

Scharrer, Hans-Eckart; Krägenau, Henry

**Article — Digitized Version**

## Die Finanzierung deutscher Direktinvestitionen im Ausland

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Scharrer, Hans-Eckart; Krägenau, Henry (1990) : Die Finanzierung deutscher Direktinvestitionen im Ausland, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 70, Iss. 1, pp. 43-50

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136600>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Hans-Eckart Scharrer, Henry Krägenau

## Die Finanzierung deutscher Direktinvestitionen im Ausland

*Das HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg hat in den Jahren 1987/88 eine breit angelegte Untersuchung über die Finanzierungsstruktur deutscher Direktinvestitionen und ihre gesamtwirtschaftlichen und betrieblichen Bestimmungsgründe durchgeführt<sup>1</sup>. Dr. Hans-Eckart Scharrer und Henry Krägenau fassen die wichtigsten Ergebnisse zusammen.*

Innerhalb eines guten Jahrzehnts, von 1976 bis 1987, hat sich der Bestand der deutschen Direktinvestitionen im Ausland von 49 auf 158 Mrd. DM mehr als verdreifacht. 6209 deutsche Unternehmen beschäftigen heute in 15815 Tochtergesellschaften außerhalb der Bundesrepublik rund 1,9 Mill. Menschen, mehr als zwei Drittel davon in anderen Industrieländern. Der Umsatz der Auslandstöchter beläuft sich auf 520 Mrd. DM. Die Zahl der Direktinvestoren ist damit um gut 2600 gewachsen, und es sind über 6700 Auslandsfirmen dazugekommen. Diese Expansion war mit einer Ausweitung der Beschäftigtenzahl um etwa 670 000 und einer Umsatzausdehnung um etwa 346 Mrd. DM verbunden. Den noch in der zweiten Hälfte der sechziger Jahre vielfach beklagten „Rückstand“ bei den Auslandsinvestitionen<sup>2</sup> hat die deutsche Wirtschaft damit in kurzer Zeit aufholen können<sup>3</sup>.

Die kräftige grenzüberschreitende Unternehmensexpansion und das hohe Umsatzvolumen der Tochtergesellschaften werfen unter anderem die Frage nach der Finanzierung der Neuinvestitionen und der bestehenden Auslandstöchter auf. Diese Fragen sind von der umfangreichen internationalen Literatur über Direktinvestitionen und multinationale Unternehmen bisher vernachlässigt worden. Insbesondere herrscht ein Mangel an empirischen Analysen über die tatsächliche Finanzierung der unternehmerischen Auslandsaktivitäten<sup>4</sup>.

Die Untersuchung des HWWA-Institut für Wirtschafts-

---

*Dr. Hans-Eckart Scharrer, 51, ist Leiter und Henry Krägenau, 47, Dipl.-Volkswirt, ist Forschungsgruppenleiter der Abteilung Internationale Finanzen, Wirtschaftsbeziehungen zwischen Industrieländern des HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg.*

forschung-Hamburg über die Finanzierungsstruktur deutscher Direktinvestitionen konzentriert sich auf den für das Industrieland Bundesrepublik besonders wichtigen Bereich der Verarbeitenden Industrie. Sie stützt sich auf

□ bisher unveröffentlichte Angaben der Deutschen Bundesbank über die Vermögens- und Kapitalstrukturen der produzierenden Tochtergesellschaften deutscher Unternehmen (Tabelle 1);

□ eine schriftliche Unternehmensbefragung bei deutschen Muttergesellschaften über die Finanzierung „repräsentativer“ Tochtergesellschaften in Europa, Nordamerika, Lateinamerika und Asien (ohne Japan), an der sich 114 Unternehmen mit Informationen über 233 Tochtergesellschaften beteiligten;

□ Interviews mit Vertretern zahlreicher Firmen, Finanzinstitute und Verbände in der Bundesrepublik, den Vereinigten Staaten, Brasilien, Mexiko, Indonesien, Singapur und Malaysia.

<sup>1</sup> Hans-Eckart Scharrer, Henry Krägenau: Die Finanzierung deutscher Direktinvestitionen im Ausland. Forschungsauftrag für das Bundesministerium für Wirtschaft, Hamburg 1988 (Veröffentlichung in Vorbereitung).

<sup>2</sup> Kritisch zu der These und ihrer Begründung Hans-Eckart Scharrer: Direktinvestitionen im Ausland – Probleme der Messung und Förderung, in: ders. (Hrsg.): Förderung privater Direktinvestitionen. Eine Untersuchung der Maßnahmen bedeutender Industrieländer, Hamburg 1972, S. 13 ff.

<sup>3</sup> Zur deutschen Position im internationalen Vergleich vgl. Henry Krägenau: Internationale Direktinvestitionen, Ausgabe 1987, Hamburg 1987, S. 35 ff.

<sup>4</sup> Zu nennen sind vor allem Ida May Mantel: Sources and uses of funds of majority-owned foreign affiliates of U.S. companies 1973-76, U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, Staff Paper no. 33, Washington 1979; Ehrenfried Pausenberger: Eigenkapitalausstattung deutscher Tochtergesellschaften in Entwicklungsländern, in: ders. (Hrsg.): Internationales Management, Stuttgart 1980; Franz Giesel: Kapitalstrukturen internationaler Unternehmungen, Gießen 1982; Ehrenfried Pausenberger, Harald Völker: Praxis des internationalen Finanzmanagements, Wiesbaden 1985.

