

Direktinvestitionen und Finanzierungsbeschränkungen vor und während der Finanzkrise

Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat vorübergehend zu massiven Verwerfungen im internationalen Handel und bei den grenzüberschreitenden Kapitalströmen geführt. Dabei ist es 2008 auch zu einem starken Einbruch der weltweiten Direktinvestitionsbestände gekommen (–14%). Mittlerweile haben sich die Engagements der Unternehmen im Ausland aber wieder erholt; aktuell weisen die Bestände sogar neue Höchstwerte auf. Im Gegensatz zu diesen internationalen Entwicklungen erwiesen sich die Direktinvestitionsbeziehungen Deutschlands in der Krise als recht robust und entfalteten damit eine stabilisierende Wirkung auf die finanzielle Verflechtung Deutschlands mit dem Ausland.

Dieser Aufsatz erläutert die wesentlichen Entwicklungen der deutschen Direktinvestitionsbeziehungen mit dem Ausland unmittelbar vor und im Verlauf der Finanzkrise und bettet diese Analyse in einen internationalen Vergleich ein. Zudem untersucht er die Auswirkung potenzieller Finanzierungsbeschränkungen auf die Direktinvestitionstätigkeit sowie auf den Außenhandel. Es zeigt sich, dass realwirtschaftliche Faktoren wie Produktivität und Unternehmensgröße für die Internationalisierung hiesiger Unternehmen eine wichtige Rolle spielen. Daneben sind aber auch finanzwirtschaftliche Faktoren wie die Höhe des erwirtschafteten Cashflows von zentraler Bedeutung. Letztlich kann ein mangelnder Zugang zu externer Finanzierung einem Auslandsengagement im Wege stehen.

Obwohl hiesige Banken ihre Kreditstandards in der Krise verschärft haben, kann für die Unternehmen in Deutschland – auch im Hinblick auf die Außenfinanzierung von Auslandsengagements – für den betrachteten Zeitraum keine spürbare Einschränkung der Finanzierungsmöglichkeiten konstatiert werden. Dies zeigen unter anderem die Ergebnisse der Umfrage der Bundesbank zum Kreditgeschäft sowie weitere Umfrageergebnisse.

Entwicklung der Direktinvestitionen weltweit

Weltweite Direktinvestitionen nach krisenbedingtem Rückgang wieder auf Rekordniveau

Die weltweiten Bestände an Direktinvestitionen erreichten Ende 2010 nach Angaben der UNCTAD¹⁾ mit rund 19 Billionen US-\$ einen neuen Höchststand. Während im Zuge der weltweiten Finanzkrise, besonders im Jahr 2008, ein starker Rückgang der Direktinvestitionstätigkeit verzeichnet worden war, wurde global betrachtet bei den Direktinvestitionsbeständen bereits Ende 2009 das Vorkrisenniveau wieder erreicht. Es zeigten sich allerdings starke Unterschiede in regionaler Hinsicht. So waren die krisenbedingten Rückgänge in den Entwicklungsländern mit 4% am wenigsten stark ausgeprägt. In den entwickelten Volkswirtschaften gingen die Direktinvestitionsbestände dagegen 2008 um ein Sechstel, in den Schwellenländern sogar um mehr als ein Drittel zurück. Umso kräftiger fiel aber jeweils auch die Erholung ab 2009 aus.²⁾ Getragen wurde der Wiederanstieg der Direktinvestitionen nach der ersten Phase der Finanzkrise vor allem von sogenannten Greenfield-Investitionen, also der Errichtung neuer Produktions- und Vertriebsstandorte „auf der grünen Wiese“. Zwar verzeichneten auch grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen (M&A) seit ihrem krisenbedingten Tiefstand Ende 2008/Anfang 2009 einen Zuwachs.³⁾ Dieser reichte aber bei Weitem nicht an die Entwicklung der Greenfield-Investitionen heran. So lag der Anteil der häufig zum Teil fremdfinanzierten M&A an den weltweiten Direktinvestitionszuflüssen 2010 nur bei gut einem Fünftel, während er 2005, in der Spitze des letzten M&A-Booms, mehr als doppelt so hoch gewesen ist.

Auf die entwickelten Volkswirtschaften entfielen Ende 2010 rund zwei Drittel aller Direktinvestitionsbestände. Sie bildeten damit weiter den Schwerpunkt der Direktinvestitionsstandorte. Zu den fünf größten Zieländern für ausländische Direktinvestitionen, gemessen an den in US-Dollar bewerteten Beständen,⁴⁾ gehörte 2010 neben den Vereinigten Staaten, Hongkong, dem Vereinigten Königreich und Frankreich auch Deutschland. Jedoch wird gerade in diesen Ländern – mit Ausnahme Deutschlands – das Vorkrisenniveau aktuell noch recht deutlich unterschritten.

Schwerpunkt der Direktinvestitionen bleiben die Industrieländer

Bemerkenswert erscheint, dass 2010 erstmalig Schwellen- und Entwicklungsländer zusammen genommen mehr als die Hälfte der weltweiten Direktinvestitionszuflüsse auf sich vereinigen konnten. Zugleich waren sie selbst in zunehmendem Maße als Direktinvestoren aktiv, oft auch innerhalb ihrer Ländergruppe.⁵⁾ Dies zeigt die stark wachsende Bedeutung der Schwellen- und Entwicklungsländer auch auf dem Gebiet der Direktinvestitionen und ist ein Indiz dafür, dass sich die wirtschaft-

Schwellen- und Entwicklungsländer holen auf

1 Vgl.: United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (2011), World Investment Report 2011 sowie UNCTADstat.

2 Dabei müssen die Angaben der UNCTAD mit gewisser Vorsicht interpretiert werden. Zum einen spielen Marktpreisschwankungen eine Rolle, da einige Länder ihre Bestandsdaten zu Marktpreisen bewerten. Gerade in den Schwellenländern sind 2008 die Aktienkurse besonders kräftig zurückgegangen. Daneben spiegeln sich Wechselkursschwankungen gegenüber dem US-Dollar in den Daten wider. Darüber hinaus werden für Länder ohne separate Bestandserhebung – insbesondere gilt dies für viele Schwellen- und Entwicklungsländer – die Direktinvestitionsbestände anhand kumulierter Zahlungsbilanzflüsse geschätzt. Dennoch geht die UNCTAD von einem erheblichen Rückgang der Bestände im Jahr 2008 durch Kapitalabzug, Abschreibungen, Verluste und ggf. Kredite an die Muttergesellschaften aus.

