland angepasst ist.

Mittelstandsförderprogramme sollten stärker wissens- und technologieintensive Industrie- und Dienstleistungsbereiche fördern; gerade eine solche Akzentverschiebung bedeutet aber eine Potenzierung der Finanzierungsprobleme im Mittelstand. Denn die Kreditvergabe von Banken ist traditionell an dingliche Sicherheiten gebunden, so dass eine Akzentverlagerung weg von besonders kapitalintensiven Produktionsbereichen hin zu stärker wissens- und technologiebasierten Feldern Probleme für die Gründungs- und Expansionsfinanzierung bringt – zumindest insoweit als eine Fremdkapitalfinanzierung im Vordergrund steht. Immaterielle Aktiva sind aus Bankensicht bei der Besicherung von Krediten schlechte Substitute im Vergleich zu Sachkapital. Ob sich die Alternative zur Fremdkapitalfinanzierung – nämlich Eigenkapitalfinanzierung – stärken lässt, ist angesichts geringer Umsatzrenditen vieler KMUs zweifelhaft.

Vermutlich wird Basel II rasch abgeschlossen werden. Allerdings sollte man sich danach dann einem Basel III-Abkommen zuwenden, das die z.T. skandalösen Probleme bei der Anlegerberatung im US-Investmentbanking angehen müsste, wie sie Ende der 90er Jahre bei der US-Börsenhausse eine wichtige Rolle spielten: Analysten von Investmentbanken haben entgegen hausintern negativer Unternehmenseinschätzung immer wieder „Negativ-Unternehmen“ öffentlich zum Kauf empfohlen, um im Zuge einer weiter angefachten Börsenhausse die Geschäftsaussichten im Bereich M&A zu verbessern. Immerhin mußte Credit Suisse First Boston bereits 5 Mrd. Dollar an Entschädigung an Anleger zahlen, zahlreiche Staranalysten wurden entlassen und viele US-Investmentbanken haben für Prozessrisiken erhebliche Rückstellungen gebildet. Da die US-Börsen eine globale Leitfunktion haben, ist es nicht nur in den USA Ende der 90er Jahre zu einer teilweise durch betrügerische Investmentbanken bedingten Aktienkursblase – mit paralleler Überinvestitionswelle im Kontext negativer Kapitalkosten –, sondern auch in anderen OECD-Ländern. In den USA wie in diesen Ländern folgte dann auf die Überinvestitionswelle eine Unterinvestitionsphase, die in den USA und mehr noch in der Eurozone zu einer Phase reduzierten Wachstums geführt hat. Die in den USA zutage getretenen Mißstände im Investmentbanking, die es in ähnlicher Form auch in der EU geben mag, sollten Anlass für die Bankenaufsichtsexperten bei der BIZ

sein, dieses Bankensegment in einer verschärften Regulierung zu erfassen. Auch das Financial Stability Forum täte gut daran, sich dieser Thematik anzunehmen – ignoriert man die Probleme, so wäre dies einerseits nicht sachgerecht, andererseits würde der Eindruck entstehen, dass man auf US-Druck hin Funktionsprobleme der US-Investmentbanken nicht ausleuchten wolle. Dies aber kann nicht im Interesse der Gesamtheit der OECD-Länder und der Weltwirtschaft sein, die bei fortgesetzten Problemen doppelt unter den Verzerrungen in den US-Kapitalmärkten zu leiden hätten: Indem betrügerische Hausseübertreibungen in den USA mit anschließend um so stärkerem Absturz bei den Kursen entstehen, kommt es in den USA und parallel dazu in der Weltwirtschaft zu verstärkten Zyklen der Wirtschaftsentwicklung; und zwar bei gleichzeitiger Fehlallokation von Kapital als Folge negativer bzw. nach unten verzerrter Kapitalkosten. Zudem führt die globale Finanzmarktinterdependenz dann auch zu kurzfristigen internationalen Parallelbewegungen an den Aktienbörsen, die auch zu starken Ausschlägen an den Devisenmärkten führen werden.