## AUSLANDSINVESTITIONEN

### Die Bilanzstruktur

Die Bilanzsumme aller Auslandstöchter deutscher Unternehmen (ohne Kreditinstitute) hat sich zwischen 1976 und 1987 von 156 auf 477 Mrd. DM verdreifacht. Mit 147 Mrd. DM stellten die Muttergesellschaften 1987 unmittelbar oder mittelbar 30,8 % der Finanzmittel zur Verfügung, gut 310 Mrd. DM stammten von Dritten, ganz überwiegend als Fremdkapital. Der Anteil der konzernexternen Finanzierung – heute 69,2 % – ist dabei seit 1976 (70,2 %) bemerkenswert stabil geblieben.

Die Tochtergesellschaften in der Verarbeitenden Industrie vereinigten 1985 eine aggregierte Bilanzsumme von 201 Mrd. DM auf sich. Die deutschen Muttergesellschaften brachten unmittelbar oder mittelbar 64 Mrd. DM (31,8 %) als Beteiligungs- oder Fremdkapital ein, davon 49 Mrd. DM (24,5 % der Bilanzsumme) als Beteili-

gungskapital. Der Anteil der konzernexternen Finanzierung der produzierenden Tochtergesellschaften (68,2 %) entspricht damit dem Durchschnitt aller Auslandstöchter (ohne Kreditinstitute); seit 1980 (72,0 %) ist er um knapp 4 Prozentpunkte zurückgegangen.

### Neuinvestitionen

Bei der Finanzierung deutscher Direktinvestitionen im Ausland ist das finanzielle Engagement der Muttergesellschaften vor allem bei Gründungen von Auslandstöchtern, Erwerb bestehender Unternehmen oder einer Beteiligung daran und bei Aufstockung des Beteiligungsanteils an einem Unternehmen gefordert. Das Wachstum einer bestehenden Tochtergesellschaft kann vielfach aus ihrem laufenden Cash-flow, gegebenenfalls in Verbindung mit der Beschaffung zusätzlicher externer Finanzmittel durch die Töchter selbst, erfolgen.

**Tabelle 1**

### Bilanzen der Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe (Wirtschaftszweig des ausländischen Investitionsobjektes) im Ausland mit unmittelbaren und mittelbaren deutschen Direktinvestitionen

(Stand Ende 1980/1985; Beträge in Mill. DM)

Kenngrößen	Industrialisierte westliche Länder Darunter: Europäische Länder						Entwicklungsländer							
	Alle Länder		insgesamt		insgesamt		insgesamt		In Afrika		In Amerika		In Asien und Ozeanien	
	1980	1985	1980	1985	1980	1985	1980	1985	1980	1985	1980	1985	1980	1985
<b>I. Aktiva</b>														
Sachanlagen	45 624	63 957	36 318	52 708	17 900	23 371	8 255	10 270	251	505	7 043	8 267	961	1 498
Beteiligungen	3 494	5 377	3 282	4 785	2 104	2 659	194	588	0	6	180	545	14	38
Vorräte	38 172	48 158	29 666	40 603	17 292	20 464	7 480	6 515	159	485	6 235	4 692	1 086	1 338
Forderungen	48 870	71 292	37 793	58 172	23 656	35 126	10 019	11 854	140	448	9 000	9 616	680	1 789
Verlustvortrag	5 471	9 950	4 343	7 961	2 523	2 841	897	1 533	48	120	797	1 127	52	286
sonst. Aktiva	1 732	2 579	1 199	2 107	633	972	463	420	6	49	432	321	25	50
<b>II. Passiva</b>														
Nominalkapital	23 334	35 248	16 511	27 850	10 266	14 049	6 172	6 519	97	242	5 529	5 453	547	824
Rücklagen	24 389	39 006	20 008	30 348	9 071	13 044	4 222	8 301	76	206	3 703	7 078	443	1 017
Verbindlichkeiten	84 571	107 957	66 969	92 020	38 117	48 482	15 044	13 569	417	1 108	12 769	9 550	1 857	2 910
sonst. Passiva	11 069	19 102	9 114	16 116	6 655	9 859	1 871	2 791	13	56	1 685	2 486	172	249
<b>III. Bilanzsumme</b>	<b>143 364</b>	<b>201 313</b>	<b>112 602</b>	<b>166 334</b>	<b>64 108</b>	<b>85 434</b>	<b>27 308</b>	<b>31 180</b>	<b>604</b>	<b>1 613</b>	<b>23 686</b>	<b>24 568</b>	<b>3 018</b>	<b>5 000</b>
Unmittelbare und mittelbare deutsche Direktinvestitionen im Ausland	40 175	63 925	30 414	51 514	16 457	25 143	9 094	11 722	170	386	8 210	10 193	714	1 142
Anteile am Nom. Kapital	18 835	29 584	13 343	23 764	7 975	11 040	5 173	5 340	53	116	4 802	4 760	318	464
Anteile an Rücklagen	17 317	28 272	14 030	22 034	6 775	10 424	3 201	6 029	53	125	2 922	5 394	226	511
abzüglich:														
Anteile an aufgelauenen Verlusten	4 705	8 487	3 797	7 060	2 090	2 169	760	1 151	28	58	697	923	35	170
Beteiligungskap. insgesamt	31 448	49 369	23 576	38 739	12 660	19 295	7 613	10 218	78	182	7 027	9 231	509	804
Kredite und Darlehen	8 728	14 555	6 838	12 775	3 797	5 848	1 481	1 505	92	204	1 183	963	205	338
Umsatz	172 071	280 494	139 386	234 037	84 567	122 402	30 034	42 941	507	1 222	23 984	35 994	3 543	5 725
Beschäftigte (Tsd.)	1 312	1 311	830	864	510	516	448	422	13	24	336	310	99	88

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Quelle: Deutsche Bundesbank.