3 Quelle: Bureau van Dijk.

4 Quelle: UNCTADstat.

5 Vgl.: UNCTAD (2011), a. a. O.

liche Verflechtung zwischen diesen Staaten mehr und mehr intensiviert. Dies dürfte tendenziell auch das Wachstum dieser Länder und den internationalen Handel begünstigen. Zugleich ist allerdings eine gewisse Konzentration der Direktinvestitionen auf bestimmte Standorte innerhalb dieser Ländergruppe festzustellen. So gingen 2010 mehr als ein Drittel der Zuflüsse nach China (ohne Hongkong), Brasilien, Russland und Singapur.

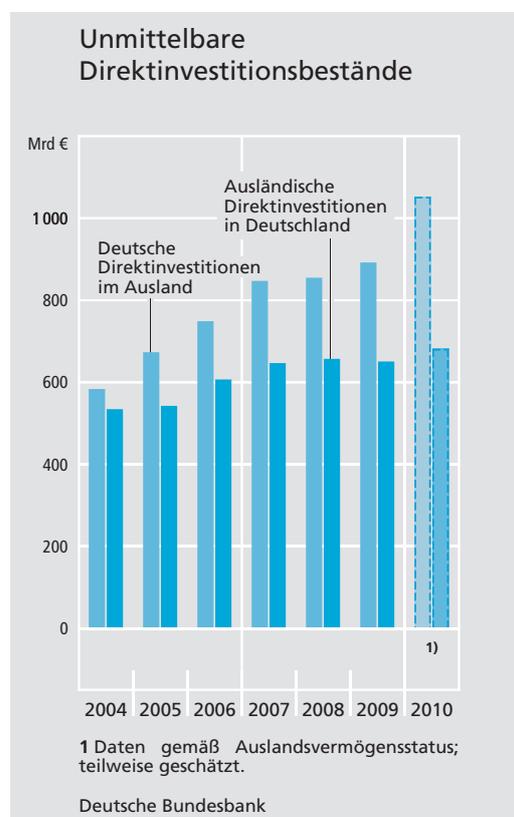
Deutsche Direktinvestitionen

*Bestands-
erhebung für
Deutschland
aktuell nur bis
2009 verfügbar*

Eine umfassende Analyse der deutschen Direktinvestitionen anhand aktueller Daten ist nur eingeschränkt möglich. Nach Partnerländern und Sektoren gegliederte Daten zu den deutschen Direktinvestitionsbeständen auf der Basis von Erhebungen der Bundesbank liegen derzeit nur bis Ende 2009 vor. Die im nebenstehenden Schaubild enthaltenen Angaben für das Jahr 2010 sind daher dem jährlichen Auslandsvermögensstatus (AVS) entnommen. Sie beruhen zum Teil auf Schätzungen und lassen sich nur grob regional oder sektoral herunterbrechen. Ferner werden im AVS für börsennotierte Tochterunternehmen die Marktwerte anstelle der in der Bestandsstatistik verwendeten Buchwerte herangezogen. Trotz dieser Einschränkungen lassen sich die wichtigsten Tendenzen während der Finanz- und Wirtschaftskrise nachzeichnen.⁶⁾

*Deutsche
Direktinvestitionen im
Ausland im Krisen-
zeitraum ge-
dämpft*

Die deutschen Auslandsinvestitionen haben sich im Vorfeld der Krise und noch bis zum Jahresende 2007 recht lebhaft entwickelt. Ungeachtet einer deutlichen Abschwächung sind sie – in Euro gerechnet – auch im Zeit-



raum der Finanzkrise weiter gewachsen.⁷⁾ Damit stemmten sich hiesige Unternehmen gegen den oben beschriebenen weltweiten Trend und hielten im Ergebnis an ihren grenzüberschreitenden Engagements fest; insbesondere der scharfe Einbruch im Jahr 2008 blieb aus. Mit der realwirtschaftlichen Erho-

⁶⁾ Umfangreiches Datenmaterial zu den Direktinvestitionen veröffentlicht die Bundesbank in der jährlichen Statistischen Sonderveröffentlichung Nr. 10 „Bestandserhebung über Direktinvestitionen“. Sie enthält im Anhang auch methodische Erläuterungen zur Meldepflicht und zur Berechnung der Bestandsangaben. Zur besseren Vergleichbarkeit mit internationalen Statistiken, aber auch mit den Angaben aus der Zahlungsbilanz, werden in diesem Aufsatz die sogenannten unmittelbaren Direktinvestitionen verwendet. Weitere Angaben zu den Auslandsverflechtungen, insbesondere zu den mittelbar gehaltenen Auslandsstöchern, können der Statistischen Sonderveröffentlichung entnommen werden. Siehe www.bundesbank.de/download/statistik/stat_sonder/statso10.pdf.

⁷⁾ Dies steht im Gegensatz zur Darstellung der UNCTAD, die aber in US-Dollar vorliegt. Dort wird der aktuelle Wert für Deutschland noch ca. 3% unter dem Höchststand ausgewiesen.

lung und der Stabilisierung an den Finanzmärkten haben die deutschen Direktinvestitionen im Ausland 2009 wieder um 37 Mrd € zugenommen. Dabei konzentrierte sich der Zuwachs auf die Länder der Europäischen Währungsunion und erfolgte überwiegend in Form von Beteiligungskapital. Dazu haben auch rückläufige Jahresfehlbeträge in den Auslandsniederlassungen beigetragen.

Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland ebenfalls stabil

Auch in der Gegenrichtung, also bei den ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland, schwächte sich die Aufwärtsentwicklung seit 2007 leicht ab, ohne dass es jedoch zu einem ähnlichen krisenbedingten Einbruch wie anderenorts gekommen wäre. Lediglich 2009 standen im Vergleich zu 2008 leicht (um 6 Mrd €) niedrigere Direktinvestitionsbestände zu Buche, was per saldo ausschließlich einem Rückgang konzerninterner Kredite zuzuschreiben war, die nach international geltenden Standards ebenfalls zu den Direktinvestitionen gezählt werden.

