

## Berichte

### Unternehmensfinanzierung in Holland

Es ist nicht die Absicht dieses Beitrags, jede mögliche Finanzierungsart zu erörtern. Vielmehr soll untersucht werden, was unter den niederländischen Bedingungen in Zukunft von den verschiedenen Finanzierungsmöglichkeiten erwartet werden kann. Dabei stehen die sogenannten internen Finanzierungsmittel am Anfang, deren Quelle der cash-flow ist. Er erscheint als die einfachste Art, um über Finanzierungsmittel zu verfügen. Was „intern“, d. h. im Unternehmen, vorhanden ist, braucht nicht mehr durch oft langwierige Verhandlungen von draußen herangeschafft zu werden.

Man täusche sich jedoch nicht: Ohne Ertrag, ohne Absatz, ohne Verkauf, ohne zumindest kostendeckende Produktion gibt es auch keinen cash flow. Die Sicherheit des Absatzes mit guten Gewinnspannen ist eine erste Voraussetzung, um über sogenannte interne Mittel verfügen zu können. Für viele Unternehmen bilden sie fast die einzige Finanzierungsquelle, die zur Verfügung steht. Es ist daher selbstverständlich, daß immer auf einen ausreichenden Absatz geachtet werden muß; und zwar nicht nur aus absatzpolitischen, sondern auch aus Finanzierungsüberlegungen. Aus den gleichen Gründen ist auf eine ausreichende Rentabilität zu achten.

Die über den Gewinn verdienten Abschreibungen sind, sofern sie nicht für die Tilgung von Krediten benötigt werden, eine besonders naheliegende Quelle für die Finanzierung des betrieblichen Wachstums. Die aus Abschreibungen finanzierte Vergrößerung des Anlagenbestandes führt ihrerseits wieder zu erhöhten Abschreibungen, und so scheint es, als ob sich das weitere Wachstum selbst finanziert, bis zwischen freiwerdenden Abschreibungen und Investitionen ein Periodengleichgewicht zustande kommt. Das ist eine Situation, die deshalb so erstrebenswert erscheint, weil sie die Sorge, die Abschreibungsbeträge auf dem Ersatzniveau zu halten, merklich vermindert. Dies wird noch um so angenehmer empfunden, weil sich die wirtschaftliche Lebensdauer vieler Produktionsmittel verringert.

Nicht jedes Unternehmen kann aber diesen Gleichgewichtspunkt erreichen, weil oft die Zusammensetzung des Produktionsapparates nicht differenziert genug ist. Darum muß auf Finanzierungsschwierigkeiten als Motiv für die Fusion von Unternehmen hingewiesen werden. Was das Einzelunternehmen an Diversifikation als Finanzierungsgrundlage nicht erreichen kann, ist bei einem Zusammenschluß eher möglich. Gerade dieser Finanzierungsaspekt einer Fusion wird jedoch allzu sehr vernachlässigt.

Die Finanzierung aus der Gewinnquote des cash flow ist nicht weniger wichtig. Es ist jedoch zu bedenken, daß die Einbehaltung des Gewinnanteils als Finanzierungsmittel mit der Gewinnausschüttung konkurriert und deshalb als alternative Verwendung des Gewinnes angesehen werden muß. Damit sind dann einige Aspekte verbunden, an denen man nicht vorbegehen darf.

1. Es muß der Überlegung Rechnung getragen werden, daß man die bisherigen Eigentümer des risikotragenden Vermögens auch in Zukunft wohl nötig haben dürfte. Darum sollte man für eine angemessene Rendite sorgen; nicht im Hinblick auf ein nichtssagendes nominales Beteiligungskapital, sondern im Hinblick auf das gesamte, von den Teilhabern zur Verfügung gestellte reale Vermögen. Angemessen ist eine Rendite des realen Eigenkapitals, wenn sie mindestens dem allgemein geltenden Zins gleich ist, plus einem Zuschlag, der von den Risiken des Unternehmens abhängt. Diese Mindestverzinsung wird wahrscheinlich kaum unter 10 % liegen.

2. In wachsendem Maße gewinnen andere als die bisherigen Teilhaber Interesse, in Zukunft am Gewinn der Unternehmen zu partizipieren. Dadurch kann sogar oft die genannte Forderung nach angemessener Verzinsung konterkariert, das Heranziehen von neuem risikotragendem Kapital ernsthaft behindert und obendrein auch die eigentliche interne Finanzierung gestört werden. Wenn man diese These durch die Feststellung entkräften will, daß die neuen Teilhaber bereit sind, dem Unternehmen unter mehr oder minder günstigen Bedingungen Finanzierungsmittel zur Verfügung zu stellen, dann muß auf die ernsthaften Komplikationen hingewiesen werden, die dies bei der Finanzierung heraufbeschwören kann. Denn das Heranziehen langfristigen oder risikotragenden Kapitals aufgrund eines Automatismus, der auf Vertrag beruht, ist keine vernünftige Finanzierungsbasis. Die Wahl der Finanzierungsform, die damit verbundenen Kosten und deren Liquiditätswirkung sind auf diese Weise vorgeschrieben, wohingegen die jeweils optimale Finanzierung aufgrund freier Entscheidung zustande kommen sollte.