Die Finanzierung von Neuinvestitionen – Gründung oder Akquisition – ist Teil der Gesamtfinanzierungsaufgabe der Mutter bzw. der Unternehmensgruppe. Eine erste Finanzmittelquelle ist das in der Vergangenheit angesammelte liquide Geldvermögen. Angesichts der bei den meisten deutschen Unternehmen seit 1982 guten Ertragslage wurden die Liquiditätsreserven vielfach mit vorsorglichem Blick auf die Wahrnehmung künftig sich bietender Investitionschancen im Ausland kräftig aufgestockt. Ergänzt werden die liquiden Mittel durch den laufenden Cash-flow der Unternehmensgruppe. Hinzu kommt die Rückgriffsmöglichkeit auf externe Finanzierungsquellen. Sowohl bei der Beschaffung zusätzlichen Eigenkapitals als auch der Fremdfinanzierung befinden sich börsennotierte Publikumsgesellschaften gegenüber mittelständisch strukturierten Firmen in einer besseren Ausgangslage. Tatsächlich haben zahlreiche Aktiengesellschaften ihr Grundkapital in den letzten Jahren bei steigenden Börsenkursen im Rhythmus mit der Akquisition ausländischer Unternehmen aufgestockt. Zugleich zapften sie erfolgreich die internationalen Kredit- und Kapitalmärkte an.

**Eigenkapitalquoten**

Die globale Netto-Eigenkapitalquote<sup>5</sup> der industriellen deutschen Tochtergesellschaften liegt (gemäß Bundesbankstatistik) mit 33,6% deutlich über dem für Unternehmen in der Bundesrepublik geltenden Wert, und die Spanne hat sich seit 1980 noch vergrößert. Die branchenmäßigen Strukturen der Eigenkapitalquoten folgen in ihrer regionalen Ausprägung – bei teilweise beträchtlichen Niveauunterschieden zwischen den Branchen – weitgehend dem Regionalschema der Verarbeitenden Industrie insgesamt (vgl. Tabelle 2).

In 40% der Fälle entsprechen – nach subjektiver Einschätzung der Firmen in der HWWA-Umfrage – die Eigenkapitalquoten den landesüblichen Werten. Ein „ob-

jektiver“ Vergleich der durchschnittlichen Eigenkapitalquoten deutscher Tochtergesellschaften in acht Industrieländern (Großbritannien, Österreich, Belgien, Frankreich, Italien, Niederlande, Spanien, USA) zeigt, daß die Kapitalausstattung der deutschen Auslands-töchter in der Regel höher als in den Gastländern üblich ist; die wichtigste Ausnahme von diesem Muster bilden die USA. Insgesamt deuten die Daten – einschließlich der Vergleichswerte für die Bundesrepublik – darauf hin, daß die Unternehmen sich in ihrer Finanzierung eher an den Standards des Gastlandes als an denen des Stammlandes Bundesrepublik orientieren<sup>6</sup>.

In die aggregierten Eigenkapitalsummen der deutschen Auslandstöchter gehen erheblich divergierende Einzelkomponenten ein. Einerseits weisen Unternehmen Rücklagen im Gegenwert von 39 Mrd. DM auf, andererseits verzeichnen andere einen Verlustvortrag von insgesamt fast 10 Mrd. DM. Gemessen am Nominalkapital von 35 Mrd. DM sind die Verlustvorträge beträchtlich, und die Relation hat seit Anfang der achtziger Jahre noch zugenommen. Verlustvorträge können in der Form der Anlaufverluste bis zu einem gewissen Grade Begleiterscheinung einer raschen Expansion der Direktinvestitionen sein. Allerdings zeigte sich – auch wenn das Material begrenzt war –, daß es eine Reihe von „Altunternehmen“ gab, die den Durchbruch am Markt offenbar nicht geschafft hatten.

Die Analyse der horizontalen Vermögens-/Kapitalstrukturen offenbart, daß nur in den beiden Entwicklungsregionen Lateinamerika und ASEAN das Anlagevermögen (Sachanlagen und Beteiligungen) der deutschen Auslandstöchter voll durch Eigenmittel gedeckt ist. Zu berücksichtigen ist, daß ein Teil der von deutschen Muttergesellschaften (oder Finanzholdings) gewährten Kredite ebenfalls eigenkapitalähnlichen Charakter haben dürfte. Zumindest bei den europäischen Töchtern kann deshalb wohl von einer vollen „Eigenkapitaldeckung“ des Anlagevermögens gesprochen werden.

**Tabelle 2**

**Netto-Eigenkapitalquoten<sup>a</sup> deutscher Auslandsunternehmen des Verarbeitenden Gewerbes**

	Insgesamt		Chemie		Elektro		Maschinenbau		Straßenfahrzeugbau	
	1980	1985	1980	1985	1980	1985	1980	1985	1980	1985
Welt	30,6	33,6	35,6	39,7	21,2	27,2	25,9	27,2	31,4	33,7
Europa	27,3	29,4	31,7	37,0	19,3	22,2	21,7	22,3	34,7	28,9
USA	34,2	35,7	40,1	41,8	16,7	29,0	31,4	28,1	17,1	35,5
Lateinamerika	36,9	48,6	35,3	47,4	33,0	50,2	31,2	45,1	36,6	40,9
Asien	31,6	33,0	37,3	40,1	26,7	36,1	26,2	30,0	nv	nv

<sup>a</sup>  $\frac{\text{Nominalkapital} + \text{Rücklagen} - \text{Verlustvortrag}}{\text{bereinigte Bilanzsumme}}$

Quelle: Errechnet nach Angaben der Deutschen Bundesbank.

**Finanzverflechtungen**

Die Untersuchung der finanziellen Verflechtung umfaßte insbesondere die Aspekte der unmittelbaren Kreditbeziehungen zwischen den Konzernteilen, der mittel-

<sup>5</sup> Nominalkapital und Rücklagen abzüglich Verlustvortrag bezogen auf die um den Verlustvortrag bereinigte Bilanzsumme.

