ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Schäfer, Dorothea; Fisher, Alexander

Article

Angst vor Finanzinvestoren unbegründet

DIW Wochenbericht

Provided in Cooperation with:
German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

Suggested Citation: Schäfer, Dorothea; Fisher, Alexander (2008) : Angst vor Finanzinvestoren unbegründet, DIW Wochenbericht, ISSN 1860-8787, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin, Vol. 75, Iss. 11, pp. 125-131

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/151577

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung

Nr. 11/2008
75. Jahrgang
13. März 2008

DIW BERLIN

Wirtschaft Politik Wissenschaft

www.diw.de

Angst vor Finanzinvestoren unbegründet

Dorothea Schäfer
dschaefer@diw.de

Alexander Fisher
afisher@diw.de

Inmitten der internationalen Finanzkrise hat die Bundesregierung im Herbst 2007 das Risikobegrenzungsgesetz verabschiedet. Nun wird der Bundestag über das Gesetz entscheiden. Die einheimischen Private-Equity-/Buy-Out-Anbieter, die bislang nicht unter die Bankenaufsicht fallen, gehören zu den Hauptadressaten des Gesetzes. Damit sollen unter anderem „gesamtwirtschaftlich unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren" erschwert oder unterbunden werden, ohne zugleich „effiziente Finanz- und Unternehmenstransaktionen zu beeinträchtigen". Kurzum, es soll von der Regulierung der Aktivitäten ein stabilisierender Effekt inmitten turbulenter Zeiten ausgehen.

Insbesondere Private-Equity-Fonds können als eine Ergänzung zum traditionellen Instrumentarium der Unternehmensfinanzierung verstanden werden. Das DIW Berlin hat in einer kürzlich vorgelegten Studie festgestellt, dass Private-Equity-Fonds in der Regel nicht als „Heuschreckenschwärme" über deutsche Unternehmen herfallen. Ihre gesamtwirtschaftliche Bedeutung ist bislang eher gering. Eine Ausweitung des Engagements von Private-Equity-Fonds wäre zu begrüßen. Gerade mittelständische Unternehmen könnten davon profitieren.

Private-Equity-Fonds und Hedgefonds werden hierzulande häufig unter dem Oberbegriff Finanzinvestoren zusammengefasst, so auch im Risikobegrenzungsgesetz. Für beide Fondsarten gleichermaßen ist eine intensive Beobachtung durch die Deutsche Bundesbank und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) vorgesehen.

Private-Equity-Investoren sind vor allem im Markt für überwiegend fremdfinanzierte Unternehmenskäufe (Leveraged Buy-Outs) tätig.[1] Das notwendige Eigenkapital für diese Akquisition liefert der Buy-Out-Fonds und – zum geringeren Teil – auch das zukünftige Management der erworbenen Firmen.[2] Das Fremdkapital kommt in der Regel von einem Konsortium bestehend aus Banken und zunehmend auch aus institutionellen Investoren. Nach Abschluss des Kaufs werden die unterschiedlich risikobehafteten Kredittranchen an die beteiligten Investoren und teilweise auch an den Markt weitergegeben.[3] Der Fremdkapitalanteil am gesamten Kaufpreis

1 Im Mittelpunkt einer Studie des DIW Berlin stehen Erstrunden-Buy-Outs, vgl. Schäfer, D., Fisher, A.: Die Bedeutung von Buy-Outs/Ins für unternehmerische Effizienz, Effektivität und Corporate Governance. DIW Berlin: Politikberatung kompakt 38, 2008, *www.diw.de/documents/publikationen/73/78948/diwkompakt_2008-038.pdf.*
2 European Commission: Report of the Alternative Investment Expert Group – Developing European Private Equity. 2006.
3 Europäische Zentralbank: Large Banks and Private Equity-Sponsored Leveraged Buyouts in the EU. 2007, *www.ecb.int/pub/pdf/other/largebanksandprivateequity200704en.pdf.*

Inhalt

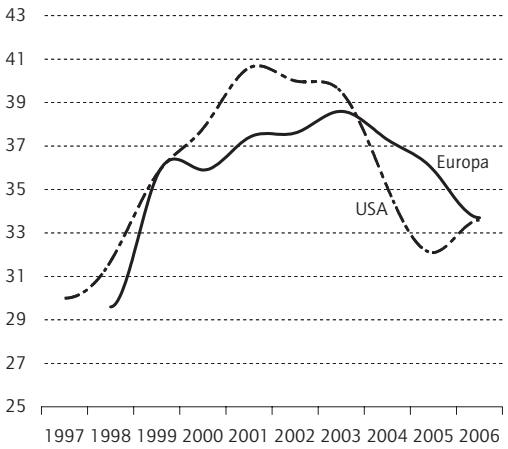
Angst vor Finanzinvestoren unbegründet
Seite **125**

22127

Abbildung 1

Durchschnittliche Eigenkapitalquote überwiegend fremdfinanzierter Unternehmenskäufe

In Prozent



Quelle: Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P., Weisbach, M. S.: Leverage and Pricing in Buy-Outs: An Empirical Analysis. University of Ilinois, 2007. **DIW** Berlin 2008

schwankt üblicherweise zwischen 60 und 80 Prozent (Abbildung 1).[4] Ziel der Fonds ist es, eine hohe Rendite zu erwirtschaften. Üblicherweise ist der Investitionshorizont auf einige Jahre begrenzt.

Hedgefonds sind im Unterschied zu Buy-Out-Fonds auf die Ausnutzung von Volatilitäten in ausgereiften Fremd- und Eigenkapitalmärkten ausgerichtet. Eine der bekannteren Spielarten aus der umfangreichen Palette von Hedgefonds-Strategien besteht darin, unterbewertetes Eigenkapital aufzuspüren.[5] Um Kursänderungen umgehend ausnutzen zu können, ist der Investitionshorizont von Hedgefonds üblicherweise kurzfristiger als der von Buy-Out-Fonds. Hedgefonds treten zudem im Gegensatz zu Buy-Out-Fonds vorwiegend dann als „Shareholder-Aktivisten" in Erscheinung, wenn damit der Kurs des Zielunternehmens kurzfristig in die gewinnbringende Richtung verändert werden kann. Auch verschulden sich Hedgefonds auf Fondsebene, wohingegen bei Buy-Out-Fonds die Verschuldung auf der Ebene der Zielunternehmen stattfindet und Kredite direkt mit den vorhandenen Unternehmenswerten besichert werden.