Nach Berichten über das Wachstum und die Struktur unserer Wirtschaft hat während der vergangenen Jahre die Selbstfinanzierung der Betriebe relativ abgenommen. Es ist nicht undenkbar, daß sich in Zukunft die Möglichkeiten der Selbstfinanzierung wegen sinkender Gewinnspannen und wegen der Beteiligung anderer Kapitaleigner am Gewinn noch weiter verschlechtern werden, während gerade die Investitionen in Verbindung mit kapitalintensiven Produktionstechniken, die Unternehmen finanziell weniger flexibel machen wird. Sie werden mühsamer zu manövrieren sein, wodurch eher ein zunehmendes Bedürfnis nach risikotragendem Kapital entstehen wird. Bei mittelgroßen und kleinen Unternehmen bieten jedoch die einbehaltenen Gewinne in vielen Fällen die einzige Lösung. Die Aussichten für die Finanzierung aus dem Gewinn sind zukünftig vor allem für die zuletzt bezeichneten Unternehmen düster. Dies unterstreicht die Notwendigkeit, vor allem das Klima für und die Möglichkeit zur Einbringung risikotragenden Kapitals von außen her zu verbessern. Dies ist um so schwieriger, wenn man bedenkt, daß auch die Beschaffung von Fremdmitteln immer von einer ausreichenden Grundlage des risikotragenden Eigenkapitals abhängig ist.

Wenn man über interne Finanzierung spricht, sollte man die Möglichkeit nicht vergessen, Kapital durch einen rationelleren Einsatz der Betriebsmittel zu mobilisieren. Für viele Unternehmen, die das bisher zu wenig beachtet haben, bestehen hier gewisse Chancen. Die Einführung einer rationellen Verwaltung der Lagerbestände, der Debitoren und — nicht zu vergessen — auch der Liquidität, eine sorgsame Planung des Bedarfs und das Streben nach einem optimalen Volumen der Betriebsmittel kann bei vielen Unternehmen zu relativ bedeutenden Einsparungen von Finanzierungsmitteln führen.

Das genaue Planen und Kontrollieren von Umsatzgeschwindigkeit, Warenbeständen, Debitoren usw. und eine genaue Analyse der Faktoren, die für den Bedarf an Finanzierungsmitteln von Einfluß sind, kurzum, ein genaues finanzielles Management, ist daher dringend erforderlich. Gerade kleine und mittelgroße Unternehmen kranken daran, daß die wirtschaftliche Verwaltung der verfügbaren Mittel oft unzureichend ist.

Ich komme nun zur externen Finanzierung und zuerst zur Hereinnahme von Mitteln durch die Aufnahme von Geld auf kurze, mittlere oder lange Frist. Es ist klar, daß der cash flow hierbei erneut eine bedeutende Rolle spielt. Alle Mittel, die durch Anleihen auf dem Geld- oder Kapitalmarkt beschafft werden, müssen aus intern fließenden Mitteln zurückgezahlt werden, so daß in der Tat die Inanspruchnahme des Kapitalmarkts in

Erwartung auf einen künftigen cash flow des Unternehmens vor sich geht; es sei denn, es handelt sich um risikotragendes Kapital, das aufgenommen wird.

Die Verwendung von Kreditmitteln legt dem Unternehmen natürlich zusätzliche Lasten auf. Wenn bisher die Kapazität zur Bezahlung von Verpflichtungen aus Krediten vollständig ausgenutzt wurde, müssen die zusätzlichen Belastungen mit der Aufbringungskapazität der Investitionen und den sich daraus ergebenden zusätzlichen Geldströmen in Gleichgewicht gehalten werden.

Im Unterschied zur Finanzierung durch den schon bestehenden cash flow erfordert dies lange Vorbereitungen — z. B. Verhandlungen über Bedingungen — wobei besonders auch an die zu stellenden Sicherheiten gedacht werden muß, was das Unternehmen in seiner Bewegungsfreiheit einschränken kann. Gebundene Aktiva und/oder Verpflichtungen können für die künftige Finanzpolitik den Zugang zu neuen Finanzierungsquellen ernsthaft behindern, wenn nicht sogar blockieren.

Die Kreditfinanzierung ist in Verbindung mit der Hebelwirkung, die jeder Unternehmer gut kennt, ganz besonders für die Eigenkapitalverstärkung nützlich. Er weiß, daß es vorteilhaft ist, mit fremden Mitteln zu finanzieren, wenn die Zinszahlungen niedriger liegen als das Kapitalaufkommen in seinem Unternehmen. Es ist nur schwer, das rechte Maß zwischen dem Hebeleffekt und den Risiken zu finden, die bei zunehmender Finanzierung mit Fremdkapital immer größer werden.

Es ist nicht verwunderlich, daß die Kreditfinanzierung in Zeiten starker Expansion — und besonders auch bei inflationärer Entwicklung — stark zunimmt. Ob dadurch das finanzielle Gleichgewicht zu sehr unterminiert wurde, zeigt sich oft schon bei dem folgenden konjunkturellen Umschlag. Daß ein Land wie Japan mit der stärksten wirtschaftlichen Expansion die relativ höchste Fremdkapitalfinanzierung aufweist, ist nicht zufällig. Daß in einer weniger expansiven Wirtschaft wie England die Fremdfinanzierungsquote in der Finanzierungsstruktur der Unternehmen sehr gering ist, bildet das Gegenbeispiel.

Nach diesen allgemeinen Bemerkungen über Fremdfinanzierung will ich nun die Frage stellen, ob die bekannten Finanzierungsformen erweitert werden können.

Beginnen wir mit der bekannten Form, dem Bankkredit. Holländische Banken haben bisher ihre Aufgaben immer noch gut gelöst; sie sind über die traditionelle Finanzierung der Betriebsmittel hinausgegangen und

haben auch die Erwartung künftiger Gewinne zur Beurteilung herangezogen. Dabei gelten neben der Forderung von speziellen Sicherheiten die Solvenz und die Rentabilität als vornehmste Beurteilungsbasis, wobei die beiden letzten von den Banken individuell beurteilt wurden. Die Banken werden auch in Zukunft ihre Funktion innerhalb des Rahmens der durch die Behörden gezogenen Grenzen erfüllen.