<sup>6</sup> Zur Diskussion alternativer Finanzierungsmuster für Tochtergesellschaften im Ausland vgl. Ehrenfried Pausenberger, Harald Völker, a.a.O.; Franz Giesel, a.a.O.; Michael Z. Brooke, H. Lee Remmers: The strategy of multinational enterprise. Organization and finance, 2. Aufl., London 1978; Sidney M. Robbins, Robert B. Stobaugh: Money in the multinational enterprise, London 1974.

baren Finanzbeziehungen über (manipulierte) Transferpreise und der Lizenzgebühren.

Die ausländischen Tochtergesellschaften im Verarbeitenden Gewerbe waren 1985 netto mit 14,6 Mrd. DM bei ihren Stammhäusern oder Zwischenholdings (nicht: Schwestergesellschaften) verschuldet. Das entspricht 7,2% ihrer Bilanzsumme und 13,5% ihrer (Brutto-)Gesamtverbindlichkeiten. Der weitaus größte Teil des Betrages, nämlich 12,8 Mrd. DM, entfällt auf Tochtergesellschaften in den westlichen Industrieländern. Gemäß der HWWA-Unternehmensumfrage machen Handelskredite gut die Hälfte, langfristige Finanzkredite weitere 40% der Schulden gegenüber deutschen Konzernteilen aus. Kurzfristige Finanzkredite spielen mit 3% nur eine geringe Rolle.

Gemessen an den jährlichen Warenbezügen der Tochterunternehmen von deutschen Konzerngesellschaften beläuft sich die Höhe der Handelskredite auf durchschnittlich 44%, das entspricht einer Laufzeit von 158 Tagen. Deutlich niedriger ist die Relation für die europäischen Töchter, erheblich höher die für die asiatischen Auslandsunternehmen. Längere Transportzeiten, von Fall zu Fall aber auch Finanzmittelbedarf der Töchter erklären diese Praxis. Hinsichtlich der Währungsdenominierung überwiegt bei Handelskrediten klar die DM, allerdings liegt ihr Anteil mit 70% unter dem für den deutschen Gesamtexport bekannten Wert von 81%<sup>7</sup>. Ein gutes Viertel entfällt auf Kredite in Landeswährung und nur 3% auf Drittwährungen.

Erheblich geringer – rund 10% der Verbindlichkeiten – sind die Forderungen ausländischer Tochtergesellschaften an die deutschen Konzernteile. Drei Viertel der Forderungen stehen im Zusammenhang mit Lieferungen der ausländischen Tochtergesellschaften an Konzernunternehmen in der Bundesrepublik. Die Relation zwischen Handelsforderungen und Liefervolumen liegt mit 16% – entsprechend 59 Tagen – im Rahmen der internationalen Zahlungsmodalitäten. Erwartungsgemäß ist der Anteil der in Landeswährung denominierten Kredite bei den Forderungen ausländischer Tochtergesellschaften höher als bei den Verbindlichkeiten. Bei den Handelskrediten erreicht der Anteil 45% (DM-Kredite 51%), bei den Finanzkrediten 62% (DM-Anteil 23%).

<sup>7</sup> Zur Währungsstruktur im deutschen Außenhandel vgl. Hans-Eckart Scharrer, Christian Langer: Wechselkursverschiebungen und Unternehmensreaktionen, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 68. Jg. (1988), H. 9, S. 470 ff.

<sup>8</sup> Dabei wurde, in Einklang mit den Ergebnissen der Unternehmensbefragung, unterstellt, daß die Bruttoverbindlichkeiten der Tochtergesellschaften gegenüber den deutschen Mutterunternehmen um 12% über den Nettoverbindlichkeiten liegen.

Die den deutschen Muttergesellschaften zufließenden Patent- und Lizenzgebühren von 1,3 Mrd. DM sind in Relation zu den statistisch erfaßten Gewinnen ausländischer Tochtergesellschaften in Höhe von 6,5 Mrd. DM (1987) beachtlich. Gemessen an den Warenlieferungen an die Tochtergesellschaften machen die Nutzungsentgelte in der HWWA-Unternehmensstichprobe allerdings weniger als 3% aus. Die „Manövriermasse“ für eventuelle Gewinnverlagerungen ist daher bei den Warenlieferungen um ein Vielfaches größer als bei den Nutzungsentgelten.

Die Höhe der konzerninternen Verrechnungspreise hat schon früh die Aufmerksamkeit der nationalen Finanz- und Devisenbehörden gefunden. Unsere Befragung zeigte – bei aller Zurückhaltung der Unternehmen in dieser sensiblen Frage –, daß die Unternehmen bei der Festsetzung der Verrechnungspreise einen gewissen Spielraum zur Verfügung haben, den sie zur Optimierung der unternehmenspolitischen Ziele auch nutzen.

### Die Innenfinanzierung

Quelle der Innenfinanzierung der Tochtergesellschaften ist ihr Cash-flow, d. h. ihr Einnahmenüberschuß aus dem laufenden Geschäft. Nach der HWWA-Unternehmensbefragung setzte sich der (Brutto-)Cash-flow 1986 zu 38% aus Gewinnen, zu 50% aus Abschreibungen und zu 12% aus Rückstellungen zusammen. Dieser globalen Struktur des Cash-flows entspricht weitgehend die der Töchter in den Industrieländern. In den Entwicklungsländern ergibt sich ein deutlich anderes Bild. Gewinn- und Abschreibungskomponente haben geradezu ihr Gewicht getauscht. Dies deutet auf eine ver-

**Tabelle 3**  
**Bruttorenditen deutscher Tochtergesellschaften im Ausland 1986, nach Anlageregionen**  
(in % aller Unternehmen)

	Ins- gesamt	Europa	Nord- amerika	Entwick- lungsl.
<b>Gewinnsituation</b>				
Unternehmen mit Gewinn	76,0	79,8	69,2	77,8
Verlust	24,0	20,2	30,8	22,2
nachr.: Zahl der Unternehmen	217	89	65	63
<b>Eigenkapitalrendite in % (brutto)</b>				
unter 10%	25,9	22,4	35,5	22,2
10 – 29%	35,3	40,8	35,5	27,8
30 – 49%	19,0	20,4	12,9	22,2
50% und mehr	19,8	16,3	16,1	27,8
nachr.: Zahl der Unternehmen	116	49	31	36

Quelle: HWWA-Unternehmensbefragung.

gleichsweise günstige Ertragslage der Tochtergesellschaften und/oder ein geringes Wachstum ihres Anlagevermögens hin.