Hinzukommen müssten bei Basel III Fragen der Versicherungsaufsicht, denn gerade im Zuge der Herausbildung von Allfinanzkonzernen gibt es kaum Argumente, warum die Bilanzrisiken bei Versicherungen grundsätzlich anders als bei Banken betrachtet werden sollen. Hohe Garantierenditen der Lebensversicherungen etwa in Japan – mit einer von 1992-2002 anhaltenden japanischen Quasi-Stagnation - könnten Versicherungen veranlassen, in ungewöhnlich starkem Maß über riskante Auslandsgeschäfte hohe Renditen zu realisieren versuchen, womit eine künftige Schieflage einer großen Versicherung in Japan indirekt auch große Risiken für die Stabilität der internationalen Finanzmärkte implizieren dürfte. Da im Übrigen in den alternden OECD-Ländern bzw. –Gesellschaften die Bedeutung von Versicherungen langfristig zunimmt – zumal wenn die kapitalgedeckte Säule der Alterssicherung im Zuge von Reform der Sozialversicherung an Relevanz gewinnt –, müssen die Versicherungen ins Visier von Basel III kommen. Hier liegt es an der deutschen bzw. EU-Kreditwirtschaft, den Regierungen bzw. Parlamenten der Mitgliedsstaaten und dem Europäischen Parlament, notwendige Modifikationen einzufordern.

Literaturverzeichnis

ALMUS, M., PRANTL, S.(2001): Dies Auswirkungen öffentlicher Gründungsförderung auf das Überleben und Wachstum junger Unternehmen, ZEW Discussion Paper No. 01-03, Mannheim.

BANK OF ENGLAND, (2001), Financing of Technology-Based Small Firms, London.

BOTTAZZIO, L., DA RIN, M. (2000), Euro.NM and the Financing of European Innovative Firms, IGIER Working Papers, 71.

BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN (2002), Wettbewerb in der Kreditwirtschaft, <http://www.bankenbericht.de/pdf/Fachbeitrag%202.pdf>.

BVK, (2001), Statistik 2001 – Das Jahr 2001 in Zahlen, Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Berlin.

BVK, (2002), Statistik 2002 – Das Jahr 2002 in Zahlen, Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Berlin.

DELOITTE&TOUCHE, (2002), 2. Venture Capital und Private Equity Studie, Frankfurt am Main.

DETKEN, A., OTT-LAUBACH, P. (2002), Die Entwicklung der Kreditneuzusagen, Wirtschaftsdienst, Jg. 10, S.618-625.

DEUTSCHE AUSGLEICHSBANK (2002), Aktuelle Kennzahlen der Dta, <http://www.dta.de>, 02.05.02.

DEUTSCHE BUNDESBANK (2001), Monatsbericht April 2001, Frankfurt.

EHRMANN, T., JOHN, E. (2002) Beschäftigungs- und Wachstumswirkungen staatlicher Gründungsfinanzierung, List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, Band 28, Heft 4, S.391-S.406.

ELLIEHAUSEN, G./WOLKEN, J. (1990): Banking Markets and the use of Financial Services by Small and Medium Sized Business, Board of Governors, Staff Study 160.

ENGEL, D. (2001), Höheres Beschäftigungswachstum durch Venture Capital?, ZEW Discussion Paper No. 01-34, Mannheim.

ENGEL, D. (2002), The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation, ZEW Discussion Paper No. 02-02, Mannheim.

EVCA, (2001), EVCA Yearbook 2001, Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity.

GEBHARDT, G./SCHMIDT, K. (2002), Der Markt für Venture Capital: Anreizprobleme, Governance Strukturen und staatliche Interventionen, Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Heft 3, S.235-255.

IW, (2002), Regionalförderung in Deutschland: Was hat der ostdeutsche Mittelstand davon? iw-trends, Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Heft 3.

KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN (2000), Bericht über die Fortschritte bei der Umsetzung des Risikokapital-Aktionsplans, Brüssel: KOM(2000) 658.

KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN (2002), Beobachtung 2002, Nr.1, Amt für amtliche Veröffentlichungen der Europäischen Gemeinschaften, Luxemburg.