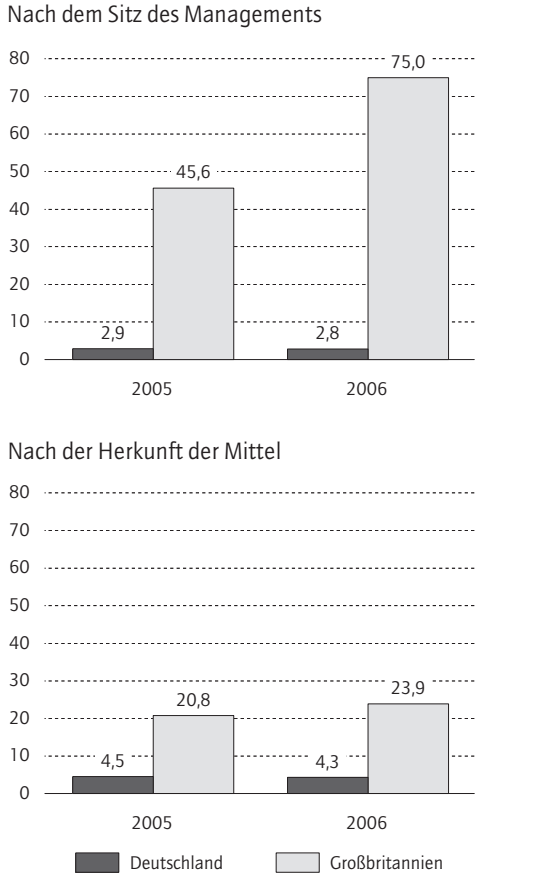
2005 betrugen die insgesamt aus Deutschland stammenden für Buy-Out-Fonds aufgebrachten Mittel 4,5 Milliarden Euro. Im internationalen Vergleich ist diese Summe gering. Trotzdem wurden hiervon nur knapp zwei Drittel (2,9 Milliarden Euro) auch in Deutschland verwaltet. Demgegenüber verwalten britische Manager mit 45,6 Milliarden Euro mehr als das Doppelte der auf der britischen Insel aufgebrachten Mittel (Abbildung 2). Ein ähnliches Bild zeigt sich im Jahr 2006. Deutschland ist folglich Exporteur, Großbritannien hingegen ein Importeur von Buy-Out-Mitteln.

Es ist wenig wahrscheinlich, dass ein Mangel an lohnenden Investitionsmöglichkeiten die Ursache für den Nettoabfluss aus Deutschland ist. Diesen Schluss legt jedenfalls ein gleichzeitiger Blick auf die Investitionen nahe (Abbildung 3). Nur knapp 50 Prozent der von Buy-Out-Fonds in Deutschland insgesamt investierten Mittel (7,2 Milliarden Euro) kamen von einheimischen Buy-Out-Fonds. Die Gesamtinvestitionen in Großbritannien betrugen 23,5 beziehungsweise 11,9 Milliarden Euro. Britische Fondsmanager investierten jedoch 2005 und 2006 insgesamt 23,8 Milliarden Euro (200 Prozent der Gesamtinvestitionen in Großbritannien) bezie-

Abbildung 2

Aufgebrachte Mittel für Buy-Out-Fonds in Deutschland und Großbritannien

In Milliarden Euro



Quelle: EVCA Barometer. **DIW** Berlin 2008

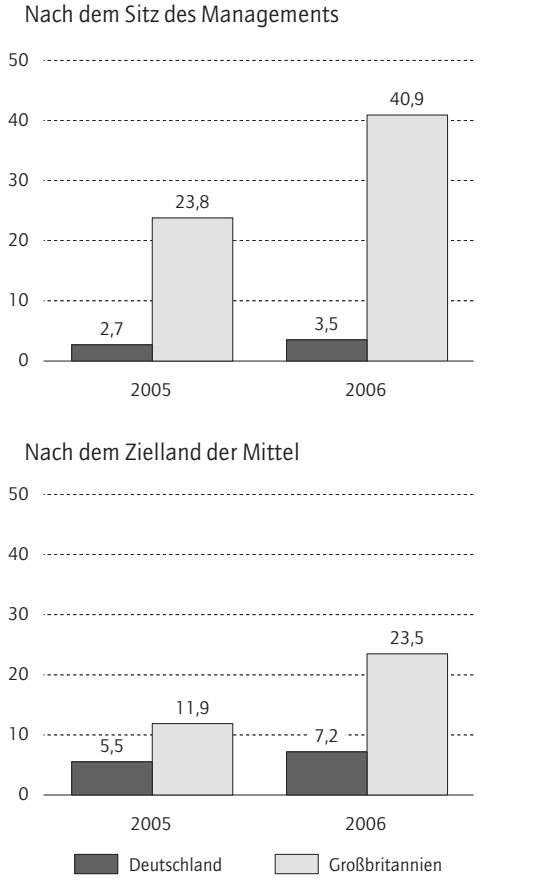
4 Historische Buy-Outs in den USA wurden Ende der 80er Jahre allerdings auch mit Fremdkapitalanteilen von über 90 Prozent durchgeführt.

5 Schäfer, D.: Hedge-Fonds – Eine gute Anlageform? Wochenbericht des DIW Berlin Nr. 32/2004.

Abbildung 3

Investierte Mittel von Buy-Out-Fonds in Deutschland und Großbritannien

In Milliarden Euro



Quelle: EVCA Barometer. **DIW** Berlin 2008

hungsweise 40,9 Milliarden Euro (174 Prozent der Gesamtinvestitionen in Großbritannien). Während Deutschland offenbar vor allem als Investitionsland interessant ist, scheint Großbritannien als Finanzplatz besonders attraktiv zu sein.