In allen Regionen übertrifft der Cash-flow die Sachinvestitionen beträchtlich. Hingegen bleiben die Abschreibungen nahezu überall hinter den Sachinvestitionen zurück. Mit anderen Worten, die Tochtergesellschaften expandieren, besonders in den Entwicklungsregionen, und sie finanzieren ihr Wachstum per saldo aus eigenen Mitteln. Der verbleibende Liquiditätsüberschuß wird teils zum Abbau der Bankenverschuldung eingesetzt, teils als Dividende an die Muttergesellschaft (oder eine Zwischenholding) ausgeschüttet.

Die Ertragslage der Tochtergesellschaften, und damit auch ihr Cash-flow, zeigen eine große Streubreite. Für 217 Auslandstöchter deutscher Unternehmen lagen uns qualitative und/oder quantitative Gewinnangaben vor. Danach wiesen immerhin 52 Unternehmen – also rund ein Viertel der Stichprobe – Verluste, 165 Gewinne aus. Die regionale Renditeverteilung zeigt beträchtliche Unterschiede: In den Entwicklungsländern ist die Rendite deutlich höher als in den entwickelten Regionen (vgl. Tabelle 3). Zugleich ist der Anteil der Auslandstöchter mit 100%iger Gewinnthesaurierung in den Industrieländern beträchtlich größer als in der Dritten Welt und innerhalb der Gruppe der Industrieländer in den USA höher als in Europa. Dies dürfte mit der noch immer unterproportionalen Eigenkapitalausstattung vieler US-Tochtergesellschaften, ihrem hohen Finanzmittelbedarf in der – weiterhin anhaltenden – Expansionsphase, vermutlich aber auch mit der Höhe der deutschen Unternehmenssteuern zusammenhängen.

Die konzernexterne Finanzierung von Tochtergesellschaften umfaßt – in breiter Definition – die Beschaffung von Beteiligungskapital von Dritten; die Beschaffung pri-

vater Fremdmittel bei Banken, Lieferanten, am organisierten Geld-, Kredit- und Kapitalmarkt; die Anlage von Liquiditätsüberschüssen und die Beschaffung staatlicher Finanzierungsmittel, insbesondere in Form von Fördermitteln.

Die geringe Beteiligung Dritter am Nominal- und gesamten Beteiligungskapital der Auslandstöchter (vgl. Tabelle 1) spiegelt das Bestreben der deutschen Investoren wider, sich in der Regel die 100%ige Kontrolle über verbundene Unternehmen zu sichern.

**Externe Fremdmittel**

Unter den externen Fremdmitteln dominieren Bank- und Lieferantenkredite. Nur in wenigen Ländern sind Tochtergesellschaften, meist großer Unternehmen, in der Lage, den Finanzmittelmarkt anzuzapfen. Der Anteil der konzernexternen Fremdmittel an der Finanzierung ausländischer Tochtergesellschaften belief sich 1985 auf rund 46%, ein Rückgang um 5 Prozentpunkte seit 1980<sup>8</sup>.

Soweit ausländische Tochtergesellschaften auf Bankfinanzierungen zurückgreifen, bevorzugen sie Banken im Sitzland. Dieses Verhalten steht auch im Einklang mit der in anderem Zusammenhang konstatierten Gastlandorientierung. Nur die größeren Tochtergesellschaften greifen von Fall zu Fall selbst auf Euromarktfinanzierungen zurück.

Temporäre Liquiditätsüberschüsse halten die Tochtergesellschaften vorzugsweise bei Banken im Sitzland. In den USA mit ihrem großen und funktionierenden Geldmarkt investieren viele Unternehmen auch außerhalb des Geschäftsbankensektors. In Lateinamerika haben sich in den letzten Jahren vielfach funktionierende Parallelmärkte zum offiziellen Bankensystem entwickelt, mit vergleichsweise günstigen Anlagemöglichkeiten für die Unternehmen.

**Tabelle 4**

**Deutsche Direktinvestitionen in den USA 1980-86 nach Angaben der Deutschen Bundesbank (Bestände)**  
(in Mrd. DM)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Alle Wirtschaftsbereiche							
Unmittelb. und mittelb. Direktinvestitionen	18,3	25,7	28,4	34,9	43,8	44,3	41,9
Verarbeitendes Gewerbe <sup>1</sup> (unmittelbare und mittelbare Direktinvestitionen) insgesamt	11,5	14,9	16,0	17,7	21,8	22,8	22,4
Beteiligungskapital	9,3	..	..	..	..	16,9	..
Anteile am Nominalkapital	4,5	..	..	..	..	11,3	..
Anteile an Rücklagen	6,3	..	..	..	..	9,9	..
Anteile an aufgelaufenen Verlusten	1,5	..	..	..	..	4,3	..
Kredite und Darlehen	2,2	..	..	..	..	5,9	..
nachrichtlich:							
Bilanzsumme	39,4	..	..	..	..	66,5	..