Differenzierte Analyse erforderlich

Deutschland scheint somit – wenn man auf die Direktinvestitionsbestände abstellt – recht gut durch die Finanzkrise gekommen zu sein. Die spezifischen Einflüsse der Finanzkrise zeigen sich deutlicher bei einer näheren Analyse der Komponenten, aus denen sich die Direktinvestitionen zusammensetzen, weniger bei einer nach Ländern oder Wirtschaftszweigen differenzierten Betrachtung.

2007 noch beträchtliche Zuwächse

Im Jahr 2007 erhöhte sich das grenzüberschreitende Unternehmensengagement deutscher Investoren noch beträchtlich (um 98 Mrd €). Auch das ausländische Direktinvestitionsvermögen in Deutschland fiel hö-

her aus (um 40 Mrd €). Beides war getragen vom Beteiligungskapital, das – unter anderem bedingt durch die 2007 noch gute Ertragslage und folglich hoher reinvestierter Gewinne – deutlich ausgeweitet wurde.

Im Verlauf des Jahres 2008 zeigten sich bereits deutliche Spuren der weltweiten Rezession und der hohen Verluste im Finanzsektor. So erhöhte sich der Stand der deutschen Direktinvestitionen im Ausland lediglich um 8 Mrd € und die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland nur noch um 10 Mrd €. Bedingt durch eine verschlechterte Ertragslage und damit einhergehende rückläufige Jahresüberschüsse beziehungsweise im Vergleich zum Vorjahr deutlich ansteigende Jahresfehlbeträge in vielen Direktinvestitionsunternehmen reduzierte sich das Beteiligungskapital. Besonders ausgeprägt war dies auf Seiten der Niederlassungen deutscher Unternehmen im Ausland. Zum Ausgleich erhöhten verbundene deutsche Unternehmen die Kredite an ausländische Niederlassungen. Dabei spielten Mittelzuweisungen an gebietsfremde Finanzierungsinstitutionen eine wesentliche Rolle. Bei den ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland kam es ebenfalls zu einer Ausweitung der Kredite ausländischer Investoren an ihre hiesigen Töchter. Diese gingen vorwiegend an Beteiligungsgesellschaften.

2008 bereits krisenbedingte Brems Spuren

Im Jahr 2009 konnten im Vergleich zum Vorjahr sowohl bei den deutschen Tochterunternehmen im Ausland als auch in den Niederlassungen ausländischer Eigner in Deutschland etwaig aufgetretene Jahresfehlbeträge – vor allem im Bankensektor – beachtlich re-

2009 deutlicher Rückgang der Jahresfehlbeträge

duziert werden (jeweils um 17 Mrd €). In den deutschen Auslandsniederlassungen insgesamt erhöhten sich die Jahresüberschüsse um 8 Mrd €. Zum Jahresende 2009 lagen die deutschen Direktinvestitionsbestände im Ausland bei 892 Mrd €, die ausländischen in Deutschland bei 651 Mrd €.

Unmittelbare Direktinvestitionen hinsichtlich ihrer sektoralen Struktur schwer interpretierbar

Die sektorale Struktur der Direktinvestitionen lässt sich aus den Angaben nur ansatzweise herauslesen, da Beteiligungsgesellschaften auf der ersten (unmittelbaren) Stufe eine bevorzugte Form des Engagements darstellen (über die Hälfte bei deutschen Auslandsinvestitionen, rund zwei Drittel bei den ausländischen Investitionen in Deutschland). Dennoch lässt sich sagen, dass das Verarbeitende Gewerbe und dabei insbesondere die Chemische Industrie, der Maschinenbau und der Fahrzeugbau eine dominierende Rolle spielen. Darüber hinaus ist das Kredit- und Versicherungsgewerbe international stark verflochten.

Industrielländer dominieren in regionaler Hinsicht, ...

In regionaler Hinsicht dominieren die Industrieländer sowohl als Investitionsziel (Anteil: 88%) als auch als Quelle (97%).⁸⁾ Neben den Vereinigten Staaten (16% bzw. 9%) spielen hier europäische Länder eine größere Rolle, vor allem die Partnerländer in der Währungsunion, darunter insbesondere die Niederlande. Daneben kommt dem Vereinigten Königreich und der Schweiz eine größere Bedeutung zu. Die Rolle der Vereinigten Staaten hat in den vergangenen Jahren kontinuierlich abgenommen, nicht zuletzt weil mit den Schwellenländern neue Wachstumsmärkte hinzugekommen sind. Im Gegensatz dazu haben sich die Direktinvestitionsbeziehungen

zu den Niederlanden recht lebhaft entwickelt. Da die Niederlande, wie die anderen Benelux-Länder auch, ein beliebter Holdingstandort sind, ist nicht auszuschließen, dass sie Investoren aus Deutschland und anderen Ländern, darunter auch den Vereinigten Staaten, nur als Sprungbrett dienen und die eigentlichen Mittel somit aus Drittländern stammten beziehungsweise dorthin flossen. Bemerkenswert dynamisch, wenn auch auf noch niedrigerem Niveau, entwickelten sich in den letzten Jahren die deutschen Direktinvestitionen in die sogenannten BRIC-Länder (Brasilien, Russland, Indien und China). Auf sie entfielen zuletzt 5% des Bestandes an deutschen Auslandsinvestitionen.

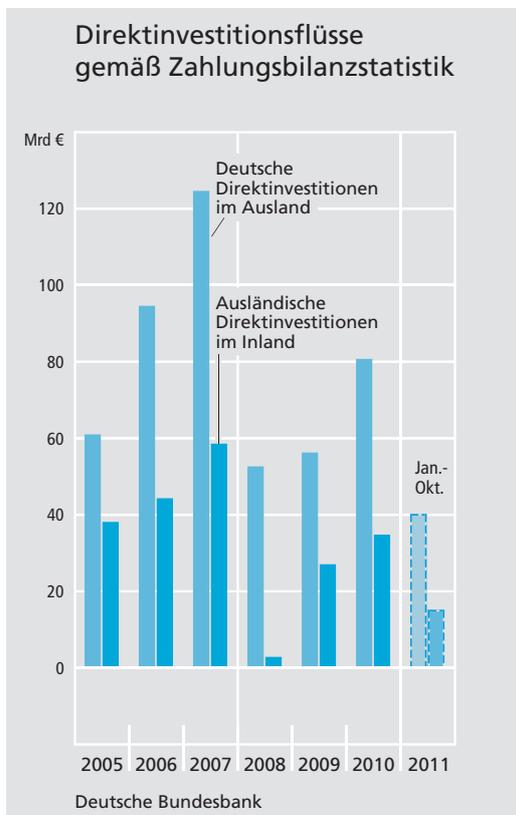
... jedoch dynamische Entwicklung bei BRIC-Ländern