Ich möchte nicht behaupten, daß die Banken für die künftige industrielle Entwicklung eine größere Kreditbereitschaft zeigen müssen, indem sie im Hinblick auf die Sicherheit und Solvenz flexiblere Anforderungen stellen. Die einzige Frage, die hier vorsichtig zu stellen ist, ob nicht vielleicht in solchen Fällen, wo die Kreditgewährung wegen des Fehlens von bankmäßigen Sicherheiten bei sonst gesunden Betrieben unterbleiben muß, vielleicht die Kreditversicherung (wie das bei Landwirtschaftskrediten der Fall ist) auf der Basis der sogenannten sekundären Sicherheiten doch noch Möglichkeiten eröffnen kann. Das würde sich dann wieder in besonderen Prämien niederschlagen, aus denen ein Fonds gebildet werden könnte, der eventuelle Verluste auffangen kann.

Sehen wir uns die langfristigen Kredite an. Bei der Hypothek kann ich mich kurz fassen; sie wird auch in der Industrie angewandt. Die Verwertungsmöglichkeiten des Pfandes sind für diese Kreditform bestimmend. Auch hier könnte Kreditversicherung Möglichkeiten eröffnen, um weiter zu gehen als bis zu den gebräuchlichen Beleihungsgrenzen. Eine nähere Untersuchung wäre sicher der Mühe wert.

Die Industrie-Obligation ist bei dem anlagesuchenden Publikum nicht sehr beliebt. Es sind in der Tat nur die finanziell starken Unternehmen, die mit der Emission von Obligationen von sich reden machten. Daß die Obligation in der Form der Wandelobligation attraktiver geworden ist, gilt meiner Ansicht nach nur dort, wo die Umwandlung bald erfolgen kann. In diesen Fällen ist die Obligation jedoch nicht mehr als eine Übergangsform der Finanzierung, gewissermaßen eine Art Zwischenfinanzierung, die für das Unternehmen übrigens sehr günstig sein kann. Ich meine aber, daß die Finanzierungsmöglichkeiten durch Obligationen auch in Zukunft immer beschränkt bleiben werden. Als einer der Gründe, warum die normale Industrieobligation meiner Meinung nach als Finanzierungsmittel wenig Aussichten hat, ist vielleicht auch das Nichtvorhandensein direkter Kontakte zwischen dem Geldgeber und den Geldnehmern zu nennen. Deswegen kann von einer eigentlichen Beurteilung des Kreditbedarfs durch die Kreditgeber nicht die Rede sein und ist eine Anpassung an den konkreten Kapitalbedarf des Unternehmens nur schwer zu verwirklichen.

Dagegen hat sich der Direktkredit in den Niederlanden — auch im Vergleich mit anderen Ländern — stark entwickelt, wobei die institutionellen Anleger als Geldgeber auftreten. Ich betrachte dies als eine außerordentlich wichtige Kapitalquelle, durch die ein Zugang zu den Kollektivgeldvermögen erschlossen wird, die in unserer Gesellschaft von so großer Bedeutung sind. Es scheint mir, daß hier in Zukunft noch größere Möglichkeiten liegen als dies heute der Fall ist. Ich habe jedoch den Eindruck, daß die institutionellen Anleger den Direktkredit noch viel zu sehr als eine Art Hypothekarkredit ansehen. Das will nicht heißen, daß etwa bei den meisten Anleihen eine Hypothek eingetragen wird. Aber man hat doch den Eindruck, daß die Bewertung der unbeweglichen Güter das wichtigste Kriterium für die Gewährung derartiger Kredite ist und nicht die finanzielle Analyse der potentiellen Schuldner. Das ist schade, denn solche Analysen könnten vielleicht die Finanzierungsmöglichkeiten aus Kollektivsparrnissen erweitern. Nicht alle institutionellen Anleger können Kreditwürdigkeitsprüfungen durchführen; man kann jedoch auch die Frage stellen, ob die Verwaltung von Kollektivsparrnissen in unserer Gesellschaft nicht impliziert, daß — wenn irgend möglich — solche Einrichtungen aufgebaut werden. Sollte es nicht auch in den Niederlanden möglich sein, die institutionellen Anleger zur Finanzierung der Industrialisierung durch die Entwicklung von „Anreizmitteln“ zu veranlassen, wie wir dies aus den Vereinigten Staaten kennen. Um den institutionellen Anlegern über die Scheu bei der Finanzierung von Investitionen hinwegzuhelfen, könnten beispielsweise Anreize in der Form von Optionsrechten, Umwandlungsrechten, Gewinnanteilen und dergleichen gewährt werden.

Alles das wird in den Niederlanden nur sehr sporadisch angewandt. Daß dies nur erste Schritte auf dem Wege zu einer mehr risikotragenden Finanzierung in der Form einer Beteiligung am Gesellschaftskapital sind, ist zuzugeben. Allerdings sind die institutionellen Anleger zum Teil an Einrichtungen wie die Nationale Investierungsbank und die Nederlandse Participatie Maatschappij beteiligt, und tragen deshalb auf indirekte Weise mehr zur Finanzierung privater Investitionen bei als durch Bereitstellung von Direktkrediten. Vielleicht ist auch diese abgestufte Finanzierungsart noch einer Ausweitung fähig. Es bleibt noch anzumerken, daß die Direktkredite der institutionellen Anleger langfristig sein können, oft jedoch auch eine mittelfristige Laufzeit besitzen.