- KORTUM, S., LERNER, J. (1998), Does Venture Capital Spur Innovation?, NBER Working Paper, 6846, Cambridge, Mass.
- OECD (2002), Financial Market Trends, No.83, Paris.
- PETERSON, M./RAJAN, R. (1992): The Benefits of Firm Creditor Relationships: Evidence from Small Business Data, Graduate School of Business, University of Chicago.
- RAGNITZ, J. (2001), Produktivitätsrückstand der ostdeutschen Wirtschaft: eine zusammenfassende Bewertung, IWH-Wirtschaft im Wandel, H. 7/8, 181-189.
- RAMMER, C., ENGEL, D. (2003), Der Beteiligungskapitalmarkt für junge Technologieunternehmen, ZEW Studien zum deutschen Innovationssystem Nr. 14-2003, Mannheim.
- ROLAND BERGER, (2002), Der Beitrag der am Neuen Markt gelisteten Unternehmen für die Beschäftigung in Deutschland, Abschlussbericht, BMWI 2002, http://www.bmwi.de/textonly/Homepage/download/infogesellschaft/Beitragneuermarkt_1.pdf.
- ROSENFELD, M., KORNTHALER, F. (2002), Konsequenzen der EU-Erweiterung für die Regionalförderung in Ostdeutschland, in: Wirtschaft im Wandel, IWH, Heft 9, S.266-279.
- STERNBERG, R.; BERGMANN, H.; TAMÁSY, C. (2001), Global Entrepreneurship Monitor. Länderbericht Deutschland, Köln: Deutsche Ausgleichsbank.
- TURK, F. (2002), Der Mittelstand als Beschäftigungsmotor, Fakt oder Fiktion? In: LIST FORUM, Bd. 28, Heft 3, S.254-272.
- VÖB, (2001), Verständigung zu Landesbanken, Sparkassen und Förderbanken, Aktuelles, Heft II, Bundesverband öffentlicher Banken Deutschlands, Berlin.
- WELFENS, P.J.J., GRAACK, C., Hg., (1999), Technologieorientierte Unternehmensgründungen und Mittelstandspolitik in Europa, Probleme - Risikokapitalfinanzierung - Internationale Erfahrungen, Heidelberg: Springer/Physica.
- WELFENS, P.J.J. (2003), Risk Pricing, Investment and Prudential Supervision: A Critical Evaluation of Basel II Rules, EIIW Working paper No. 104, Wuppertal University, submitted to BIS (siehe auch www.euroeiw.de)

EIIW Discussion Papers

ISSN 1430-5445:

Standing orders (usually 13 issues or more p.a.): academic rate 95 Euro p.a.; normal rate 250 Euro p.a.

Single orders: academic rate 10 Euro per copy; normal rate 20 Euro per copy.

Die Zusammenfassungen der Beiträge finden Sie im Internet unter:

The abstracts of the publications can be found in the internet under:

<http://www.euroeiw.de>

- No. 1 **Welfens, P.J.J.:** Telecommunications in Systemic Transformation, January 1995.
- No. 2 **Welfens, P.J.J.; Graack, C.:** Telecommunications in Western Europe: Liberalization, Technological Dynamics and Regulatory Developments, January 1995.
- No. 3 **Welfens, P.J.J.:** Achieving Competition in Europe's Telecommunications Sector, February 1995.
- No. 4 **Addison, J.T.:** The Dunlop Report: European Links and Other Odd Connections, May 1995.
- No. 5 **Addison, J.T.; Blackburn, McKinley L.:** A Puzzling Aspect of the Effect of Advance Notice on Unemployment, May 1995.
- No. 6 **Welfens, P.J.J.; Graack, C.:** Deregulierungspolitik und Wettbewerb in Netzindustrien: Bedeutung und Optionen für osteuropäische Transformationsländer, May 1995.
- No. 7 **Addison, J.T. Chilton, J.B.:** Models of Union Behavior, June 1995.
- No. 8 **Graack, C.:** EU-Telecom Markets and International Network Alliances: Developments, Strategies and Policy Implications, August 1995.
- No. 9 **Welfens, P.J.J.:** Koordinationserfordernisse der EU-Infrastrukturpolitik, November 1995.
- No. 10 **Hillebrand, R.:** Umweltpolitik in föderalen Systemen - eine kritische Analyse der EU-Umweltpolitik, December 1995.
- No. 11 **Addison, J.T.; Schnabel, C.; Wagner J.:** On the Determinants of "Mandatory" Works Councils in Germany, December 1995.
- No. 12 **Welfens, P.J.J.:** Towards Full Employment and Growth in the European Union, December 1995.
- No. 13 **Welfens, P.J.J.:** Wirtschaftspolitische Kompetenzverteilung in der Europäischen Union, December 1995.
- No. 14 **Welfens, P.J.J.:** Privatization, Efficiency and Equity, January 1996.
- No. 15 **Hartwig, K.-H.; Welfens P.J.J.:** EU and Eastern Europe: Western European Integration and Eastern European Transformation, May 1996.
- No. 16 **Welfens, P.J.J.:** Konsequenzen einer Osterweiterung für die EU und deren Reformbe-

darf, May 1996.