<sup>1</sup> Wirtschaftsbereich der ausländischen Investitionsobjekte.

Quellen: Deutsche Bundesbank; eigene Berechnungen.

Öffentliche Finanzierungsmittel sind nur einer unter mehreren Bestimmungsfaktoren für Standortentscheidungen. Sie dürften in der Regel – und das gilt auch im Hinblick auf die regionalen Anreize innerhalb der Länder – nur dann den Ausschlag geben, wenn die übrigen Einflußfaktoren nicht zu einer eindeutigen Präferenz für einen bestimmten Standort führen.

### Vereinigte Staaten

Die Vereinigten Staaten sind nach allen gängigen Kriterien das bedeutendste Zielland für deutsche Direktinvestitionen. Im einzelnen wendeten deutsche Unternehmen nach der deutschen Zahlungsbilanzstatistik 1981-86 netto 21,1 Mrd. DM (8,6 Mrd. Dollar) für den Erwerb oder die Erhöhung von Kapitalbeteiligungen auf, außerdem gewährten sie ihren amerikanischen Tochtergesellschaften mittel- und langfristige Kredite oder thesaurierten dort Gewinne in Höhe von zusammen 7,2 Mrd. DM (2,8 Mrd. Dollar). Die ausgeschütteten und reinvestierten Gewinne beliefen sich über den Gesamtzeitraum auf 2,3 Mrd. DM, mit deutlich steigendem Trend, die Zinszahlungen gegenüber den Müttern auf knapp 300 Mill. DM; das entspricht einer Rendite auf das eingesetzte Kapital von zuletzt 5,7%. Über die Entwicklung der Buchwerte informiert Tabelle 4.

Die von deutschen Industrieunternehmen bevorzugte Rechtsform ist die Corporation mit 100%iger Beteiligung. Das Unternehmenswachstum, insbesondere die Aufnahme neuer Produktlinien, vollzieht sich heute in erheblichem Maße durch den Erwerb amerikanischer Unternehmen.

Die Kapitalbasis der deutschen industriellen Tochtergesellschaften in den USA bleibt mit durchschnittlich 36% Eigenkapital (netto) hinter der in Amerika üblichen Relation zurück, ist aber deutlich höher als in der Bundesrepublik. Die HWWA-Umfrage läßt – in einer „Momentaufnahme“ des Jahres 1986 – erkennen, daß Gewinne und Verluste breit zwischen Unternehmen unterschiedlichen Alters streuen.

Das Wachstum des Sachanlagevermögens um 9,4 Mrd. DM im Zeitraum 1980-85 findet in der Zunahme der Eigenmittel um 9,2 Mrd. DM annähernd seine Entsprechung. Nach Auskunft von Unternehmensvertretern sind Erstinvestitionen „auf der grünen Wiese“ und größere Unternehmensakquisitionen regelmäßig mit der Zuführung von Kapital durch das Stammhaus verbunden, während das „normale“ Wachstum der Tochtergesellschaften aus ihrem laufenden Cash-flow, meist unter Verzicht auf Gewinnausschüttungen an die Mutter, finanziert wird. Die HWWA-Umfrage bestätigt diese Ergebnisse.

Innerhalb der USA haben Unternehmen mit mehre-

ren amerikanischen Tochtergesellschaften in der Regel die Finanzierungsfunktion bei einer Gesellschaft konzentriert. Die Bildung eines regionalen Finanzzentrums USA bietet sich nicht nur wegen der Zeitverschiebung an; der amerikanische Finanzmarkt stellt auch besondere Finanzierungsaufgaben und bietet ein großes Spektrum von Finanzierungs- und Anlagealternativen, die besser vor Ort und unter Poolung der Finanzmittel und -bedarfe der US-Töchter wahrgenommen werden können.

Den amerikanischen Markt für Beteiligungskapital haben deutsche Unternehmen bisher nur in wenigen Fällen angezapft. Die nach unserer Kenntnis einzige öffentliche Plazierung neuer Aktien durch eine US-Tochtergesellschaft wurde 1987 von der Hako Minuteman Inc. auf dem OTC-Markt vorgenommen. Die Continental AG hat 1987 zur Finanzierung der 650-Mill.-Dollar-Akquisition von General Tire 1,2 Millionen neue Aktien auf dem amerikanischen und internationalen Kapitalmarkt plazierte. Es spricht einiges dafür, daß in den kommenden Jahren, bei wachsendem Engagement in den USA, auch die Märkte für Beteiligungskapital zunehmend in Anspruch genommen werden.

### Lateinamerikanische Länder

Lateinamerika vereinigt nahezu zwei Drittel aller deutschen Direktinvestitionen in Entwicklungs- und Schwellenländern (einschließlich OPEC) auf sich. Die Hälfte der Investitionen in der Dritten Welt entfällt dabei auf Brasilien (41%), Argentinien und Mexiko. In den achtziger Jahren war die Wirtschaftslage in dieser Region gekennzeichnet von galoppierender Inflation, wirtschaftlicher Stagnation und hoher Auslandsverschuldung. Die einstige Wachstumsdynamik der Investitionen deutscher Unternehmen in der Verarbeitenden Industrie ist deshalb in Stagnation oder sogar in eine rückläufige Bewegung umgeschlagen.

Zugleich haben die Tochtergesellschaften ihre Kapitalbasis erheblich gestärkt: von 1980 bis 1985 stieg die Netto-Eigenkapitalquote der Tochtergesellschaften in Lateinamerika um nahezu 12 Prozentpunkte auf 48,6%. Noch höher ist der Eigenkapitalanteil in Brasilien: von 40,6% 1980 erhöhte er sich bis 1985 auf 52,9%. Der überwiegende Teil der 30 brasilianischen Tochtergesellschaften, die in die HWWA-Unternehmensbefragung eingingen, hat Eigenkapitalquoten über 50% realisiert, mit starker Konzentration im Intervall 60-80%. Zwölf der 30 Firmen verfügen damit nach eigener Einschätzung über eine Kapitalausstattung, die besser ist als im Lande branchenüblich. Dies wird auch gewünscht.