Der mittelfristige Kredit hat sich zum Teil erst nach dem Zweiten Weltkrieg entwickelt. Die Nationale Investeringsbank ist zuerst auf diesem Gebiet tätig gewesen und hat sich hierin stark spezialisiert. Diese Bemerk-

kung erscheint notwendig, weil es nicht richtig wäre, diese Bank lediglich als Institution zu sehen, die vornehmlich Kredite gewährt, die von den Behörden auf verschiedene Weise, z. B. durch die Übernahme von Bürgschaften, gefördert werden. Der mittelfristige Kredit, der auch von Tochtergesellschaften der Großbanken gewährt wird, hat bei der Förderung der Industrialisierung eine wichtige Rolle gespielt und scheint besonders für Unternehmen geeignet zu sein, die ein starkes Wachstum aufweisen. Er ist eine Finanzierungsart, die eine fortlaufende Anpassung des Produktionsapparats ermöglicht, wie sie durch die heute viel kürzere wirtschaftliche Lebensdauer von Kapitalgütern als in der Vergangenheit erforderlich geworden ist. Er eignet sich besonders zur Finanzierung von Rationalisierungsinvestitionen mit einer kurzen „Rückflußzeit“. Bei stark wachsenden Unternehmen kann der mittelfristige Kredit wegen der zu erwartenden Gewinne eine nützliche Funktion erfüllen. Er dürfte deshalb auch in Zukunft eine wichtige Rolle spielen. Bei rückläufiger Rentabilität im Wirtschaftsleben würden allerdings die Chancen für den Einsatz dieser Kreditart geringer werden.

Leasing und Factoring haben ebenfalls Eingang in unser Land gefunden. Das ist schon deshalb erfreulich, weil damit die Palette der Finanzierungsmittel vergrößert und ihre Anpassung an die Art des Bedarfs erleichtert wird. Was kann in Zukunft von diesen Finanzierungsformen erwartet werden? Es wäre eine Illusion zu glauben, daß durch das Leasing zusätzliche Finanzierungsmittel für die Unternehmen bereitgestellt werden. Leasing muß meines Erachtens als eine alternative Form der Kreditaufnahme angesehen werden. Das Urteil über die Kreditwürdigkeit der Unternehmen bestimmt den Umfang der Verpflichtungen, den der Kreditgeber jeweils als vertretbar betrachtet; es ist kaum denkbar, daß die Kreditwürdigkeit anders beurteilt wird, wenn der Abschluß eines Mietvertrages erwogen wird als dies bei anderen Kreditformen der Fall ist. Im übrigen gehört es in das Reich der Fabel, daß Leasing-Verträge keinen Einfluß auf die Solvenz haben, weil sie nicht in der Bilanz erscheinen. Im Unterschied zum Leasing liefert das Factoring — das in den Niederlanden aller Wahrscheinlichkeit nach nur in sehr beschränktem Umfang angewandt wird — zusätzliche Finanzierungsmittel. Wer seine Forderungen in dem Moment verkauft, in dem sie entstehen, hat einfach keine Debitoren mehr und kann die bisher in den Debitoren gebundenen Mittel zu anderen Zwecken verwenden.

Wie bereits gesagt, hängt sowohl die interne wie die externe Finanzierung vom cash-flow, d. h. vom bereits realisierten oder vom erwarteten

cash-flow ab. Nennen wir diesen cash-flow, d. h. den Nettogewinn vor Abschreibungen, den Bruttoertrag des Unternehmens, dann kann als Ertragskraft des Unternehmens das Maß bezeichnet werden, in dem es in der Lage ist, einen Bruttoertrag abzuwerfen. Die Ertragskraft in diesem Sinn bildet die Hauptgrundlage der Finanzierung. Wer sich ex post aus dem cash-flow finanzieren will, muß zuerst den Umfang der Bruttoerträge kennen. Auch wer fremde Mittel an sich ziehen will und aus den Bruttoerträgen noch Rückzahlungsverpflichtungen nachkommen bzw. aus dem Nettogewinn Dividende zahlen muß, sollte zuerst einmal überprüfen, welche Bruttoerträge in Zukunft erwartet werden können. Das gleiche gilt für den, der dem Unternehmen Finanzierungsmittel in Form von Krediten oder Darlehen zur Verfügung stellt; er muß sich ebenfalls mit den künftigen Bruttoerträgen oder der „Ertragsfähigkeit“ des Unternehmens vertraut machen. Nicht die Vergangenheit, sondern die Zukunft ist für die Frage der Kreditwürdigkeit bestimmend. Die in der Vergangenheit erreichten Erträge können hierzu sicherlich einen Anhaltspunkt bieten; wenn jedoch günstige Zahlen aus der Vergangenheit mit ungünstigen Zukunftsaussichten zusammentreffen, so soll und muß das den Finanzierenden zur Vorsicht mahnen.

Für den Kreditgeber gibt es noch ein anderes Kriterium neben der Ertragskraft des Unternehmens: das ist die Deckung, auf die zurückgegriffen werden kann, wenn die Gewinne des Unternehmens nicht den Ertragserwartungen entsprechen, vielleicht sogar negative Ergebnisse auftreten. Diese Deckung kann im Eigenkapital des Unternehmens oder auch in speziellen Sicherheiten gefunden werden. Es sind Fälle denkbar, in denen zwar die Aussichten günstig sind und steigende Bruttoerträge erwartet werden können, die Leitung des Unternehmens ebenfalls Vertrauen erweckt und trotzdem keine Kreditmittel oder Darlehen in der Hoffnung auf künftige Erträge gegeben werden können, weil keine annehmbaren Sicherheiten vorhanden sind oder die Finanzstruktur bei relativ geringem Umfang des Eigenkapitals schlecht ist. Wenn in derartigen Situationen auch die Beschaffung von neuem, risikotragendem Kapital unmöglich ist, dann bleibt nur noch eine Kreditgewährung gegen öffentliche Bürgschaften übrig. Hierzu waren die öffentlichen Stellen in der Vergangenheit vielfach bereit. An erster Stelle sind hier die Kreditregelungen für Mittel- und Kleinbetriebe zu nennen. Der Umstand, daß bei vielen Unternehmen in diesem Sektor die Voraussetzungen für die Gewährung von Bankkrediten nicht zu erfüllen sind, hat dazu geführt, ein ganzes System von Kreditprogrammen ins Leben zu rufen, wobei die Be-



hörden ganz oder teilweise für die Zinsen und die Rückzahlung gegenüber den Kreditgebern bürgen.