Um die Entwicklung bis in das Jahr 2011 hinein analysieren zu können, kann auf die Flussdaten aus der Zahlungsbilanzstatistik abgestellt werden. Diese zeichnen für den bereits beschriebenen Zeitraum ein ähnliches Bild, insbesondere die dynamische Entwicklung bis 2007 und die Moderation im Jahr 2008.⁹⁾ Für 2009 und 2010 zeigen die Daten einen weiteren Anstieg sowohl der Direktinvestitionen in Deutschland als auch der deutschen Direktinvestitionen im Ausland. Abweichungen zur Veränderung der Bestandsdaten können sich aus den dort zusätzlich berücksichtigten Bewertungseffekten (u. a. durch Wechselkursänderungen) ergeben. Für 2011 zeichnet sich allerdings – soweit Daten bereits vorliegen – erneut eine

Transaktionsdaten aus Zahlungsbilanz reichen bis in das laufende Jahr

⁸ Angaben jeweils für 2009.

⁹ Ausführliche Informationen zu den Direktinvestitionstransaktionen der zurückliegenden vier Jahre gegliedert nach Wirtschaftszweigen und Ländern sowie methodische Erläuterungen enthält die Veröffentlichung „Direktinvestitionen laut Zahlungsbilanzstatistik“, www.bundesbank.de/download/statistik/stat_direktinvestitionen.pdf.



Abschwächung ab. Hierbei könnte die Zuspitzung der Finanzkrise seit Mai 2010 mit einer für Direktinvestitionsprojekte plausiblen zeitlichen Verzögerung eine Rolle gespielt haben; angesichts zunehmender Unsicherheiten dürften Auslandsengagements eher aufgeschoben worden sein. So lagen in den ersten zehn Monaten des Jahres 2011 die deutschen Direktinvestitionen im Ausland mit 40 Mrd € bei rund der Hälfte des Wertes aus dem entsprechenden Vorjahrszeitraum. Deutsche Firmen stellten ihren Auslandstöchtern in diesem Jahr vor allem Beteiligungskapital bereit und reinvestierten Gewinne.¹⁰⁾ Dagegen flossen ihnen über den konzerninternen Kreditverkehr Mittel aus dem Ausland zu, und zwar im Wesentlichen über die Aufnahme kurzfristiger Finanzkredite bei ausländischen Beteiligungsgesellschaften mit

Sitz in den Benelux-Ländern. Gebietsfremde Unternehmen erhöhten 2011 ihr hiesiges Engagement vor allem durch reinvestierte Gewinne und konzerninterne Kredite.

Direktinvestitionen und Finanzierungsbeschränkungen

Grundsätzliche Überlegungen

Obwohl die Entwicklung der deutschen Direktinvestitionsbeziehungen in der Finanzkrise vergleichsweise robust geblieben ist, lässt sich doch eine spürbare Abschwächung beobachten. Von besonderem Interesse ist deshalb, ob diese Abschwächung auf die Krise zurückzuführen ist. Die grenzüberschreitenden Direktinvestitionsaktivitäten könnten in der Finanzkrise durch mehrere Faktoren beeinträchtigt worden sein. Zum einen sind hier Nachfrageeffekte zu nennen. Infolge der gestiegenen Risikoaversion auf Seiten der Investoren könnte es zu einem geringeren Interesse an grenzüberschreitenden Expansionen gekommen sein. Daneben könnten die Direktinvestitionen zumindest teilweise aber auch durch fehlende Finanzierungsmöglichkeiten beeinträchtigt worden sein. Dabei sind grundsätzlich unterschiedliche Wirkungskanäle denkbar. Einerseits standen den Unternehmen wegen sinkender Umsätze und angesichts niedrigerer Erträge weniger eigene Mittel zur Verfügung.¹¹⁾ An-

¹⁰ Die reinvestierten Gewinne des jeweils aktuellen Jahres basieren auf Schätzungen und unterliegen in der Regel größeren Revisionen.

¹¹ Vgl. dazu auch den Aufsatz „Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2010“ in diesem Monatsbericht auf S. 31ff.

dererseits waren die Möglichkeiten der Mittelaufnahme am Kapitalmarkt zunehmend beschränkt und teuer sowie der Zugang zu Bankkrediten durch die im Krisenzeitraum verschärften Kreditstandards eingeschränkt.¹²⁾ Dies dürfte vor allem für größere M&A sowie für die Aktivitäten von Private-Equity-Investoren von Bedeutung gewesen sein, die angesichts mangelnder Finanzierungsmöglichkeiten stark zurückgegangen sind. Nach Angaben der M&A-Datenbank Zephyr¹³⁾ ist beispielsweise die Zahl der abgeschlossenen grenzüberschreitenden Firmenübernahmen mit deutscher Beteiligung und einem bekannten Transaktionswert von mindestens 1 Mrd € von 19 im Vorkrisenjahr 2007 auf nur noch fünf im Jahr 2010 zurückgegangen. Daneben verringerte sich während der Finanzkrise auch die Zahl der Transaktionen, welche durch neue Bankkredite finanziert werden konnten. Das deutet darauf hin, dass gerade solch größere Projekte unter der mangelnden Bereitschaft der Finanzierung durch externe Geldgeber gelitten haben. Umfrageergebnisse stützen diese Einschätzung ebenfalls.