- No. 17 **Graack, C.:** Structure of the Telecoms Sector and Degree of Internationalization in Europe and Russia, July 1996.
- No. 18 **Bogai, D.:** Werkstatt der Deutschen Einheit? Wirtschaft und Arbeitsmarkt in der Region Berlin-Brandenburg, October 1996.
- No. 19 **Graack, C.:** Internationale Aspekte der Telekommunikationswirtschaft: Liberalisierung, internationale Tarifmechanismen und Wohlfahrtseffekte, October 1996.
- No. 20 **Jungmittag, A.; Welfens P.J.J.:** Telekommunikation, Innovation und die langfristige Produktionsfunktion: Theoretische Aspekte und eine Kointegrationsanalyse für die Bundesrepublik Deutschland, October 1996.
- No. 21 **Welfens, P.J.J.; Guth M.:** EU-Strukturpolitik in Deutschland: Entwicklung, Effizienzüberlegungen und Reformoptionen, October 1996.
- No. 22 **Welfens, P.J.J.; Graack C.:** Telekommunikationsmärkte in Europa: Marktzutrittschermisse und Privatisierungsprobleme aus Sicht der Neuen Politischen Ökonomie, October 1996.
- No. 23 **Welfens, P.J.J.:** Die Position Deutschlands im veränderten Europa: Wirtschaftliche und reformpolitische Perspektiven, November 1996.
- No. 24 **Hartmann, P.:** Foreign Exchange Vehicles Before and After EMU: From Dollar/Mark to Dollar/Euro?, November 1996.
- No. 25 **Jungmittag, A.; Welfens P.J.J.:** The Political Economy of EMU and Stabilization Policy, May 1997.
- No. 26 **Hölzler, H.:** Privatisierung und Einführung von Wettbewerb in Rußland, January 1996.
- No. 27 **Welfens, P.J.J.:** Small and Medium-sized Companies in Economic Growth: Theory and Policy Implications in Germany, May 1997.
- No. 28 **Bogai, D.:** Europäische Arbeitsmarktpolitik und nationale beschäftigungspolitische Initiativen, May 1997.
- No. 29 **Welfens, P.J.J.:** Research & Development Policy and Employment, June 1997.
- No. 30 **Sinclair, A.:** Liberalising the Electricity Supply Industry in Western and Eastern Europe: Lessons for Russia, July 1997.
- No. 31 **Graack, C.:** Infrastructure Investments and Regulation in Telecommunications, July 1997.
- No. 32 **Welfens, P.J.J.; Schwarz A.:** Die Rolle des Staates in der Sozialen Marktwirtschaft bei Globalisierung der Wirtschaftsbeziehungen, August 1997.
- No. 33 **Welfens, P.J.J.; Wiegert R.:** Transformation Policies, Regulation of Telecommunications and Foreign Direct Investment in Transforming Economies, July 1997.
- No. 34 **Welfens, P.J.J.:** Internationalization of Telecoms, Deregulation, Foreign Investment and Pricing: Analysis and Conclusions for Transforming Economies, July 1997.
- No. 35 **Schwarz, A.:** Subventionspolitik in den mittel- und osteuropäischen Transformationsländern: Gegenwärtige Strukturen, Probleme und Transparenzdefizite, September 1997.
- No. 36 **Welfens, P.J.J.; Hillebrand R.:** Globalisierung der Wirtschaft: Wirtschaftspolitische