Buy-Outs in Deutschland nehmen zu

Innerhalb weniger Jahre sind Buy-Outs zum bedeutendsten Segment des Private-Equity-Sektors in Deutschland und Europa aufgestiegen. 2006 entfielen 75 Prozent des Private-Equity-Fundraisings und 70,7 Prozent der Investitionen auf den Buy-Out-Sektor.[6]

Nach Angaben des Centre for Management Buy-Out Research (CMBOR) erwarben 2006 Finanzinvestoren Unternehmen im Wert von 21,6 Milliarden Euro.[7] Das Transaktionsvolumen stieg um rund zwei Drittel gegenüber 2005. Die bislang höchste Zahl von 155 Transaktionen wurde 2006 erreicht; dies bedeutet eine Zunahme um 25 Prozent. Gut ein Fünftel der kontinental-europäischen Buy-Outs sind 2006 in Deutschland realisiert worden. Die Zahl der Buy-Outs lag in Großbritannien im gleichen Jahr mit insgesamt 676 jedoch deutlich höher; dies waren fast genauso viele wie im übrigen Europa.

Nach wie vor ist dieser Markt in Deutschland gemessen an der Wirtschaftskraft unterentwickelt. Vergleicht man das Buy-Out-Volumen von Großbritannien und Deutschland (Abbildung 4), wird das Hinterherhinken des deutschen Marktes deutlich.

Zuflüsse von Eigen- und Fremdkapital durch Buy-Outs

Mit Eigenkapital „versichern“ sich Unternehmen nicht nur gegen Liquiditäts- und Ertragsrisiken. Dieser Finanzierungsmodus ist in Zeiten interner Ratings der Unternehmen durch Geschäftsbanken (Basel II) auch „Türöffner“ für Fremdkapital. In Deutschland ist Eigenkapital knapper als in anderen Ländern. Die Börsenkapitalisierung liegt hinter Großbritannien, den USA und selbst hinter Frankreich zurück (Abbildung 5). Unter anderem auch deshalb wird das deutsche Finanzsystem als besonders bankenzentriert bezeichnet. Bei geringer Bedeutung des börslichen Eigenkapitals wird die außerbörsliche Beteiligungsfinanzierung umso wichtiger; könnte damit doch eine möglicherweise bestehende Eigenkapitallücke geschlossen werden. Private-Equity-Fonds sind eine der wenigen verfügbaren Quellen für außerbörsliches Eigenkapital.

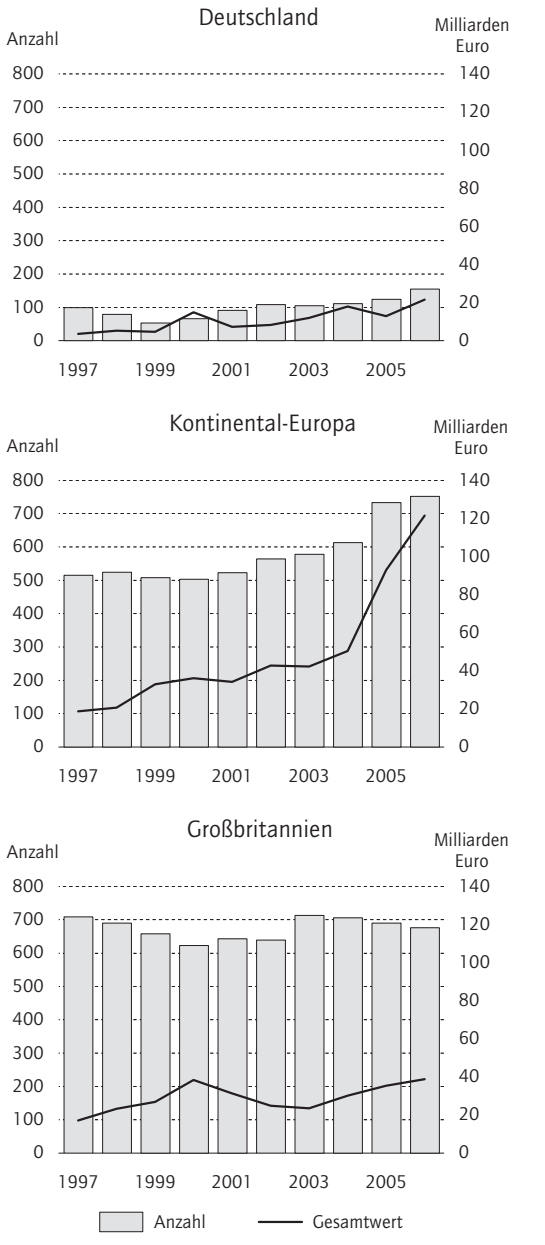
Die Fähigkeit von Private-Equity-Fonds neben dem Eigenkapital auch viel Fremdkapital für den Kauf des Zielunternehmens zu aktivieren, hat das negative Image der Finanzinvestoren in der deutschen Öffentlichkeit stark befördert. Die dahinter steckende Vorstellung von Eigenkapital als „gute“ und Fremdkapital als „schlechte“ Finanzierungsform ist jedoch finanzwirtschaftlich nicht zu begründen. Liegt der Fremdkapitalzins unter der erwarteten Gesamtrendite, treibt ein höherer Verschuldungsgrad die Eigenkapitalrendite in die Höhe. Aus steuerlichen Gründen ist es zudem attraktiv, mit einem hohen Fremdkapitalanteil zu arbeiten. Aus diesem Grunde sind auch bei deutschen Einzelunternehmen und Personengesellschaften die Eigenkapitalquoten niedrig und sagen nur bedingt etwas über Haftungsmasse und verfügbare Reserven

6 European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA): Jahrbücher.

7 CMBOR: European Management Buy-outs Jan-Dec 2006. Nottingham University Business School, Jubilee Campus, University of Nottingham, 2007.