Der hohen Eigenkapitalquote entspricht in horizontaler Betrachtung ein hoher Deckungsgrad des Anlage-

und Vorratsvermögens. Deckte das Eigenkapital (netto) in Lateinamerika 1980 noch das Anlagevermögen und 19% des Vorratsvermögens, so wurden 1985 55% des Vorratsvermögens durch Eigenkapital finanziert. Noch ausgeprägter ist die Veränderung in Brasilien: 1980 waren neben dem Anlagevermögen 28% des Vorratsvermögens durch Eigenmittel gedeckt; 1985 ist dieser Anteil auf 84% gestiegen.

Die hohe Eigenkapitalausstattung widerspricht gängigen Rezepten, die für die Finanzierung ausländischer Tochtergesellschaften in Risikoländern eine Minimierung der „Exposure“ postulieren. Gründe für das Verhalten sind die hohen Ertrags- und Finanzierungsrisiken in diesen Ländern. Problematisch ist dabei nicht die Inflation selbst als vielmehr die Stop-and-go-Politik der Regierungen bei der Inflationsbekämpfung, die immer wieder zu scharfen Ertragseinbrüchen führt, die Realzinsen in die Höhe schnellen läßt und/oder zu einer völligen Austrocknung des Finanzmittelmarktes führt. Da langfristige Finanzierungsmittel im Land für ausländische Unternehmen in der Regel nicht zur Verfügung stehen und die Aufnahme von Fremdmitteln im Ausland wegen des hohen Wechselkursrisikos ausscheidet, stellt die Aufstockung des Eigenkapitals vielfach die einzige Möglichkeit dar, um eine Tochtergesellschaft vor der Illiquidität zu bewahren.

Es entspricht der wirtschaftlichen und finanziellen Situation in Lateinamerika, daß die Investitionsfinanzierung im wesentlichen aus dem Cash-flow erfolgt. Hohe Gewinne haben in den letzten Jahren für einen reichlich sprudelnden Cash-flow gesorgt. Tatsächlich meldeten in Brasilien 26 von 30 Unternehmen für 1986 einen Jahresüberschuß. Elf dieser Unternehmen verzichteten auf eine Dividendenausschüttung, die übrigen schütteten einen Teil des Gewinns aus. Der Gewinntransfer erfolgt in der Regel trotz Liquiditätsschwierigkeiten dieser Länder problemlos, einige Unternehmen in Brasilien klagen

freilich über Beschränkungen (im Dreijahresdurchschnitt können maximal 12% des registrierten Kapitals ins Ausland ausgeschüttet werden).

Die Ansiedlung ausländischer Unternehmen wird in Brasilien und Mexiko durch die staatlichen Entwicklungsbanken nicht gefördert. Im Gegenteil, in der Regel diskriminieren die staatlichen Finanzierungsinstitute Unternehmen mit starker ausländischer Kapitalbeteiligung, auf jeden Fall aber solche mit ausländischer Kapitalmehrheit, gegenüber „nationalen“ Unternehmungen. Ein neues und zweifellos interessantes Finanzierungsinstrument für Neuinvestitionen und Kapazitätserweiterungen sind Debt-Equity-Swaps. Ihre praktische Bedeutung wird zur Zeit freilich durch den starken bürokratischen Aufwand und die allgemeine Investitionsschwäche gemindert.

### ASEAN-Länder

Die ASEAN (Association of Southeast Asian Nations) mit den Ländern Singapur, Malaysia, Thailand, Philippinen, Indonesien und Brunei zählt zu den Regionen mit der größten wirtschaftlichen Dynamik. Der deutsche Kapitalbestand dort ist zwar seit Mitte der siebziger Jahre rascher gewachsen als in den Entwicklungsländern insgesamt. Dennoch ist das Engagement in der ASEAN-Region unterdurchschnittlich, wenn man den BIP-Anteil dieses Gebietes innerhalb der Entwicklungsländer zugrunde legt und zudem das japanische und US-amerikanische Investitionsengagement betrachtet. Die deutschen Unternehmen dürften Wachstumspotential und Standortvorteile dieser Region lange Zeit unterschätzt haben.

Die deutschen Direktinvestitionen im Verarbeitenden Sektor machen in den ASEAN-Ländern – außer in Singapur, wo die Investitionen im Bankensektor die entscheidende Rolle spielen – etwa zwei Drittel der Gesamtinvestitionen aus. Die abhängigen Auslandsunter-

**Tabelle 5**  
**Finanzierung der deutschen Direktinvestitionen im Verarbeitenden Gewerbe**  
**Lateinamerikas, Brasiliens und Mexikos 1980 und 1985**  
(in Mrd. DM)

	Lateinamerika <sup>1</sup>		Brasilien		Mexiko	
	1980	1985	1980	1985	1980	1985
Unmittelb. und mittelb. Direktinvestitionen insgesamt	8,2	10,2	5,4	7,5	1,2	0,9
Beteiligungskapital	7,0	9,2	4,9	7,0	0,9	0,8
Anteile am Nominalkapital	4,8	4,8	3,6	3,6	0,6	0,5
Anteile an Rücklagen	2,9	5,4	1,8	4,0	0,4	0,4
Anteile an aufgelaufenen Verlusten	0,7	0,9	0,5	0,6	0,1	0,2
Kredite und Darlehen	1,2	1,0	0,5	0,5	0,4	0,1
nachrichtlich:						
Bilanzsumme (brutto)	23,7	24,6	14,9	16,9	3,5	2,8

<sup>1</sup> Ohne OPEC-Länder.