DIHK-Umfrage lässt auf Probleme bei Finanzierung größerer Auslandsprojekte schließen

Einen guten Eindruck der Auswirkung potenzieller Finanzierungsrestriktionen auf das grenzüberschreitende Investitionsverhalten der Unternehmen in Deutschland gibt die regelmäßig im Frühjahr vom Deutschen Industrie- und Handelskammertag (DIHK) durchgeführte Befragung zu den Auslandsinvestitionen.¹⁴⁾ Gemäß dem Bericht aus diesem Frühjahr halten sich vor allem die Industrieunternehmen, die in der Finanzierung ein Geschäftsrisiko für die kommenden Monate sehen, bei Auslandsinvestitionen zurück. Nur

knapp ein Drittel von ihnen gab an, aktuell im Ausland investieren zu wollen. Das ist deutlich weniger als bei den anderen befragten Industrieunternehmen. Bei Unternehmen mit Finanzierungsproblemen sei die geschäftliche Lage vielfach noch so unsicher, dass sie davor zurückscheuten, im Ausland zu expandieren, so die Einschätzung des DIHK. Auslandsinvestitionen seien erfahrungsgemäß mit höheren Risiken verbunden, Banken dementsprechend vorsichtiger, diese Vorhaben mit Krediten zu begleiten. In den Vorjahren (2010 und 2009) war darüber hinaus stets darauf abgestellt worden, dass eine Verschlechterung der Kreditkonditionen bei den im Ausland investierenden Unternehmen merklich häufiger aufgetreten sei als bei Firmen, die nicht im Ausland aktiv sind. Und das, obwohl gerade die Industrieunternehmen, die im Ausland investieren wollen, sich in einer besseren Lage sahen und daher optimistischere Geschäftserwartungen angaben, was das Aushandeln besserer Kreditkonditionen eigentlich erleichtern sollte. Dennoch wurden Auslandsengagements offenbar als besonders riskant eingestuft. Für umfangreichere Finanzierungsprojekte kommt hinzu, dass sich angesichts des fehlenden Vertrauens zwischen den Kreditinstituten sowie den zumeist national ausgerichteten Bankenret-

12 Nach den deutschen Ergebnissen aus dem Bank Lending Survey (BLS), der eurosystemweit regelmäßig durchgeführt wird, haben sich in der Krise die Kreditstandards der Banken verschärft, ohne dass daraus jedoch eine Kreditklemme für investitionswillige Unternehmen abgeleitet werden könnte. Der BLS enthält allerdings keine gezielte Frage zu den Bedingungen einer Finanzierung von Auslandsinvestitionen. Die Ergebnisse des BLS für Deutschland sind unter www.bundesbank.de/volkswirtschaft/vo_veroeffentlichungen.php abrufbar.
13 Quelle: Bureau van Dijk.

14 Vgl.: DIHK (2011), Auslandsinvestitionen der Industrie, Frühjahr 2011 und frühere Ausgaben.

tungsmaßnahmen die Bildung internationaler Bankenkonsortien als besonders schwierig erweist. Passend dazu wird berichtet, dass größere Kreditvolumina für Auslandsengagements offenbar schwieriger zu erhalten sind als kleinere. Diejenigen Unternehmen, die in Vertrieb und Kundendienst investieren, seien daher oft weniger von verschlechterten Finanzierungskonditionen betroffen, als solche, die zwecks Markterschließung und Kostenersparnis im Ausland investieren wollen und dafür größere Summen benötigen – ganz abgesehen von großvolumigen fremdfinanzierten M&As.

Eigene Untersuchungen

Dem Zusammenhang zwischen Außenhandel, Direktinvestitionen und Finanzmärkten ist in der wissenschaftlichen Forschung bislang nur wenig Beachtung geschenkt worden. Gängige Modelle nehmen an, dass Finanzierungsbeschränkungen keinen Einfluss auf die Entscheidungen der Unternehmen haben, ihre Produkte im Ausland abzusetzen oder im Ausland zu investieren; relevant sind stattdessen Produktivitätsunterschiede auf der Firmenebene.¹⁵⁾ Jedoch unterscheiden sich multinationale Unternehmen auch hinsichtlich anderer Merkmale von rein nationalen Unternehmen, beispielsweise haben letztere vergleichsweise höhere Fremdkapitalanteile und niedrigere Cashflows. Dies weist darauf hin, dass Schwierigkeiten bei der Fremdfinanzierung eine zusätzliche Barriere auf dem Weg zur Expansion ins Ausland darstellen können.

Die Bedeutung von finanziellen Barrieren für die Expansion von Unternehmen ins Ausland wurde daher in zwei eigenen Studien¹⁶⁾ genauer untersucht. Entgegen den Annahmen der gängigen Modelle gibt es nämlich sehr wohl gute Gründe dafür, dass neben der Produktivität eines Unternehmens auch dessen Zugang zu externem Kapital einen Einfluss auf die Internationalisierungsentscheidung hat, da die Besicherung grenzüberschreitender Investitionen vergleichsweise schwierig und eine Fremdfinanzierung deshalb vergleichsweise teuer ist. Der empirische Teil der Projekte deckt zwar die Zeit vor der Krise ab; die Ergebnisse tragen aber dennoch zum besseren Verständnis der Entwicklung in der Krise bei und zeigen mögliche Ansatzpunkte für die Wirtschaftspolitik.

Diese Hypothesen werden mittels Informationen über Tochterunternehmen deutscher Firmen aus der Mikrodatenbank Direktinvestitionen (MiDi) der Deutschen Bundesbank¹⁷⁾ und Bilanzdaten deutscher Unternehmen¹⁸⁾ empirisch überprüft. Die Daten erlauben die Messung potenzieller Finanzierungsrestriktionen

Zwei eigene Studien zur Bedeutung finanzieller Barrieren

Theoretisches Modell und empirische Analyse mit Mikrodaten

15 Die „neue“ neue Außenhandelstheorie auf Grundlage heterogener Firmen wurde wesentlich beeinflusst durch: M.J. Melitz (2003), The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity, *Econometrica*, 71 (6), November 2003, S. 1695–1725 sowie E. Helpman, M.J. Melitz und S. Yeaple (2004), Exports versus FDI with Heterogeneous Firms, *The American Economic Review*, 94 (1), März 2004, S. 300–316.

16 Vgl.: C. Buch, I. Kesternich, A. Lipponer und M. Schnitzer (2009), *Financial constraints and the margins of FDI*, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Reihe 1, Nr. 29/2009 sowie C. Buch, I. Kesternich, A. Lipponer und M. Schnitzer (2010), *Exports versus FDI revisited: Does finance matter?*, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Reihe 1, Nr. 03/2010.

17 Vgl. hierzu: A. Lipponer (2009), *Microdatabase Direct Investment – MiDi: a brief guide*, www.bundesbank.de/download/vfz/fdi/vfz_mikrodaten_guide.pdf.