Abbildung 4

Anzahl und Gesamtwert der von Buy-Out-Fonds erworbenen Unternehmen

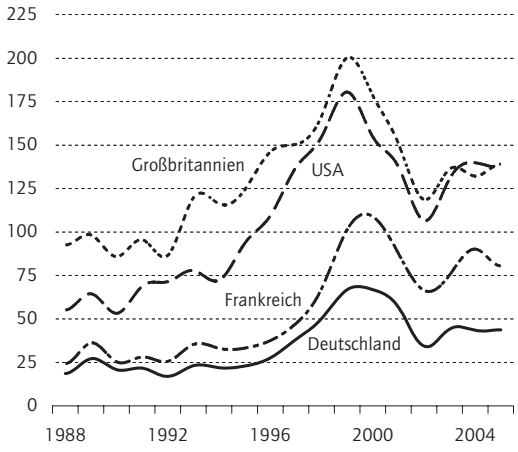


Quelle: CMBOR. **DIW** Berlin 2008

Abbildung 5

Marktkapitalisierung[1] in ausgewählten Ländern

Anteil am Bruttoinlandsprodukt in Prozent



1 Aggregierter Börsenwert gelisteter Unternehmen.

Quelle: World Development Indicators. **DIW** Berlin 2008

(Nachschussmöglichkeiten) zur Behebung einer Verschuldungskrise aus.[8]

Fremdkapital spielt nicht zuletzt eine bedeutsame Rolle in der Unternehmenssteuerung. So bezeichnet Jensen eine hohe Verschuldung als „Zuckerbrot- und Peitschen-Strategie". Sie erlaubt die Konzentration des Eigentums und damit eine vergleichsweise hohe Beteiligung des Managements. Letzteres garantiert hohe Leistungsanreize („Zuckerbrot"). Zugleich wirkt die Verschuldung samt der darin enthaltenen Drohung, bei schlechter Leistung die eigene Position durch Insolvenz rasch zu verlieren, wie ein harter Sanktionsmechanismus („Peitsche").[9]

Auf der Sollseite der Fremdkapitallastigkeit steht vor allem das Risiko der Überschuldung. Allerdings dürfte die Bereitschaft von Private-Equity-Fonds hoch sein, rein liquiditätsbedingte Insolvenzen von Buy-Outs durch die weitere Bereitstellung von Eigenkapital zu verhindern. Zum einen wird bei einer Insolvenz die eigene Investitionsrendite aufgezehrt. Zum anderen sind Private-Equity-Gesellschaften darauf angewiesen, Reputationen als Käufer von Unternehmen und verlässlicher Vertragspartner der Banken aufzubauen.

Andererseits gehören Unternehmensinsolvenzen zur Normalität des Wirtschaftsgeschehens und damit auch zur Normalität des Buy-Out-Marktes.

Anzeichen für ein „überhöhtes" Insolvenzrisiko von Buy-Outs sind trotz einiger bekannt gewordener Fehlinvestitionen (zum Beispiel Bundesdruckerei) bislang nicht erkennbar.

Gründe für das Entstehen eines Buy-Out-Marktes

Die Gründe für das Entstehen von Buy-Out-Märkten reichen von erweiterten Möglichkeiten zur Besei-

8 Deutsche Bundesbank: Monatsbericht Dezember 2006 – Zur wirtschaftlichen Situation kleiner und mittlerer Unternehmen in Deutschland seit 1997. Frankfurt 2006.

9 Jensen, M. C.: Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review 76, 1986, 323–29.

tigung sogenannter familiärer „Klumpenrisiken“ über eine verbesserte Corporate Governance sowie eine einfachere Realisierung von Spezialisierungsvorteilen bis hin zur Verminderung von Finanzierungsbeschränkungen.

Familiäre „Klumpenrisiken“

Insbesondere Familienunternehmen steht die Option der Vermögensstreuung in der Regel aus verschiedenen Gründen nicht offen. Externe Finanzierungsbeschränkungen und der für kleine und mittlere Unternehmen häufig verschlossene Börsenzugang zwingen Unternehmerfamilien zur Konzentration nicht nur der persönlichen Arbeitskraft sondern auch des persönlichen Vermögens im eigenen Unternehmen. Ein gut funktionierender Buy-Out-Markt eröffnet Familienunternehmern die Möglichkeit, ihre Risikopräferenzen und ihre finanzielle Beteiligung am Unternehmen in Übereinstimmung zu bringen und durch einen Teil- oder Komplettverkauf das familiäre Klumpenrisiko zu beseitigen.

Die Zahl der Verkäufe von Familien- und anderen privaten Einzelunternehmen an Buy-Out-Fonds im Jahr 2006 sowie deren hoher Marktanteil zeigen, dass in Deutschland offenbar ein Bedarf für dieses Finanzierungsinstrument besteht (Tabelle). Dafür spricht auch, dass laut dem CMBOR die typischen mittelständischen Verkäufe unter 10 Millionen Euro mit 87 Buy-Outs ebenfalls eine neue Rekordmarke erreicht haben.

Verbesserte Corporate Governance

Eine andere Rolle spielen Buy-Outs, wenn es um börsennotierte Unternehmen geht, deren Aktien breit gestreut sind. Die Anonymität des börsennotierten Eigenkapitals schwächt den Anreiz zur Kontrolle des Managements, da nur der aktive Investor die Kontrollkosten zu tragen hat, der Ertrag jedoch allen zugute kommt. Das Management kann daher persönliche Ziele wie das Streben nach Macht, Einkommen und Prestige auch zum Schaden der Aktionäre verfolgen. Die auf Eigentümerkonzentration und direkte Beteiligung des Managements ausgerichteten Buy-Out-Transaktionen interpretiert der US-Ökonom Michael Jensen vor diesem Hintergrund als Instrument zur Wiederherstellung der Einheit von Eigentum und Kontrolle.[10]

Spezialisierungsvorteile

Zu den Effizienzbremsen in Großunternehmen zählt neben dem fehlenden Kontrollanreiz oft auch das Nebeneinander von zahlreichen Tochterunternehmen. Zwingen ausbleibende Synergieeffekte und ein starker Wettbewerb das Management zur Rückbesinnung auf das Kerngeschäft, werden „abseits liegende Konzerneinheiten“ vom internen Kapitalmarkt und damit den Unternehmensressourcen abgeschnitten. Daraus erwächst für Mutter- und Tochterunternehmen, ein Anreiz, einen Buy-Out zu initiieren und Spezialisierungsvorteile zu realisieren.[11]

Verminderung von Finanzierungsbeschränkungen

Asymmetrische Informationen zwischen Unternehmer und Kapitalgeber sowie Verhaltensrisiken schränken die Finanzierungsmöglichkeiten von Unternehmen ein. Rationierung durch Kreditgeber oder – bei Notierung in einem illiquiden Börsensegment – durch den Kapitalmarkt können die Folge sein.[12] Unternehmen, die sich im Privat- und Familienbesitz befinden, gelten als besonders intransparent für einen potentiellen Kreditgeber oder Aktionär und damit als tendenziell finanzierungsbeschränkt. Buy-Out-Fonds können hier Abhilfe schaffen. Außerbörsliches Eigenkapital ist geeignet, die Haftungsmasse der Unternehmen zu stärken.