Der besondere Betriebskredit, der unter diese Regelung fällt, kann auch in Zukunft für viele mittelgroße Unternehmungen von Bedeutung sein. Hiermit können die Erneuerungen, Verbesserungen und Erweiterungen der Betriebsausrüstung im weitesten Sinn des Wortes finanziert werden, für die nicht auf andere Weise Finanzierungsmittel beschafft werden können. Außerdem kann der Kredit ganz oder teilweise zur Aufstockung der Betriebsmittel gegeben werden, wenn dies zur Erhaltung des Unternehmens oder seiner Zahlungsfähigkeit erforderlich ist. Formell kann bei diesen Krediten nicht von einem Höchstbetrag gesprochen werden. Es gibt lediglich einen Unterschied im Vergabeverfahren bei Krediten bis zu und über Hfl. 150 000. Letztere müssen durch den Wirtschaftsminister genehmigt werden, sofern der Antrag den für die Bereitstellung vorgesehenen Vorschriften entspricht. Ferner sind die Kredite für wirtschaftliche Zusammenarbeit zu nennen, die eine rationelle Betriebsführung fördern sollen, wobei die Förderung in der Beschaffung von Finanzierungsmitteln sowohl für Investitionen im Bereich des Anlage- oder Umlaufvermögens als auch für bestehende oder neue Organe der betrieblichen Zusammenarbeit. Schließlich sind noch einige andere Bürgschaftsformen zu erwähnen, wie z. B. Hypothekarkredite, die den Zweck haben, mittelständischen Unternehmen die Errichtung oder den Kauf von Betriebsgebäuden zu ermöglichen sowie Einrichtungskredite, mit deren Hilfe Einzelhandelsgeschäfte, Dienstleistungsunternehmen oder kleine Betriebe zweckmäßig und den Anforderungen der Zeit entsprechend eingerichtet werden können. Der Einrichtungskredit kann auch für die Einrichtung eines vorhandenen Gebäudes gewährt werden, wenn der Unternehmer sich zum ersten Male einrichtet.

Sonderfinanzierungen sind auch durch die Nationale Investierungsbank möglich, wobei der Staat ganz oder teilweise die Bürgschaft für die Zinsen und die Rückzahlung übernimmt. Heute wird diese Finanzierungsart vor allem für den Aufbau von für unsere Wirtschaft besonders wichtigen Unternehmen eingesetzt, die selbständig sind, jedoch wegen ihrer Kapitalstruktur oder aufgrund besonderer Risiken nicht auf normale Art und Weise Kredite aufnehmen können. In den letzten Jahren wurde diese Art der Bürgschaft fast nicht mehr gewährt. Die wirtschaftlichen Probleme in Süd-Limburg haben jedoch dazu geführt, die Vorschriften wieder anzuwenden. Im Hinblick auf die besonderen Umstände wurde eine weitere Erleichterung insofern hinzugefügt, als der Unternehmer jetzt während

der ersten drei oder fünf Jahre keine Tilgungsraten zahlen muß. Eine ähnliche Regelung gibt es in der Hotelfinanzierung. Außerdem hat es in der Vergangenheit noch die ad hoc Garantie-Regelung zu Gunsten der Hilton-Hotels, der Koninklijke Nederlandse Soda Industrie, der Nederlands Pijpleiding Maatschappij und der DAF-Werke gegeben. Im allgemeinen gilt für die Kreditgewährung mit öffentlicher Bürgschaft, daß das Unternehmen lebensfähig sein und in die Struktur der nationalen oder — besser noch — der europäischen Wirtschaft passen muß, durch zufällige Umstände jedoch nicht in der Lage ist, normale Kredite aufzunehmen.

Man sollte jedoch langsam der Neigung entgegenzutreten, auch zukünftig die Finanzierungsmöglichkeiten durch Kreditgewährung mit Hilfe von staatlichen Bürgschaften auszuweiten. Damit ist nicht gesagt, daß staatlich verbürgte Kredite bei der zukünftigen Industrialisierung nicht eingesetzt werden sollen; es soll nur darauf hingewiesen werden, daß man hier große Vorsicht walten lassen sollte. Die bisher benutzten Kriterien — Lebensfähigkeit von Klein- und Mittelbetrieben, ihre Bedeutung für die Gesamtwirtschaft und Ausweitung des Spielraumes für Großbetriebe — scheinen mir richtiger zu sein. Regionalen Belangen kann dagegen mit Bürgschaftskrediten durchaus gedient werden. Wenn Bürgschaften in einem strukturell schwachen Wirtschaftszweig erforderlich sind, so sollte ihre Gewährung von einem Reorganisations- und Reorientierungsplan abhängig gemacht werden, der eine ausreichende Rentabilität der zu finanzierenden Investitionen erwarten läßt. Bürgschaftskredite müssen außerdem stets sachlich gerechtfertigt sein und nicht als versteckte Subvention für den betreffenden Betrieb fungieren. Sie sollten in jedem Fall nur gewährt werden, wenn alle anderen Möglichkeiten bereits ausgeschöpft sind.

Nun müssen wir unsere Aufmerksamkeit noch der Beschaffung von risikotragendem Kapital durch die Ausgabe von Aktien widmen. Im allgemeinen sollte man diese Finanzierungsquelle vorsichtig benutzen. Sie bedeutet zunächst einen Eingriff in die Mehrheitsverhältnisse. Zukünftige Anteilseigner erwarten zudem Verzinsung und einen Vermögenszuwachs für ihre Anteile; das sollte redlicherweise in Aussicht gestellt werden können. Schließlich können auch besondere Umstände, wie z. B. Steuervorschriften, diese Finanzierungsform ernstlich behindern. Die Kosten für Ausgabe, Stempel- und Registrierungskosten sowie für den Druck der Aktien sind nicht gering.