- Konsequenzen des internationalen Standortwettbewerbs, September 1997.
- No. 37 **Stiller, H.:** Material Intensity of Transportation and Implications for Sustainable Mobility in Europe, September 1997.
- No. 38 **Gerstberger, T.; Graack C.:** Competition and Deregulation in the Japanese Telecommunications Network Industry, September 1997.
- No. 39 **Welfens, P.J.J.:** Wirtschaftspolitische Flankierungserfordernisse des Euro-Starts, November 1997.
- No. 40 **Aslund, A.:** The Political Economy of Systemic Transformation and Institution-Building, November 1997.
- No. 41 **Guth, M.:** Regionale Beschäftigungspakte im Rahmen der EU-Strukturpolitik: Hintergrund und Einordnung, November 1997.
- No. 42 **Jungmittag, A.; Welfens P.J.J.:** Politische Ökonomie der Europäischen Währungsunion und Stabilitätspolitik, January 1998.
- No. 43 **Welfens, P.J.J.:** Labor Costs, Unemployment and Innovation, February 1998.
- No. 44 **Addison, J.T.; Audretsch, D.B.; Gries, T.; Grupp H.; Welfens, P.J.J.:** Economic Globalization, Innovation and Growth, April 1998.
- No. 45 **Welfens, P.J.J.:** Euro, Währungsunion und EU-Binnenmarkt, April 1998.
- No. 46 **Addison, J.T., Schnabel, C.; Wagner J.:** Works Councils in Germany: Their Effects on Firm Performance, March 1998.
- No. 47 **Addison, J.T.; Portugal, P.:** Short- and Long-Term Unemployment, March 1998.
- No. 48 **Welfens, P.J.J.:** Trade and Optimum Import Tariffs: A Note in the Context of Foreign Direct Investment, June 1998.
- No. 49 **Bohn, F.:** Monetary Union and the Interest-Exchange Trade-off, July 1998.
- No. 50 **Welfens, P.J.J.:** Exchange Rate Policy for the Euro: Theory, Strategic Issues and Policy Options, July 1998.
- No. 51 **Addison, J.T.; Portugal P.:** Job Search Methods and Outcomes, July 1998.
- No. 52 **Jungmittag, A.; Welfens P.J.J.:** Telecommunication, Innovation and the Long-Term Production Function: Theoretical Analysis and a Cointegration Analysis for West Germany 1960-1990, August 1998.
- No. 53 **Welfens, P.J.J.:** Eastern EU Enlargement: Problems, Conflicts and Policy Options, September 1998.
- No. 54 **Welfens, P.J.J.:** Die russische Transformationskrise: Monetäre und reale Aspekte sowie Politikoptionen, November 1998.
- No. 55 **Graack, C.; Welfens, P.J.J.:** Internationaler Technologiewettlauf, Arbeitsmarktdynamik und Unternehmensgründungsdynamik bei Standortkonkurrenz, September 1998.
- No. 56 **Welfens, P.J.J.:** Liberalisierung der Energiewirtschaft in Deutschland und EU-Partnerländern, Januar 1999
- No. 57 **Welfens, P.J.J.:** The Russian Transformation Crisis: Origins, Analysis and New Policy Requirements, January 1999

- No. 58 **Komulainen , Tuomas:** Currency Crisis Theories – Some Explanations for the Russian Case, May 1999
- No. 59 **Welfens, P.J.J.:** Internet Market Dynamics in Germany: From a small Market towards a Strategic Sector of the Economy, May 1999
- No. 60 **Wiegert, R.:** Der russische Bankensektor im Prozeß der Systemtransformation, Juni 1999
- No. 61 **Vogelsang, M.:** How to rescue Japan: Proposal of a staggered VAT reform. Draft, May 1999
- No. 62 **Welfens, P.J.J.:** The Start of the Euro, International Relations and Inflation, April 1999
- No. 63 **Sutela, P.:** Overcoming the Russian Transformation Crisis: Selected Issues and Policy Options, June 1999
- No. 64 **Bohn, F.:** The Italian Case: A Parable for the Eastern Enlargement of the EMU, July 1999
- No. 65 **Meyer, B.; Welfens, P.J.J.:** Innovation – Augmented Ecological Tax Reform: Theory, Model Simulation and New Policy Implications, September 1999
- No. 66 **Gavrilencov, E.:** Crisis in Russia: Selected Problems of the Macroeconomic Performance, September 1999
- No. 67 **Steinsdorff, S. v.:** Wie demokratisch ist Rußland? Dezember 1999
- No. 68 **Pelzel, R.:** Internationalisierung der Telekommunikation, eine Vergleichsanalyse für USA, Großbritannien und Deutschland, Dezember 1999
- No. 69 **Serebryakov, G.:** Structural Change and Econometric Prospective, January 2000
- No. 70 **Bohn, F.:** Political Instability, Inflation, and International Loans, February 2000
- No. 71 **Welfens, P.J.J.:** The EU and Russia: Strategic Aspects of Transformation and Integration, April 2000
- No. 72 **Jungmittag, A.:** Techno-Globalismus: Mythos oder Realität?, Juli 2000
- No. 73 **von Westernhagen, N.:** The Role of FDI in the Transition Process of Selected CIS and Eastern European Countries, September 2000
- No. 74 **Welfens, P.J.J.; Hollants, J.; Kauffmann, A.:** Mittelständische Unternehmen und das Internet: Perspektiven in Deutschland, Oktober 2000
- No. 75 **Jungmittag, A.; Welfens, P.J.J.:** Auswirkungen einer Internet Flatrate auf Wachstum und Beschäftigung in Deutschland, März 2000
- No. 76 **Addison, J.T.:** Is Community Social Policy Beneficial, Irrelevant, or Harmful to the Labor Market Performance of the European Union?, September 2000
- No. 77 **Welfens, P.J.J.:** Modern Exchange Rate Theory and Schumpetrian Economic Analysis: New Approach and Application to the Euro, June 2000
- No. 78 **Guth, M.:** From technology policy for regions to regional technology policy towards a new policy strategy in the EU, December 2000
- No. 79 **Welfens, P.J.J.; Kauffmann, A.; Vogelsang, M.:** Evaluationsbericht: Das Internet strategisch richtig nutzen, Februar 2001