Quelle: Deutsche Bundesbank.

unternehmen hatten Ende 1985 – wie bereits 1980 – 34% der Bilanzsumme (netto) mit konzerninternen Mitteln finanziert. Die Netto-Eigenkapitalquote der deutschen Tochtergesellschaften liegt heute bei rund 29% und ist im Untersuchungszeitraum 1980-85 gleichgeblieben. Der Anteil der ausländischen Partner am gesamten Eigenkapital ist in den Jahren 1980-85 um in etwa 3 Prozentpunkte auf knapp 22% zurückgegangen. Das Anlagevermögen wurde zuletzt (1985) – bei rückläufiger Tendenz seit 1980 – zu weniger als drei Vierteln durch Eigenkapital gedeckt. Allerdings dürften die deutschen Mütter einen Teil des Anlagevermögens zusätzlich durch langfristige Kreditmittel finanziert haben; dafür spricht die außergewöhnlich hohe Relation von Darlehen und Krediten zum Beteiligungskapital in dieser Region.

Singapur, Malaysia und Indonesien sind innerhalb dieser Region die bedeutendsten Zielländer für deutsche Investitionen. Sie gehören überdies – wie der Weltentwicklungsbericht 1987 zeigt – zu den wichtigsten Anlageländern für Direktinvestitionen in der Dritten Welt.

Alle drei Länder weisen ein überaus liberales Devisenkontrollsystem auf. Der Transfer von Gewinnen, Zinsen, Kapitalrückführungen, Darlehenstilgungen etc. ist gewährleistet. Dies stellt im Vergleich zu vielen anderen Entwicklungsländern eine wichtige Rahmenbedingung für die Anziehung von Auslandskapital dar. Deutlich unterscheiden sich die beteiligungspolitischen Regelungen in Singapur von denen in Malaysia und Indonesien. Im Stadtstaat gibt es keine begrenzenden Vorschriften für die ausländischen Investitionsanteile. Demgegenüber betreiben Malaysia und Indonesien eine „fade-out“-Strategie. Die Suche nach angemessenen lokalen Partnern erschwert das (neue) Investitionsengagement, zumal – wie das indonesische Beispiel zeigt – rou-

tinemäßige Bankauskünfte häufig wertlos sind. Des öfteren müssen Kapitalanteile der örtlichen Partner wohl auch (manchmal auf Dauer) vorfinanziert werden. Die nach dem Gesetz im Zeitablauf notwendige Rückführung deutscher Mehrheits- in Minderheitsbeteiligungen wird nach Auskunft deutscher Unternehmen in Indonesien nicht als Problem angesehen. Sie können ihren Einfluß wohl durch andere Instrumente sicherstellen.

Während Singapur und Malaysia eine beträchtliche Förderung von Direktinvestitionen betreiben und ihre Systeme Mitte der achtziger Jahre noch ausbauten, ist Indonesien den umgekehrten Weg gegangen und hat seit 1984 die Förderung weitgehend abgeschafft. Zugleich wurden die Steuern gesenkt. Angesichts von Steuersenkungen auch in anderen Ländern – so in Singapur und Malaysia – hat sich die indonesische Konkurrenzposition auf dem „Markt“ für Auslandsinvestoren verschlechtert.

Die Finanzierung deutscher Investitionen erfolgte in Indonesien – für die beiden anderen Länder liegen uns keine Informationen vor – wohl in starkem Maße durch Sachmitteleinbringungen. Die laufende Finanzierung ist in Indonesien durch die hohen Nominal- und Realzinsen wohl am schwierigsten.

**Die Finanzierung – ein Expansionsengpaß?**

Trotz der in einigen Ländern gegebenen Finanzierungshemmnisse sahen nur wenige der befragten Firmen – 18 von 221 – in der Finanzierung einen limitierenden Faktor für die Expansion ihrer ausländischen Tochtergesellschaften. Am häufigsten trifft dies – mit zwölf Antworten – auf Lateinamerika zu, wobei viele Firmen vor allem monierten, daß sie gegenüber lokalen Unternehmen diskriminiert werden. Mit Inflation, Kreditrestriktionen und Devisenbeschränkungen haben sich die Unternehmen hingegen arrangiert – manche von ihnen freilich unter Zahlung eines hohen Lehrgeldes. In den Industrieländern traten kaum Finanzierungshemmnisse auf, und nur für 2% der in die Befragung einbezogenen Unternehmen wurde die gewünschte Expansion durch die Finanzierung beeinträchtigt. Die Ursachen sind wohl eher in der spezifischen Situation der Firmen selbst zu suchen.

Kennzeichnend für die deutschen Unternehmen ist ein finanzieller Konservatismus. Es gab keine finanziellen Experimente, die das Gesamtunternehmen gefährdeten, auch nicht dort, wo spektakuläre Akquisitionen erfolgt sind. Möglicherweise ist der Konservatismus auch ein Grund für das im Vergleich zu japanischen Investitionen geringere Wachstum der deutschen Direktinvestitionen.

**Tabelle 6**

**Deutsche Direktinvestitionen der Verarbeitenden Industrie in den ASEAN-Staaten nach Finanzierungsstruktur**  
(in Mill. DM)

	1980	1985	Veränderung 1980-85
Unmittelbare und mittelbare Direktinvestitionen	417	562	145
Beteiligungskapital	267	379	112
Anteile am Nominalkapital	194	284	90
Anteile an Rücklagen	105	247	142
∕ Anteile an aufgelautenen Verlusten	32	151	119
Kredite und Darlehen	150	183	33
nachrichtlich:			
Bilanzsumme	1 265	1 899	

Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Rechnungen.