In vielen Fällen sind die Beschaffung von Fremdkapital oder die Verbesserung der Finanzstruktur — wenn bereits mit Fremdkapital gearbeitet

wird — die wichtigsten Gründe für die Vergrößerung des risikotragenden Aktienkapitals. Auch das Steuerklima muß so sein, daß der Kauf von Aktien attraktiv bleibt. Das potentielle Kapitalangebot ist schwer zu schätzen; zweifellos besteht jedoch eine enge Korrelation zum erwarteten Wachstum und den Ertragsaussichten.

In diesem Zusammenhang ist zunächst auf die Funktion der Nederlandsche Participatie Maatschappij hinzuweisen, die 1948 durch die Herstellbank, institutioneller Anleger und Großbanken gegründet wurde. Sie hat die Aufgabe, Unternehmen durch Beteiligung am risikotragenden Kapital Geldmittel zu beschaffen. Die Nederlandsche Participatie Maatschappij ist bereit, bei der Gründung von Aktiengesellschaften ein Aktienpaket im Mindestbetrag von Hfl. 100 000,—, jedoch höchstens  $\frac{1}{3}$  des eingezahlten Kapitals zu übernehmen, wenn Aussicht auf eine gute Verzinsung des von ihr tatsächlich eingezahlten Betrages besteht. Sie verlangt außerdem in der Regel einen Platz im Aufsichtsrat. In den Statuten sollen die Bestimmungen über die Gründung entsprechend geändert werden.

Die Nederlandsche Participatie Maatschappij hat bereits sehr nützliche Arbeit geleistet; in vielen Fällen konnte sie die Zeit zwischen dem Gründungsbeschluß und der Börsenzulassung der Aktien überbrücken. Sie wird auch in Zukunft ihre Aufgabe erfüllen. Man kann jedoch nicht erwarten, daß sie sich auf einer anderen als der heute gegebenen Basis beteiligen kann.

Etwas anderes ist es bei der Stichting Industriel Garantiefonds. Ihre Aufgabe ist es, gleichzeitig bei der Finanzierung von Industrialisierungsmaßnahmen zu helfen. Diese Stiftung, deren Kapital bei ihrer Gründung Hfl. 30 Mill. betrug, hat einen Vorstand von fünf Personen. Hier von sind drei Beamte, die durch den Wirtschaftsminister, den Minister für Landwirtschaft und Fischerei und den Finanzminister bestimmt werden; die beiden anderen Mitglieder kommen aus der Wirtschaft und werden durch den Wirtschaftsminister benannt. Vor Aufnahme ihrer Tätigkeit hat die Stiftung zwei Finanzierungsgesellschaften gegründet, die sich ihrerseits an den Unternehmen beteiligen. Sie bearbeiten auch die Anträge auf eine Beteiligung der Stiftung.

Die zwei Finanzierungsgesellschaften, die die Stiftung gegründet hat, sind:

- Financieringsmaatschappij Industriel Garantiefonds Amsterdam N. V.; sie wird von der Nederlandschen Middenstandsbank in Amsterdam verwaltet und kann Beteiligungen bis zu einem Höchstbetrag von jeweils Hfl. 250 000 übernehmen.

- Financieringsmaatschappij Industrieel Garantiefonds Den Haag N.V., deren Verwaltung der National Investeringsbank (Herstelbank) N.V., Den Haag, übertragen worden ist. Diese Gesellschaft kann Beteiligungen von Hfl. 100 000,— bis höchstens Hfl. 1 000 000,— übernehmen. In Sonderfällen — nach Erteilung einer besonderen Genehmigung durch den Finanzminister — kann der Höchstbetrag von 1 Mio auf Hfl. 2,5 Mio erhöht werden. Die von den Finanzierungsgesellschaften vorbereiteten Beteiligungen werden dann dem Vorstand der Stiftung zur Genehmigung vorgelegt.

Bei der Beurteilung der Anträge werden folgende Maßstäbe angelegt: In erster Linie ist erforderlich, daß sich das betreffende Unternehmen in keiner anderen Weise risikotragendes Kapital beschaffen kann. Da sich das Arbeitsgebiet der Stiftung vor allem auf kleinere und mittelgroße Industrieunternehmen bezieht, bietet diese Bestimmung meistens keine Schwierigkeiten. Eine zweite Bedingung ist, daß die Finanzierung von allgemeinem wirtschaftlichen Interesse ist. Diese Bedingung gilt im allgemeinen als erfüllt, wenn die wirtschaftlichen Aussichten des um Kapital nachsuchenden Unternehmens positiv beurteilt werden können. Schließlich muß der Vorstand des Bürgschaftsfonds bei seinem Beschluß darauf achten, daß die Beteiligung nur einen ergänzenden Charakter hat. Es ist m. E. nicht der Zweck der Finanzierungsgesellschaften, die Mehrheit in dem zu finanzierenden Unternehmen zu erhalten. Die Beteiligung des Bürgschaftsfonds ist eben nur ein Hilfsmittel zur Finanzierung von Industrialisierungsmaßnahmen. Das heißt auch, daß eine dauernde Beteiligung nicht beabsichtigt ist. Im Gegenteil: Wenn möglich, sollen die Finanzierungsgesellschaften die Beteiligung bald wieder abstoßen. Dabei wird den Interessen des jeweils finanzierten Unternehmens und seiner Gesellschaft soweit wie möglich Rechnung getragen. Im Beteiligungsvertrag können sie z. B. als erste das Recht auf den Rückkauf der Anteile innerhalb einer vorbestimmten Zeit erhalten, wobei meistens auch der Kurs vorher bestimmt wird. Dieser Rückkaufkurs setzt sich meistens aus dem Ankaufkurs zuzüglich eines bestimmten Prozentsatzes pro Jahr zusammen abzüglich der während der Beteiligung ausgeschütteten Dividenden.