- No. 80 **Welfens, P.J.J.:** Transatlantische Wachstumsunterschiede, Euro-Schwäche und Finanzpolitik, Mai 2001
- No. 81 **Jungmittag, A.; Welfens, P.J.J.:** Effects of an Internet Flat Rate on Growth and Employment in Germany, February 2001
- No. 82 **Welfens, P.J.J.:** Transatlantic Growth Differentials, ICT Dynamics, Fiscal Policy and the Fall of the Euro, July 2001
- No. 83 **Wiegert, R.:** Financial Sector and Human Capital in a Long-Term Growth Perspective: The Case of Russia, July 2001
- No. 84 **Addison J.T.:** Principles of Market-Oriented Labor Market Policies; July 2001
- No. 85 **Jungmittag, A.; Welfens, P.J.J.:** Europäische Telekomliberalisierung und Außenhandel: Theorie, Gravitationsansatz und Implikationen, Juni 2001
- No. 86 **Ponder, J.K.:** Telekommunikationssektor in Polen: Entwicklungen, Investitionsperspektiven und Regulierung, Oktober 2001
- No. 87 **Jungmittag, A.; Welfens P.J.J.:** Liberalization of EU Telecommunications and Trade: Theory, Gravity Equation Analysis and Policy Implications, October 2001
- No. 88 **Bohn, F.:** Powerful Groups and Corruption, December 2000
- No. 89 **Welfens, P.J.J.:** Aggregation in a Two-Sector Growth Model: A Modified Solow Approach with Cobb-Douglas Production Functions, September 2001
- No. 90 **Welfens, P.J.J.:** Stabilization and Growth: A New Model, October 2001
- No. 91 **Addison, J.T.:** Principles of Market-Oriented Labor Market Policies, March 2002
- No. 92 **Jungmittag, A.:** Innovationsdynamik in der EU: Konvergenz oder Divergenz?, Eine Zeitreihen-Querschnittsanalyse, Februar 2002
- No. 93 **Welfens, P.J.J.; Wiegert, R.:** Reform des Bankensektors und Stabilität in Rußland, November 2001
- No. 94 **Welfens, P.J.J.:** Mittelfristige Herausforderungen für Euroland: Stabilität, EU-Osterweiterung, Wachstum; November 2001
- No. 95 **Welfens, P.J.J.:** Constitutional Issues and the Quality of Political Competition: Analysis and Implications for a Future EU Constitution, April 2002
- No. 96 **Jungmittag, A.:** Innovation Dynamics in the EU: Convergence or Divergence?, A Cross-Country Panel Data Analysis, June 2002
- No. 97 **Welfens, P.J.J.:** I&K-Technologie, Produktivität und Wachstum: Transatlantische Analyseperspektiven und wirtschaftspolitische Optionen, Juli 2002
- No. 98 **Jungmittag, A.; Welfens, P.J.J.:** Telecommunication, Internet, Innovation and Growth in Europe and the US, August 2002
- No. 99 **Welfens, P.J.J.:** Finanzpolitik zwischen Wachstumsschwäche und Maastrichter Vertrag / Stabilitätspakt: Ausgabenschwerpunkte neu setzen und kluge Steuerreform, September 2002
- No. 100 **Gavrilenkoy, E.:** Macroeconomic Situation in Russia - Growth, Investment and Capital Flows, October 2002
- No. 101 **Agata, K.:** Internet, Economic Growth and Globalization, November 2002

- No. 102 **Blind, K.; Jungmittag, A.:** Ausländische Direktinvestitionen, Importe und Innovationen im Dienstleistungsgewerbe, February 2003
- No. 103 **Welfens, P.J.J.; Kirn, T.:** Mittelstandsentwicklung, BASEL-II-Kreditmarktprobleme und Kapitalmarktperspektiven, Juli 2003