10 Jensen, M.C.: Eclipse of the Public Corporation. Harvard Business Review, 1989, revidiert 1997; Jensen, M.C.: The Modern Industrial Revolution: Exit and the Failure of Internal Control Systems. Journal of Finance 48, 1993, 831–80.

11 Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.: Eine empirische Untersuchung zur Veräußerung von Konzernteilen an Private-Equity-Investoren. Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 58, 2006, 235–264.
12 Stiglitz, J. E., Weiss, A.: Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. American Economic Review 71, 1981, 393–410.

Tabelle

Buy-Outs/Buy-Ins in Deutschland nach ihrem Ursprung

Verkauf durch ...	2002	2003	2004	2005	2006
Anzahl					
Familien- oder Privatunternehmen	19	9	14	27	38
Ausländische Muttergesellschaft	18	16	17	24	17
Einheimische Muttergesellschaft	47	42	49	48	53
Privatisierung	0	0	0	0	1
Sanierung/Insolvenz	15	12	5	5	3
Buy-Out-Fonds[1]	2	14	18	12	31
Andere	1	3	1	3	1
Unbekannt	6	9	7	5	11
Insgesamt	**108**	**105**	**111**	**124**	**155**
Anteile in Prozent					
Familien- oder Privatunternehmen	17,6	8,6	12,6	21,8	24,5
Ausländische Muttergesellschaft	16,7	15,2	15,3	19,4	11,0
Einheimische Muttergesellschaft	43,5	40,0	44,1	38,7	34,2
Privatisierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6
Sanierung/Insolvenz	13,9	11,4	4,5	4,0	1,9
Buy-Out-Fonds[1]	1,9	13,3	16,2	9,7	20,0
Andere	0,9	2,9	0,9	2,4	0,6
Unbekannt	5,6	8,6	6,3	4,0	7,1

1 Weiterverkauf eines früheren Buy-Outs an einen Buy-Out-Fonds.

Quellen: CMBOR/Barclays Private Equity/Deloitte. **DIW** Berlin 2008

Zudem sind Buy-Out-Spezialisten aufgrund enger Verbindungen zur Kreditbranche oft in der Lage, zusätzliches Fremdkapital zu aktivieren.[13]

Auswirkungen von Buy-Outs – Die Erfahrungen in den USA

Die verfügbaren Befunde zu Leveraged Buy-Outs (LBO) beruhen zum großen Teil auf US-Daten und damit auf dem historischen Vorläufer der jüngsten LBO-Welle. Buy-Out-Firmen kauften in den USA zwischen 1981 und 1989 mehr als 2 540 gelistete Unternehmen mit einem Marktwert von 297 Milliarden US-Dollar. LBO repräsentierten 7,5 Prozent aller Übernahmen und 17 Prozent des wertmäßigen Transaktionsvolumens. Im Spitzenjahr 1988 wurden 410 LBO im Gesamtwert von 188 Milliarden US-Dollar durchgeführt.

Im Zusammenhang mit diesen Akquisitionen reichen die Befunde von überdurchschnittlichen Kursgewinnen für die Alt-Aktionäre von etwa 42 Prozent nach Übernahmeofferten durch Buy-Out-Firmen über eine 30-prozentige Zunahme der Umsatzrendite bis hin zu einem über dem entsprechenden Branchendurchschnitt liegenden Produktivitätszuwachs von Buy-Out-Unternehmen.[14] Bei in den späten 80er Jahren durchgeführten LBO traten zwar später überdurchschnittlich häufig finanzielle Notlagen auf. Die Folgen dieser Insolvenzen für die Eigentümer hielten sich jedoch in Grenzen, so dass sich in der ökonomischen Forschung eine Debatte um sogenannte „Strategische Insolvenzen“ entspann.[15]

Effizienzgewinne gegenüber reinen Vermögensumschichtungen

Auch in den USA wurden die LBO der 80er Jahre kontrovers diskutiert. Der größte Widerstand gegen die überwiegend fremdfinanzierten Unternehmenskäufe kam von den Managern großer Unternehmen, den Gewerkschaften und der Politik.[16] Als Befürworter einer restriktiven Regulierung von LBO bewerteten sie Vermögensgewinne der Eigentümer als „zu teuer erkauft“ mit den Verlusten anderer Akteure, die mit dem Unternehmen in Verbindung stehen. Zentrale Streitpunkte waren Auswirkungen auf Beschäftigung und Lohnniveau, Einbußen bei den Altgläubigern sowie potentielle Steuerverluste für den Fiskus.

Die These von „zu teuer erkauften“ Vermögenszuwächsen bei den Eigentümern ließ sich empirisch nicht belegen. Falls in den Studien Arbeitsplatzabbau nachgewiesen werden konnte, dann betraf dies den eher überdimensionierten administrativen, nicht aber den produktiven Bereich. Wenn es zu Fremdkapitalabwertungen kam, blieben diese auf Alteigentümer ohne Schutzklauseln in den Kreditverträgen beschränkt.[17] Ein Teil der LBO-induzierten Wertzuwächse konnte in der Tat auf Steuerersparnisse zurückgeführt werden.[18] Insgesamt wurde jedoch von einem positiven steuerlichen Effekt ausgegangen – unter anderem aufgrund von zusätzlichen Kapitalertragsteuern bei den Alt-Aktionären und Steuern auf Zinsmehreinnahmen bei den Fremdkapitalgebern.[19]

Bereits Anfang der 90er Jahre wurde deutlich, dass sich wichtige makroökonomische Indikatoren der US-Wirtschaft wie Arbeitskosten, Kapitaleinsatz, Lohnentwicklung, Arbeitslosenrate und Ausgaben für Forschung und Entwicklung in den 80er Jahren positiv entwickelt haben. Auch ein Vergleich der Entwicklung der Arbeitsproduktivitäten in den USA und im Euroraum stützt die These, dass von der Restrukturierungswelle in den 80er Jahren, die zu einem großen Teil von LBO getragen wurde, gesamtwirtschaftlich keine negativen Wirkungen ausgegangen sind (Abbildung 6).[20] Im Euroraum dagegen, wo derartige Restrukturierungen noch nicht stattgefunden haben, lässt sich ein vergleichbarer Effekt nicht ausmachen.