Außer Beteiligungen kann der Bürgschaftsfonds auch noch sogenannte Dividendengarantien gewähren. Das ist vor allem für Beteiligungen an neuen Unternehmen von Bedeutung, von denen erwartet werden muß, daß sie als Folge von Anlaufschwierigkeiten nicht gleich Dividenden zahlen können. Durch den Rückhalt einer Dividendengarantie können gewisse Teilhaber wahrscheinlich zu einer risikotragenden Beteiligung an

einem solchen Unternehmen bewogen werden. Dividendengarantien können für höchstens zehn aufeinanderfolgende Jahre und für höchstens 5 % pro Jahr gewährt werden. Die Bearbeitung der Anträge für diese Bürgschaften erfolgt durch den Vorstand der Stiftung, d. h. ohne Einschaltung der Finanzierungsgesellschaften. Das Sekretariat der Stiftung hat seinen Sitz im Wirtschaftsministerium. Die Beteiligungen des Fonds sind bisher bescheiden. Die Bedeutung der hier gebotenen Möglichkeiten nimmt jedoch zu und es scheint wahrscheinlich zu sein — wie die Nationale Investingsbank in ihrem Jahresbericht für 1966 vermerkt — daß der Industriel Garantiefonds größere Aktivitäten entwickeln kann, als in der Vergangenheit möglich gewesen ist. Zu beachten ist noch, daß auch hier die Rentabilitätsforderung ausdrücklich erhoben wird.

Das Ergebnis der bisherigen Ausführungen ist, daß die finanziellen Einrichtungen in der Vergangenheit ihre Aufgabe gut erfüllt und dabei große Flexibilität bewiesen haben; sie werden das auch in Zukunft tun. Die institutionellen Anleger sollten sich wieder stärker an der Finanzierung von Industrialisierungsmaßnahmen beteiligen. Es ist wahrscheinlich, daß diese Einrichtungen wegen der Tendenz zu einer sich verengenden Selbstfinanzierung in Zukunft stärker in Anspruch genommen werden müssen. Inwieweit dies Erfolg haben wird — in Verbindung mit dem schweren Wechsel, der von den öffentlichen Körperschaften auf den Kapitalmarkt gezogen werden wird — kann schlecht vorausgesagt werden. Die Möglichkeiten eines Rückgriffs auf den europäischen Kapitalmarkt lasse ich dabei außer Betracht. Für Großunternehmen ist sicherlich doch die Situation auf den Kapitalmärkten entscheidend, bevor sie solche Möglichkeiten wahrnehmen.

Es ist zu unterstreichen, was die Unternehmen selbst in ihrer Hand haben: den intensiven Einsatz der jeweils verfügbaren Mittel — durch Streben nach harmonischem Aufbau des Produktionsapparates (der eventuell durch Zusammenarbeit realisiert werden kann) und durch rationelle Kapitalverwendung. Ferner ist noch einmal darauf hinzuweisen, daß die Grundlage für jede Finanzierung die Ertragskraft des Unternehmens ist. Wenn diese Basis vorhanden ist, wird im allgemeinen schon eine geeignete Finanzierungsmöglichkeit zu finden sein.

Zum Schluß noch ein Wort zur Beantwortung der Frage, was Unternehmer tun müssen, um im rechten Moment im gewünschten Umfang und in der richtigen Weise auf den Kapitalmarkt zurückgreifen zu können. Zunächst muß selbstverständlich eine solche finanzielle Struktur angestrebt werden, daß die Finanzierungskosten minimal werden. Dabei

gilt jedoch als wichtige Nebenbedingung, die unter allen Umständen erfüllt werden muß: Erhaltung des finanziellen Gleichgewichts, d. h. des Gleichgewichts zwischen eingehenden und ausgehenden Geldströmen — praktisch in jedem Moment des Bestehens des Unternehmens. Dieser wichtigen Finanzierungsregel kann übrigens auf viele Arten entsprochen werden. Sie beschränkt sich nicht auf die Abstimmung der Termine bei der Beschaffung und der Anlage von Mitteln, noch auf sogenannte gleichgewichtige Bilanzverhältnisse. Wenn man sich dies vor Augen hält, so folgt daraus m. E. die Notwendigkeit einer möglichst genauen finanziellen Planung. Gute Finanzierung ist nur bei guter Planung möglich.

Planung kann als eine systematische, auf mengenmäßig bestimmbare Tatsachen beruhende Vorbereitung von Entschlüssen und Maßnahmen definiert werden, die auch die Versicherung ihres geordneten Ablaufs einschließt. Man versucht, im voraus zu übersehen, was, wann, wo und wie hier oder dort zu geschehen hat und was auf der Grundlage bestimmter Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung des Marktes usw. Eine solche Planung ist erforderlich, wenn man die internen und externen Finanzierungsmittel erfolgreich einsetzen will. Die Prognose des cash-flow zeigt, was voraussichtlich intern zur Investition oder zur Bezahlung von anderen Gütern zur Verfügung steht. Die cash-flow-Prognose ist — nach der Sicherheit und der Solvenz — einer der wichtigsten Faktoren, auf die der potentielle Finanzier sein Urteil über die Gewährung eines Kredits gründen soll.