18 Quelle: Dafne (Bureau van Dijk) sowie Hoppenstedt.

Gängige Modelle negieren Einfluss von Finanzierungsbeschränkungen

nen und der Produktivität sowohl für rein national tätige Firmen als auch für exportierende Unternehmen und für die Muttergesellschaften multinationaler Unternehmen. Darüber hinaus ermöglichen sie die Untersuchung von Finanzierungsengpässen bei den ausländischen Niederlassungen, sodass die relative Bedeutung von Finanzierungsbeschränkungen auf Ebene von Mutter- und Tochterunternehmen bestimmt werden kann. Im Gegensatz zu früheren Arbeiten, die sich auf Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes konzentrierten, enthält der Datensatz auch Unternehmen aus dem Dienstleistungsbereich.

Unterschiedliche Bestimmungsgünde für Gründung von Niederlassungen und von deren Geschäftsvolumen

Theoretische Überlegungen lassen darauf schließen, dass die Entscheidung, im Ausland aktiv zu werden, tendenziell stärker von Finanzierungsbeschränkungen des deutschen Investors bestimmt wird als von etwaigen Finanzierungsbeschränkungen bereits existierender ausländischer Tochterunternehmen. Die empirische Analyse zeigt eine Art Hierarchie bei der Finanzierung der Produktion in den ausländischen Niederlassungen auf: Während Finanzierungsengpässe beim Mutterunternehmen wesentlich für die Wahrscheinlichkeit sind, ein Tochterunternehmen im Ausland zu unterhalten, sind für die Expansion der Auslandstöchter vor allem deren eigene Finanzierungsmöglichkeiten relevant.

Haben Finanzierungsbedingungen auch einen Einfluss auf die Wahl zwischen Exporten und Direktinvestitionen?

Finanzierungsbedingungen können auch die Entscheidung beeinflussen, sich über Exporte oder Direktinvestitionen im Ausland zu betätigen. Denn in der Regel sind die fixen Kosten des Markteintritts bei Exporten geringer als bei Direktinvestitionen. Die variablen Kosten

des Handels sind hingegen höher, da die Produkte erst auf den Auslandsmarkt gebracht werden müssen, während sie im Fall einer Investition im Ausland vor Ort produziert werden können.¹⁹⁾ Finanzierungsbeschränkungen sollten daher einen stärkeren Einfluss auf die Direktinvestitionstätigkeit als auf die Exporte ausüben. Grundsätzlich ist zu erwarten, dass produktivere und weniger finanzierungsbeschränkte Unternehmen bei gegebenen Kosten für das Auslandsengagement mit höherer Wahrscheinlichkeit im Ausland aktiv werden.

Die empirischen Ergebnisse beider Studien²⁰⁾ bestätigen, dass sowohl die Produktivität eines Unternehmens als auch Finanzierungsanfordernisse einen nachweisbaren Einfluss auf die Internationalisierungsentscheidungen haben. Im Einzelnen folgen aus der Analyse drei wesentliche Resultate: Erstens haben Firmengröße (positiv), Cashflow (positiv) und der Anteil der Sachanlagen an der Bilanzsumme (negativ) einen signifikanten Einfluss auf Ausfuhren und Direktinvestitionen. Dies zeigt, dass neben der Größe eines Unternehmens auch Variablen eine Rolle spielen, die eng mit den Finanzierungsmöglichkeiten eines Unternehmens zu tun haben. Je höher der Cashflow, desto weniger Außenfinanzierung wird benötigt; je mehr Sachanlagen erforderlich sind, desto höher ist der Finanzie-

Produktivität und Finanzierungsbedingungen sind entscheidend

¹⁹ Im theoretischen Modell der zweiten Studie wird vereinfachend von sogenannten horizontalen Direktinvestitionen ausgegangen. Hier sind Handel und Direktinvestitionen als Substitute anzusehen. Die empirische Analyse schließt auch vertikale Direktinvestitionen mit ein, bei denen die Auslagerung von Teilen der Produktion in kostengünstigere Länder zu grenzüberschreitenden Handelsaktivitäten positiv beiträgt.

²⁰ Vgl. auch die Erläuterungen auf S. 68 f.

Finanzierungsbeschränkungen und Entscheidungen über Direktinvestitionen beziehungsweise Exporte

Die Bedeutung etwaiger Finanzierungsrestriktionen bei der Exporttätigkeit und für grenzüberschreitende Investitionen wird in zwei Diskussionspapieren der Bundesbank analysiert.¹⁾

Grundlage für die Schätzungen bildet einerseits die Mikrodatenbank Direktinvestitionen (MiDi) der Bundesbank, aus der vorwiegend die Angaben zu den Auslandstöchtern stammen. Diese Daten wurden ergänzt um Bilanzangaben der deutschen Muttergesellschaften aus Dafne (Bureau van Dijk) und von Hoppenstedt. Die Daten decken den Vorkrisenzeitraum 2002 bis 2006 ab. Die Ergebnisse sind daher nicht durch die Entwicklungen in der Finanzkrise verzerrt. In die Analysen gingen nach einer Ausreißerkorrektur Informationen von knapp 90 000 deutschen Unternehmen ein, von denen rund 6% Auslandsniederlassungen in zusammen mehr als 100 Ländern unterhielten und etwa ebenso viele Firmen als Exporteure auftraten. Wie viele Datenpunkte hieraus in die einzelnen Schätzungen eingehen, hängt von verschiedenen Faktoren ab. Für die hier tabellierte Heckman-Schätzung wurde insbesondere gefordert, dass die zugrunde liegenden Daten für alle Unternehmen im gesamten Zeitraum vollständig vorliegen.

Anhand theoretischer Modelle werden zunächst Hypothesen über die Auswirkungen potenzieller Faktoren hergeleitet. Diese werden dann mittels verschiedener empirischer Ansätze überprüft. Dabei wird der sogenannte „extensive“

Rand vom „intensiven“ Rand unterschieden. Ersterer beleuchtet den Umstand überhaupt in einem Land (mit Exporten oder Direktinvestitionen) präsent zu sein. Letzterer stellt auf die jeweilige Höhe des Engagements ab. Dabei kann es sowohl um die Zahl der Niederlassungen, die Höhe des Auslandsumsatzes oder den Umfang der Investitionen gehen. Entsprechend kommen univariate und bivariate Probit-Regressionen auf der Ebene der 0-1-Entscheidungen zum Einsatz. Daneben werden am intensiven Rand Zählmodelle (Poisson, Negative Binomial sowie aufgrund der hohen Zahl an Nullen in den Beobachtungen ein dafür kontrollierendes sogenanntes Zero-Inflated Poisson Modell) sowie Kleinstquadrateschätzer mit fixen Effekten verwendet. Letztere dienen in der Schätzung dazu, firmenspezifische Eigenschaften zu berücksichtigen, die nicht explizit aufgenommen werden (können), die sogenannte „unbeobachtete Heterogenität“. Die Unterteilung der Unternehmen nach Größenklassen und Sektorzugehörigkeit erlaubt es, Effekte einzelnen Untergruppen zuzuordnen und die Robustheit der Resultate zu sichern.