Neuere Befunde

Zieht man die wenigen neueren Befunde heran, so bestätigen diese einen positiven Einfluss der LBO-Aktivität auf den Aktienkurs und die Produktivität der betroffenen Unternehmen.[21] Anzeichen von

13 Europäische Zentralbank: Large Banks …, a. a. O.
14 Kaplan, S.: The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value. Journal of Financial Economics 24, 1989, 217–254; Smart, S. B., Waldfogel, J.: Measuring the Effect of Restructuring on Corporate Performance: The Case of Management Buyouts. The Review of Economics and Statistics 76, 1994, 503–511; Lichtenberg, F. R., Siegel, D. S.: The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior. Journal of Financial Economics 27, 1990, 165–194.
15 Vgl. Schäfer, D.: Restructuring Know-How and Collateral. Kredit und Kapital 35, 2002, 572–594.
16 Jensen, M. C.: Corporate Control and the Politics of Finance. Journal of Applied Corporate Finance 4, 1991, 13–33.
17 Asquith, P., Wizman, T.: Event Risk, Wealth Redistribution, and its Return to Existing Bondholders in Corporate Buyouts. Journal of Financial Economics, 1990, 195–213; Palepu, K. G.: Consequences of Leveraged Buyouts. Journal of Financial Economics 27, 1990, 247–262.
18 Kaplan, S.: Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value. The Journal of Finance 44, No. 3, Papers and Proceedings of the Forty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association, New York. 1989, 611–632.
19 Jensen, M. C., Kaplan S., Stiglin, L.: Effects of LBOs on Tax Revenues of the US Treasury. Tax Notes 42, 1989, 727–33.
20 Wiersema, M. F., Porter-Liebeskind, J.: The Effects of Leveraged Buyouts on Corporate Growth and Diversification in Large Firms. Strategic Management Journal 16, 1995, 447–460.
21 Harris, R., Siegel, D. S., Wright, M.: Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-Level Evidence from the United Kingdom. The Review of Economics and Statistics, 2005, 148–153. Andres, C., Betzer, A., Weir, C.: Shareholder Wealth Gains Through Better Corporate Governance – The Case Of European LBO-Transactions. Financial Markets and Portfolio Management, erscheint demnächst.

Auswirkungen auf die Beschäftigungsentwicklung im Zusammenhang mit der Einführung von LBO in jüngster Zeit sind hingegen rar. In einer britisch-niederländischen Vergleichsstudie über die Auswirkungen von LBO auf die Beschäftigten wurden für beide Länder allerdings positive Effekte auf Weiterbildung, auf die Teilhabe der Beschäftigten am Betriebsgeschehen, auf Beschäftigungs- und Lohnniveau sowie auf die Mitarbeiterbeteiligung gefunden.[22]

Fazit

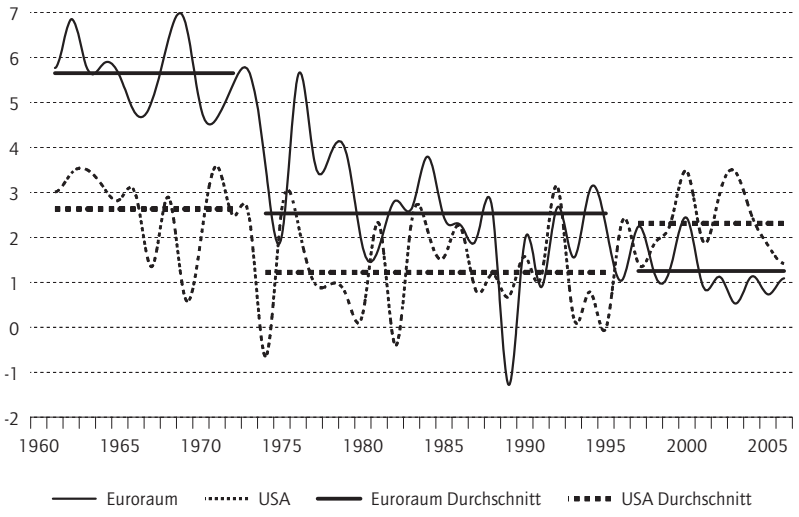
Buy-Outs von Finanzinvestoren sind in den vergangenen Jahren zum bedeutendsten Segment der Private-Equity-Branche in Deutschland geworden. Vor allem zwei Triebkräfte sind für diese Entwicklung im Hinblick auf Angebot und Nachfrage anzunehmen: Zum einen ergeben sich Effizienzvorteile durch Restrukturierungen betroffener Unternehmen, zum anderen ist von einem Bedarf an innovativen Finanzinstrumenten auszugehen. Beide Aspekte wirken positiv auf das „Zusammenkommen" von Unternehmenskäufern und -verkäufern. Diese Erklärungen sind kompatibel mit der Mehrheit der Befunde der einschlägigen empirischen wirtschaftswissenschaftlichen Forschung.

22 Bruining, H., Boselie, P., Wright, M., Bacon, N.: The Impact of Business Ownership Change on Employee Relations: Buy-outs in the UK and the Netherlands. ERIM Report Series Research in Management, 2004.

Abbildung 6

Produktivitätswachstum in den USA und im Euroraum

In Prozent



Durchschnitte der Jahre 1961–1973, 1974–1995 und 1996–2006.

Quelle: Groningen Growth and Development Centre and the Conference Board, Total Economy Database, January 2007, *www.ggdc.net*.

DIW Berlin 2008

Buy-Outs sind ohne Bankkredite und liquide Anleihemärkte nicht denkbar. Die gegenwärtigen Liquiditätsengpässe im Bankensektor und der Quasi-Zusammenbruch des Marktes für Kreditverkäufe hinterlassen daher auch im Private-Equity-Sektor Spuren und wirken eher restriktiv. Umso wichtiger sind klare gesetzliche Regelungen, die den Markt nicht belasten.