Planung im Unternehmen ist aber nicht nur von Bedeutung für die Finanzierung. Sie ist bei der schnellen technischen, wirtschaftlichen und sozialen Entwicklung ein Thema von brennender Aktualität, dies um so mehr, als die langfristige Planung nun auch im makroökonomischen Bereich bei Beratungen zwischen Behörden und der Wirtschaft ihren Einzug gehalten hat. Planung ist keine Hellseherei; es geht darum, auf der Basis von Erwartungen gewisse künftige Entwicklungen, wie z. B. den Geldfluß von und zum Unternehmen zu prognostizieren. Man wird dabei soweit als möglich die exogenen Einflüsse struktureller und konjunktureller Art in Rechnung stellen müssen, die für die tatsächliche Situation der Unternehmen von Bedeutung sind, und ihre Folgen für das Unternehmen abzuschätzen suchen, um dann auf dieser Basis die Geschäftspolitik zu entwickeln.

Das erfordert dauernde Beobachtung und Interpretation der Faktoren, die für die künftige Entwicklung des Unternehmens bestimmend sind; hierauf ist mit konkreten Plänen zu reagieren, die sich besonders auf die

Planung des Absatzes, der Produktionskapazitäten und damit des Kapitalbedarfs beziehen sollen, der zur Ausführung der Pläne erforderlich ist.

Sowohl bei der Planung auf kurze als auch auf lange Sicht nimmt die Schätzung des Absatzes und des dazugehörigen Umsatzes eine zentrale Stellung ein (auf der Basis der Verkaufsplanung kann ein Plan für die Produktion, für den Einkauf von Grund- und Hilfsstoffen sowie für die jeweils benötigte Produktionskapazität und den Arbeitskräftebedarf erarbeitet werden).

Um zu wissen, was aus dem künftigen cash-flow für Finanzierungszwecke und voraussichtliche Zahlungen zur Verfügung steht, sind Vorstellungen über die künftige Gewinnausschüttungspolitik unentbehrlich. Das schließt wieder ein, daß die Gewinnplanung im Unternehmen Vorrang hat. Tatsächlich muß jede Entscheidung, die getroffen wird, mit Hinsicht auf ihre Wirkungen auf den Gewinn und den cash-flow betrachtet werden.

Man kann in mittelgroßen Unternehmen sagen hören, daß es nicht möglich sei, etwas vorauszusehen, daß Schätzungen wenig Sinn haben, weil die Wirklichkeit doch immer von ihnen abweicht. Vorausschätzungen sind natürlich keine einfache Angelegenheit, und es muß dabei die größte Vorsicht angewandt werden. Selbst eine erste Annäherung an die für das Unternehmensgeschehen relevanten Größen ist mit vielen Schwierigkeiten verbunden. Man kann jedoch auf vielleicht unzureichender Grundlage damit beginnen, regelmäßig Zahlen zusammenzustellen und nachträglich zu kontrollieren, um auf diese Weise Erfahrungen im Prognostizieren zu sammeln, die dann wieder der Ausgangspunkt für die Planung und Vorausschätzungen sein können. Es ist meine feste Überzeugung, daß das Maß an Genauigkeit in der Übereinstimmung von geschätzten und erreichten Zahlen ein guter Maßstab für die Beurteilung der Qualität der Geschäftsführung sein kann.

Abweichungen zwischen Erwartungen und Ergebnissen können selbstverständlich auch zufälligen Umständen zugeschrieben werden. Die vergleichende Analyse erwarteter und eingetreffener Ergebnisse ist jedoch auch ein wichtiges Mittel, um den zufälligen oder grundlegenden Charakter von Störungen zu erkennen.

Planung, Schätzung, Etaaufstellung, Kontrolle — alles dies sind Mittel zur Bestimmung des künftigen Bedarfs an Finanzierungsmitteln und zur Ermittlung des zu erwartenden cash-flows. Sie sind vor allem auch zur besseren Nutzung der eigenen Finanzierungsmittel erforderlich: für die

Intensivierung der Kapitalverwendung, d. h. dadurch, daß man nicht mehr an Warenbeständen hält als für eine optimale Betriebsführung notwendig ist, daß man Debitorenposten auf ein Minimum beschränkt, insbesondere durch Erhöhung der Umsatzgeschwindigkeit, können zusätzliche Finanzierungsmittel gewonnen werden. Empirische Untersuchungen haben ergeben, daß die Überlebenschancen bei gut geplanten und rationell geführten Unternehmen größer sind als derjenigen Unternehmen, in denen nicht geplant wird.

Cornelius F. Scheffer, Tilburg

### Summary

#### Financing Business in Holland

The article deals first with the possibilities of "internal" financing from the cash-flow: residual depreciation allowances, rational use of working funds, self-financing. In the following remarks on external financing of firms by way of credit, etc., the institutional situation and organizational arrangements in the Netherlands are thoroughly ventilated. The main emphasis in this presentation is placed on direct credits and government aid for the financing of small and medium-sized firms. In connection with financing by equity capital, the activity of investment and other finance companies is dealt with. Strong emphasis is placed on the assessment of the expected liquidity situation and future profit chances, which provide a good basis for examining the creditability of a firm.

### Résumé

#### Le financement des entreprises aux Pays-Bas

L'auteur traite d'abord des possibilités de financement „interne“ offertes par le „cash-flow“: soldes d'amortissements, exploitation rationnelle des moyens de l'entreprise, auto-financement. Se préoccupant ensuite du financement externe de l'entreprise par le crédit, etc. . . ., l'auteur détaille les relations institutionnelles et les règles d'organisation qui ont cours aux Pays-Bas. L'article souligne principalement le crédit direct et l'aide des pouvoirs publics pour le financement des petites et moyennes entreprises. A propos du financement par participation, l'auteur décrit l'activité des sociétés de participation et d'autres établissements de financement. L'accent est mis sur l'appréciation des perspectives de liquidités et des chances futures de bénéfices, qui constituent une base sérieuse d'examen des capacités d'emprunt d'une entreprise.