Ein Ansatz, der es ermöglicht, beide Entscheidungen simultan zu modellieren, ist der sogenannte Heckman-Schätzer. Die Ergebnisse des Heckman-Selektionsmodells in Bezug auf die Direktinvestitionen im Ausland sind in der Tabelle auf Seite 69 dargestellt. Abhängige Variable des Regressionsmodells ist dabei der Umsatz des je-

¹ Vgl.: C. Buch, I. Kesternich, A. Lipponer und M. Schnitzer (2009), Financial constraints and the margins of FDI, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Reihe 1, Nr. 29/2009 sowie C. Buch, I. Kesternich, A. Lipponer und M. Schnitzer (2010),

Exports versus FDI revisited: Does finance matter?, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Reihe 1, Nr. 03/2010. — ² Um zwischen den beiden Entscheidungen differenzieren zu können, müssen sich die Schätzgleichungen für Volumen

weiligen heimischen multinationalen Unternehmens i im entsprechenden Gastland j zum Zeitpunkt t . Um Endogenitätsproblemen bei den verwendeten Firmendaten entgegenzuwirken, gehen die erklärenden Variablen auf der Mikroebene mit einer Periode Verzögerung in die Schätzungen ein. Der ausgewiesene, nicht allzu hohe Wert für die Korrelation der Residuen aus Volumen- und Selektionsgleichung (ρ) von 0,183 zeigt, dass die unabhängige Schätzung von Volumen- und Selektionsgleichung nur leicht verzerrt ist, die Fehler getrennter Schätzungen sich also in akzeptablen Grenzen bewegen; hierauf weist letztlich auch die insignifikante Mill's Ratio hin. Die bei Buch et al. (2009) zusätzlich dargestellten Ergebnisse aus den separaten Schätzungen für extensiven und intensiven Rand sind daher ebenso gültig. Ein Ergebnis – auch aus der Heckman-Schätzung – ist, dass offenbar bestimmte Faktoren die Wahrscheinlichkeit treiben, eine Niederlassung in einem Land zu gründen, nicht aber die Höhe des Engagements. Dazu zählt auf der Unternehmensebene der Cashflow. Länderspezifische Variablen wie das Bruttoinlandsprodukt oder das Pro-Kopf-Einkommen des Gastlandes wirken sich ebenfalls nur auf die Entscheidung aus, eine Niederlassung zu eröffnen, nicht aber auf die Umsätze dort. Andere Variablen wirken auf beiden Rändern gleichgerichtet oder – annahmemaß²⁾ – nur auf das Volumen.

und Selektion unterscheiden. Daher wurden Variablen, bei denen a priori davon ausgegangen werden kann, dass sie eher das Volumen als die grundsätzliche Investitionsentscheidung beeinflussen, nur in

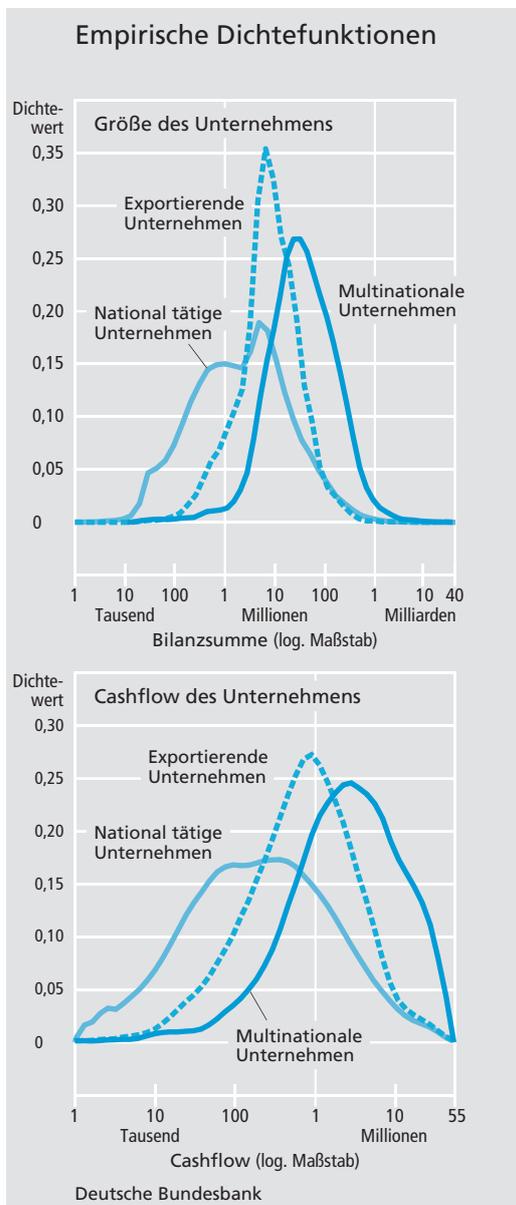
Umsatz der Töchter von Unternehmen i in Land j

Position	Volumen	Selektion
Log(Bilanzsumme) der Mutter i in $t-1$	0,316*** (0,047)	0,144*** (0,014)
Log(Kosteneffizienz) der Mutter i in $t-1$	-0,540*** (0,094)	-0,179*** (0,041)
Verschuldungsquote der Mutter i in $t-1$	0,047 (0,113)	-0,073 (0,056)
Log(Cashflow) der Mutter i in $t-1$	0,005 (0,028)	0,064*** (0,013)
Sachanlagen / Bilanzsumme der Mutter i in $t-1$	-0,688*** (0,220)	-0,517*** (0,091)
Log(BIP) im Gastland j	0,090 (0,081)	0,291*** (0,009)
Log(BIP pro Kopf) im Gastland j	-0,017 (0,038)	0,037*** (0,014)
(Schlechte) Vertragsdurchsetzung ³⁾ in Land j	-0,019*** (0,006)	-0,016*** (0,003)
Gewinnrücklagen / Bilanzsumme der Töchter von i in j in $t-1$	0,326** (0,155)	
Verschuldungsquote der Töchter von i in j in $t-1$	-0,044 (0,083)	
Log(Direktinvestitionen deutscher Banken) im Gastland j	0,090*** (0,015)	
Konstante	5,903*** (1,704)	-5,045*** (0,572)
Zahl der Beobachtungen (Unternehmen-Land-Jahr)	57 672	
Zensierte Beobachtungen (Nullen)	55 373	
Mill's Ratio	0,166 (0,332)	
ρ	0,183	