JEL Classification:
G23, G24, G34

Keywords:
Private equity,
Leveraged buyouts,
Corporate finance

Stellungnahme des DIW Berlin zum Erbschaftsteuerreformgesetz

Bundestagsdrucksachen 16/7918, 16/2087, 16/7765, 16/3348 und 16/8185

Öffentliche Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages

5. März 2008

Zusammenfassung

Der Gesetzentwurf der Bundesregierung sieht eine verkehrswertorientierte Bewertung von Immobilien und Unternehmen vor. Die vorgesehenen Bewertungsverfahren entsprechen den Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts. Sie dürften in der Regel ein sachgerechteres Bewertungsergebnis erzielen als die bisherigen Verfahren, allerdings den Befolgungs- und Verwaltungsaufwand erhöhen. Empirische Evaluierungen hierzu wurden nicht vorgenommen.

Die vorgesehenen Begünstigungen für Betriebs- und Grundvermögen sind nicht sachgerecht und zielgenau. Insbesondere die weitgehende Steuerbefreiung von Betriebsvermögen geht weit über das Maß hinaus, das für die Sicherung der Unternehmensnachfolge in kleinen und mittelständischen Unternehmen erforderlich ist. Die Regelungen sind zudem kompliziert und gestaltungsanfällig. Ein Freibetrag für Betriebsvermögen sowie Stundungsregelungen reichen aus, um steuerbedingte Belastungen und Liquiditätsengpässe bei kleineren und mittleren Unternehmen zu mildern.

Mögliche Mehreinnahmen aus der Höherbewertung des Grund- und Betriebsvermögens sollten primär für die Senkung der Steuersätze verwendet werden, sofern die Reform aufkommensneutral sein soll. Dies reduziert die Grenzbelastungen und damit Gestaltungsanreize sowie sonstige Ausweichreaktionen. Die persönlichen Freibeträge reichen in den allermeisten Fällen aus, um „normale" Familienvermögen steuerfrei an engste Angehörige zu transferieren.

Neuregelung der Bewertungsvorschriften sachgerecht

Eine besondere steuertechnische Herausforderung der Vermögensbesteuerung ist die Bewertung von Grund- und Betriebsvermögen. Da für viele Grundstücke oder Unternehmen kein aktueller Verkaufsvorgang oder Börsenwert vorliegt, muss ein adäquater Wert geschätzt werden. Daran ist die deutsche Vermögensbesteuerung in den letzten Jahrzehnten gescheitert. Es müssen Verfahren entwickelt werden, die einerseits eine hinreichend einzelfallgerechte Bewertung gewährleisten, die den Verkehrswerten möglichst nahe kommt, und andererseits mit einfach zu erhebenden Merkmalen auskommen, um den Verwaltungs- und Befolgungsaufwand zu begrenzen. Es ist klar, dass hier ein Zielkonflikt besteht, insbesondere wenn die Bewertungsobjekte heterogen sind.

Der vorliegende Gesetzentwurf sowie die Verordnungsentwürfe orientieren sich an den Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts nach einer sachgerechteren Vergleichs- und Ertragsbewertung. Dies entspricht Forderungen aus Wissenschaft und Politik, die seit längerem vorgetragen werden. Allerdings erfordern diese Verfahren eine aufwändigere Erhebung von Daten zu Kauffällen, die laufend aktualisiert werden müssen. Idealerweise müsste auch eine Abschätzung der Ertragspotentiale der zu bewertenden Objekte vorgenommen werden, die aber subjektiv und damit streitanfällig ist. Insofern wird man den „wahren" Wert vor allem von Unternehmen nur mit großem Aufwand bestimmen können. Hierzu ist eine pragmatische Vorgehensweise mit Blick auf den Umfang des Aufkommens und die steuerliche Belastungs-

wirkung zu empfehlen. Empirische Evaluierungen zur Güte der neuen Bewertungsverfahren und zu deren Befolgungs- und Verwaltungsaufwand wurden nicht vorgenommen.

Deutschland hat mit den Kaufpreissammlungen der Gutachterausschüsse für Grundstückswesen ein im internationalen Vergleich gut ausgebautes Informationssystem, das in der Regel sämtliche Immobilienumsätze dokumentiert. Im Rahmen von Liegenschaftskatastern und Grundbüchern sind wesentliche objektbeschreibende Merkmale für den Immobilienbestand erfasst. Ferner liegen den Finanzbehörden die Informationen aus der Einheitsbewertung vor. Alle diese Informationssysteme sollten zusammengeführt und darauf transparente Bewertungsverfahren gestützt werden. In der Praxis muss sich zeigen, inwieweit belastbare Vergleichswerte erschlossen werden können oder wie gut die nach dem neuen Bewertungsrecht vorgesehenen Ertrags- und Sachwertverfahren die Verkehrswerte erklären können und welche Kosten für Steuerpflichtige und Finanzverwaltung damit verbunden sind. Hierzu wären Evaluierungsstudien hilfreich. Eine gutachterliche Bewertung durch Experten kann im Einzelfall auch „weiche" Faktoren einbeziehen, sofern sich diese wertbestimmend auswirken, zum Beispiel Mikrolage und Zuschnitt eines Grundstücks, Ausführung und Erhaltungszustand des Gebäudes. Ein Wertgutachten ist aber mit erheblichen Kosten verbunden und nur bei höheren Vermögenswerten sinnvoll. Pauschale Bewertungsabschläge können Bewertungsrisiken auffangen, haben aber den Nachteil, dass sie die jeweiligen Vermögensobjekte systematisch unterbewerten.

Beim Betriebsvermögen soll konsequent auf die Ertragsbewertung umgestellt werden, wenn keine Börsenwerte oder zeitnahe Verkaufsfälle vorliegen. Ertragswertverfahren sind üblich bei der Unternehmensbewertung. Eine Objektivierung von künftigen Ertragspotentialen fällt aber schwer. Ferner wirkt sich die Höhe des Diskontierungsfaktors stark auf die Bewertung aus. Dieser wird maßgeblich durch das Branchenrisiko, die Laufzeit der Anlage, die Höhe der Ertragsbesteuerung sowie die Rendite von Alternativanlagen beeinflusst. Die pauschale Vorgabe eines einheitlichen durchschnittlichen Kapitalisierungsfaktors, wie im Gesetzentwurf vorgesehen, benachteiligt tendenziell kleine Unternehmen und riskante Investitionen, die hohe Refinanzierungskosten und Risikozuschläge aufweisen, und begünstigt große Unternehmen mit kostengünstigem Zugang zu Refinanzierungsquellen und guten Sicherheiten. Hier wäre über eine Differenzierung nach Branchen, Unternehmensgröße oder weiteren maßgeblichen Einflussfaktoren nachzudenken.