EIIW Economic Policy Analysis

- No. 1 **Welfens, P.J.J.:** Globalisierung der Wirtschaft und Krise des Sozialstaats: Ist die Wirtschaftswissenschaft am Ende?, April 1997
- No. 2 **Welfens, P.J.J.:** Nach der D-Mark kommt die E-Mark: Auf dem Weg zur EU-Währungsunion, Juli 1997
- No. 3 **Welfens, P.J.J.:** Beschäftigungsförderliche Steuerreform in Deutschland zum Euro-Start: Für eine wachstumsorientierte Doppelsteuerreform, Oktober 1998

Fordern Sie den EIIW Newsletter an: www.euroeiiw.de

Please subscribe to EIIW Newsletter: www.euroeiiw.de

Weitere Beiträge von Interesse: Titels of related interest:

MC MORROW, K.; RÖGER, W. (2003), The Economic and Financial Market Consequences of Global Aging, Heidelberg and New York: Springer.

WIEGERT, R. (2003), Transformation, Wachstum und Wettbewerb in Rußland, Heidelberg und New York: Springer.

PETZOLD, L. (2003), Infrastrukturreform in Transformationsländern, Lohmar: EUL-Verlag.

LANE, T., ODING, N., WELFENS, P.J.J. (2003), Real and Financial Economic Dynamics in Russia and Eastern Europe, Heidelberg and New York: Springer.

BARFIELD, C.E., HEIDUK, G., WELFENS, P.J.J. (2003), Internet, Economic Growth and Globalization, Perspectives on the New Economy in Europe, Japan and the USA, Heidelberg and New York: Springer.

GRIES, T., JUNGMITTAG, A., WELFENS, P.J.J. (2003), Neue Wachstums- und Innovationspolitik in Deutschland und Europa, Heidelberg und New York: Springer.

ADDISON, J.T., WELFENS, P.J.J. (2003), Labor Markets and Social Security, Heidelberg and New York: Springer.

WELFENS, P.J.J., WIEGERT, R. (2002), Transformationskrise und neue Wirtschaftsreformen in Russland, Heidelberg und New York: Springer.

WESTERNHAGEN, N. VON (2002), Systemic Transformation, Trade and Economic Growth, Heidelberg and New York: Springer.

AUDRETSCH, D.B., WELFENS, P.J.J. (2002), The New Economy and Economic Growth in Europe and the US, Heidelberg and New York: Springer.

WELFENS, P.J.J. (2002), Interneteconomics.net, Heidelberg and New York: Springer.

- BUNTE, H.-J., WELFENS, P.J.J. (2002), Wettbewerbsdynamik und Marktabgrenzungen auf Telekommunikationsmärkten, Heidelberg und New York: Springer.
- JUNGMITTAG, A., WELFENS, P.J.J. (2002) Internet, Telekomliberalisierung und Wirtschaftswachstum, Heidelberg und New York: Springer.
- SCHWARZ, A. (2001), Subventionen in Mittel- und Osteuropa, Lohmar: EUL-Verlag.
- PELZEL, R.F. (2001), Deregulierte Telekommunikationsmärkte, Heidelberg und New York: Springer.
- WELFENS, P.J.J. (2001), Stabilizing and Integrating the Balkans, Heidelberg and New York: Springer.
- WELFENS, P.J.J. (2001), Internationalization of the Economy and Environmental Policy Options, Heidelberg and New York: Springer.
- WELFENS, P.J.J. (2001), European Monetary Union and Exchange Rate Dynamics, Heidelberg and New York: Springer.
- GAVRILENKOV, E., WELFENS, P.J.J. (2000), Restructuring , Stabilizing and Modernizing the New Russia, Heidelberg and New York: Springer.
- TILLY, R., WELFENS, P.J.J. (2000), Economic Globalization, International Organizations and Crisis Management, Heidelberg and New York: Springer.
- JUNGMITTAG, A., REGER, G., REISS, T. (Eds., 2000), Changing Innovation in the Pharmaceutical Industry. Globalization and New Ways of Drug Development, Heidelberg and New York: Springer.
- GRAACK, C., WELFENS, P.J.J. (1999), Technologieorientierte Unternehmensgründungen und Mittelstandspolitik in Europa, Heidelberg und New York: Springer.
- GRAACK, C., GRINBERG, R., WELFENS, P.J.J., YARROW, G. (Eds., 1999), Towards Competition in Network Industries – Telecommunications, Energy and Transportation in Europe and Russia, Heidelberg and New York: Springer.
- ADDISON, J.T., AUDRETSCH, D.B., GRIES, T., GRUPP, H., WELFENS, P.J.J. (1999), Globalization, Economic Growth and Innovation Dynamics, Heidelberg and New York: Springer.
- WELFENS, P.J.J. (1999), EU Eastern Enlargement and the Russian Transformation Crisis, Heidelberg and New York: Springer.
- WELFENS, P.J.J. (1999), Globalization of the Economy, Unemployment and Innovation, Heidelberg and New York: Springer.
- TILLY, R., WELFENS, P.J.J. (1999), Economic Globalization, International Organizations and Crisis Management, Heidelberg and New York: Springer.
- WELFENS, P.J.J. et al. (eds., 1998), Competition in Network Industries: Telecommunications, Energy and Transportation in Europe and Russia, Heidelberg and New York: Springer.
- PALKINAS, P.; EICHHORN, B., WELFENS, P.J.J. (eds., 1998), Europäische Währungsunion: Argumente und Fakten zur Euro-Debatte, Frankfurt/Main.
- GLOEDE, K., STROHE, H.B. WAGNER, D., WELFENS, P.J.J. (eds., 1998), Systemtransformation in Deutschland und Rußland: Erfahrungen, ökonomische Perspektiven und politische Optionen, Heidelberg und New York: Springer.
- AUDETSCH, D.B., ADDISON, J.T. GRUPP, H., WELFENS, P.J.J. (1998), Technological Competition, Employment and Innovation Policy in OECD Countries, Heidelberg and New York: Springer.