***, **, * = signifikant auf dem 1%, 5%, 10%-Niveau. Standardfehler in Klammern.

Eine allgemeine Zusammenfassung der Ergebnisse der beiden Studien und mögliche wirtschaftspolitische Implikationen finden sich im Text ab Seite 66.

die Volumengleichung aufgenommen. — 3 Quelle: Weltbank, Doing business Datenbank, www.doingbusiness.org: Zahl der Schritte zur Durchsetzung eines Vertrages.



rungsbedarf.²¹⁾ Zweitens wirken sich Finanzierungsbeschränkungen mehr auf Direktinvestitionen als auf Exporte aus – was konsistent ist mit den bei Direktinvestitionen höheren Fixkosten. Drittens beeinflussen Finanzierungsrestriktionen die grundsätzliche Entscheidung, überhaupt ins Ausland zu gehen. Interessant ist vor allem das Ergebnis, dass Finanzierungsfragen nur für den Teil der Unternehmen relevant sind, die eine Expan-

sion ins Ausland aufgrund ihrer Produktivität überhaupt in Betracht ziehen können. Empirische Studien, welche Finanzierungserfordernisse und/oder die Art der Internationalisierungsentscheidung nicht berücksichtigen, können demnach zu verzerrten Resultaten führen.

Die Bedeutung der Eigenschaften der einzelnen Unternehmen im Hinblick auf die Entscheidung zu exportieren oder Direktinvestitionen zu betreiben, zeigt sich auch sehr anschaulich in sogenannten Kerndichteschätzungen²²⁾ der jeweiligen Kenngrößen. Das nebenstehende Schaubild zeigt dies am Beispiel „Größe des Unternehmens“, gemessen an der Bilanzsumme, und am Beispiel „Cashflow des Unternehmens“. Kleine Unternehmen und solche mit geringem Cashflow bleiben „zu Hause“, bedienen also ausschließlich den nationalen Markt, während mittlere Unternehmen exportieren sowie große und ertragsstarke Unternehmen mit Auslandsniederlassungen operieren. Die in den Daten auftretenden Überlappungen machen deutlich, dass die theoretisch abgeleiteten Ergebnisse nicht in jedem Einzelfall gültig sind. Eine grundlegende Tendenz ist aber durchaus erkennbar.

Eigenschaften der einzelnen Unternehmen spielen entscheidende Rolle

21 Der Einfluss von Finanzierungsrestriktionen wird in den Analysen indirekt ermittelt über, erstens, möglicherweise (zu) geringe interne Mittel bei gegebenem Finanzierungsvolumen oder, zweitens, bei generell hohem Finanzierungsbedarf. Aus diesen Angaben können keine Rückschlüsse auf eine etwaige Kreditrationierung seitens der Banken gezogen werden, die jedoch aufgrund der Erkenntnisse aus dem BLS für Deutschland wenig plausibel ist.

22 Eine Kerndichteschätzung ist eine anhand einer Stichprobe ermittelte, stetige Schätzung einer (unbekannten) Wahrscheinlichkeitsverteilung. Ihr diskretes Pendant ist das Histogramm.

*Implikationen
für die Wirt-
schaftspolitik*

Die Forschungsarbeiten liefern keinen direkten Test für den Einfluss von Politikmaßnahmen auf den Zugang der Unternehmen zu Auslandsmärkten. Dennoch lassen sich aus den Ergebnissen wirtschaftspolitische Implikationen ableiten. Einerseits machen es Maßnahmen, die die Produktivität von Unternehmen erhöhen, den Unternehmen letztlich leichter, auf Auslandsmärkten aktiv zu werden. Andererseits lenken die Ergebnisse aber auch den Blick auf die Bedeutung finanzwirtschaftlicher Faktoren. So kann der mangelnde Zugang von Unternehmen zu externer Finanzierung einem Auslandsengagement im Wege stehen.

*Auswirkungen
der Krise*

Mit Blick auf die Auswirkungen der Krise spielt es eine bedeutende Rolle, wie viele Unternehmen sich im Zuge einer Krise ganz aus Auslandsmärkten zurückziehen. Wenn der Rückzug aus den Märkten eine wichtige Rolle bei der Anpassung spielte, würden sich längerfristige Konsequenzen für die außenwirtschaftliche Tätigkeit deutscher Unternehmen ergeben, da die Rückkehr in diese Märkte mit hohen Kosten verbunden ist. Sinken hingegen lediglich die Umsätze, wirkt sich eine Erholung der Weltwirtschaft auch unmittelbar positiv auf die außenwirtschaft-

liche Entwicklung aus. Gerade das scheint bei den deutschen Auslandsengagements angesichts der deutlichen Erholung der Exporte ab 2009 der Fall gewesen zu sein.

Fazit

Anders als in vielen Ländern kam es bei den grenzüberschreitenden Direktinvestitionen Deutschlands in der Finanzkrise nicht zu einem ausgeprägten Einbruch, sondern lediglich zu einer Moderation der Aufwärtsentwicklung. Auch hat sich die Bereitschaft zu Investitionen im Ausland auf der einen Seite und die für ausländische Investitionen in Deutschland auf der anderen Seite rasch wieder erholt. Gleichwohl bleiben Unsicherheiten, was auch in der zurückhaltenden Direktinvestitionstätigkeit im bisherigen Verlauf des Jahres 2011 abgelesen werden kann. Die mit grenzüberschreitenden Engagements verbundenen Risiken dürften sich angesichts der in der Finanzkrise zunehmenden Unsicherheiten in Bezug auf die weitere wirtschaftliche und politische Entwicklung auch dämpfend auf die Direktinvestitionsaktivitäten der Unternehmen auswirken.