- ADDISON, J.T., WELFENS, P.J.J. (eds., 1998), *European Labor Markets and Social Security*, Heidelberg and New York: Springer.
- GRAACK, C. (1997), *Telekommunikationswirtschaft in der Europäischen Union: Innovationsdynamik, Regulierungspolitik und Internationalisierungsprozesse*, Heidelberg: Physica (award-winning book).
- WELFENS, P.J.J., WOLF, H. (ed., 1997), *Banking, International Capital Flows and Growth in Europe*, Heidelberg and New York: Springer.
- BÖRSCH-SUPAN, A., VON HAGEN, J., WELFENS, P.J.J. (eds., 1996,1997), *Springers Handbuch der Volkswirtschaftslehre, Band 1 und 2*, Heidelberg und New York: Springer.
- WELFENS, P.J.J., YARROW, G. (eds., 1996), *Telecommunications and Energy in Systemic Transformation*, Heidelberg and New York: Springer.
- GRAACK, C., WELFENS, P.J.J. (1996), *Telekommunikationswirtschaft: Deregulierung, Privatisierung und Internationalisierung*, Heidelberg und New York: Springer: (award-winning book).
- WELFENS, P.J.J. (ed., 1996), *European Monetary Integration*, 3rd edition, Heidelberg and New York: Springer.
- WELFENS, P.J.J. (ed., 1996), *Economic Aspects of German Unification*, 2. rev. and enlarged edition, Heidelberg and New York: Springer.
- TILLY, R., WELFENS, P.J.J. (eds., 1995), *European Economic Integration as a Challenge to Industry and Government*, Heidelberg and New York: Springer.
- WELFENS, P.J.J. (1995), *Grundlagen der Wirtschaftspolitik*, Heidelberg und New York: Springer.
- JASINSKI, P., WELFENS, P.J.J. (1994), *Privatization and Foreign Direct Investment in Transforming Economies*, Aldershot: Dartmouth/Gower.
- WELFENS, P.J.J. (1992), *Market-oriented Systemic Transformation in Eastern Europe. Problems, Theoretical Issues and Policy Options*, Heidelberg and New York: Springer.
- KLEIN, M., WELFENS, P.J.J. (eds., 1992), *Multinationals in the New Europe and Global Trade*, Heidelberg and New York: Springer.
- WELFENS, P.J.J. (1990), *Internationalisierung von Wirtschaft und Wirtschaftspolitik*, Heidelberg und New York: Springer.
- BALCEROWICZ, L., WELFENS, P.J.J. (1988), *Innovationsdynamik im Systemvergleich. Theorie und Praxis unternehmerischer, gesamtwirtschaftlicher und politischer Neuerung*, Heidelberg: Physica.