Weitreichende Begünstigung des Betriebsvermögens nicht gerechtfertigt

Weitreichende Begünstigungen sind für das Betriebsvermögen geplant. Betriebe und wesentliche Beteiligungen an Kapitalgesellschaften sollen nur mit 15 Prozent ihres Wertes bei der Erbschaftsteuer angesetzt werden, wenn der Erwerber den Betrieb fortführt.

Diese Privilegierung ist fragwürdig. Eine klare empirische Evidenz zu besonderen erbschaftsteuerbedingten Problemen bei der Nachfolge von Familienunternehmen gibt es nicht. Die Bundesregierung konnte dazu auf eine parlamentarische Anfrage keine Angaben machen (Bundestagsdrucksache 16/1350). Unternehmen können auch von Nichtfamilienmitgliedern erfolgreich fortgeführt werden. Kleine Firmen, die schwerer an Kredite kommen oder nicht ohne weiteres neue Gesellschafter aufnehmen können, werden bisher schon weitgehend steuerfrei gestellt durch den besonderen Freibetrag für Betriebsvermögen sowie die persönlichen Freibeträge. Die geplanten Begünstigungen gelten auch für die Übertragung von milliardenschweren Beteiligungen, bei denen keine steuerlich bedingten Liquiditätsprobleme auftauchen und eine Unternehmensfortführung nicht gefährdet ist. Die Begünstigungen für das Betriebsvermögen sind daher nicht zielgenau.

Die Vorschriften zur Auswahl des zu begünstigenden Betriebsvermögens sowie die Fortführungsklauseln, mit der die Begünstigung auf die Weiterführung des Betriebs durch den Erwerber beschränkt wird (Lohnsummenregelung und Behaltensfristen), sind sehr komplex, kompliziert in der Anwendung und gestaltungsanfällig. Die Fortführungsklauseln können zudem

dazu führen, dass Erben nur aus steuerlichen Gründen die Unternehmensnachfolge antreten oder unrentable Arbeitsplätze erhalten.

Steuerbedingte Liquiditätsprobleme können zielgenauer durch verbesserte Stundungsregelungen gemildert werden. Für Kleinunternehmen genügt ein moderater Freibetrag. Zumindest sollte die geplante Begünstigung für Betriebsvermögen in der Höhe begrenzt werden, um Beteiligungen an größeren ertragsstarken Unternehmen nicht zu stark zu begünstigen. Die Fortführungsklauseln könnten dann entfallen.

Erneut werden die Gerichte diese selektiv für das Betriebsvermögen gewährten und auch wirtschaftspolitisch zweifelhaften Begünstigungen im Hinblick auf den Gleichheitsgrundsatz prüfen müssen. Die Legitimation der Erbschaftsteuer steht zudem in Frage, wenn große Betriebsvermögen nur mit 15 Prozent ihres Wertes steuerlich erfasst und in der günstigen Steuerklasse I mit maximal 30 Prozent besteuert werden. Demgegenüber sollen nach dem Gesetzentwurf bereits kleinere Übertragungen vom nicht verheirateten Lebensgefährten, von Geschwistern oder von Onkeln und Tanten mit 30 Prozent Eingangssteuersatz belastet werden, wenn sie den Freibetrag von 20 000 Euro übersteigen.

Die Erbschaftsteuer wird auf inländisches Betriebsvermögen von Steuerausländern erhoben. Um dieses Betriebsvermögen vollständig der inländischen Besteuerung zu entziehen, reicht eine Verlagerung des Wohnsitzes von Erblasser/Schenker sowie des Begünstigten nicht aus. Auch das Betriebsvermögen muss ins Ausland verbracht werden. Bei Produktionsbetrieben ist dies zumeist keine realistische Option. Daher können diese Zusammenhänge nicht eine massive Begünstigung rechtfertigen.

Begünstigung des Grundvermögens nicht erforderlich

Ein Abschlag von 10 Prozent auf Mietwohngrundstücke erscheint nicht sinnvoll. Nach der Gesetzesbegründung soll dies der Versorgung der Gesamtbevölkerung mit bezahlbarem Wohnraum als einer gesellschaftspolitischen Aufgabe des Staates dienen. Dazu ist eine Privilegierung von Vermögensübergängen bei der Erbschaftsteuer offensichtlich ungeeignet und nicht zielgenau. Allgemeine Defizite bei der Wohnraumversorgung der Bevölkerung sind derzeit nicht bekannt. Für besondere Ziele der Wohnungspolitik sind gezielte Förderungen von Angebot und Nachfrage, Marktregulierungen sowie planungsrechtliche Maßnahmen die geeigneten Instrumente. Liquiditätsengpässe, die bei höheren Belastungen von Grundvermögen auftreten können, könnten ebenfalls durch verbesserte Stundungsregelungen gemildert werden.

Aufkommensneutralität akzeptabel

Seit einigen Jahren gibt es Polarisierungstendenzen bei der Einkommens- und Vermögensverteilung. Ferner wurden die Unternehmensteuern und die Spitzenbelastungen bei der Einkommensteuer gesenkt und die indirekten Steuern erhöht. Vor diesem Hintergrund kann eine Ausweitung der Erbschaftsteuer damit begründet werden, die Wohlhabenden wieder etwas stärker zum Steueraufkommen heranzuziehen. Die verhaltenslenkenden Wirkungen der Erbschaftsteuer sind vermutlich geringer als bei den Ertragsteuern. Hierzu gibt es allerdings kaum empirische Evidenz.

Tendenziell unter Druck gerät die Erbschaft- und Schenkungsteuer durch die Globalisierung und den europäischen Steuersenkungswettlauf. In Schweden, Österreich, Schweizer Kantonen, Portugal, Zypern und der Slowakei ist die Erbschaftsteuer teilweise oder ganz abgeschafft worden, in anderen Ländern wird darüber diskutiert. Angesichts des zumeist geringen Aufkommens der Erbschaftsteuer sowie der aufwändigen Vermögenserfassung und -bewertung ist es für kleine Länder attraktiv, auf diese Steuer zu verzichten. Sie bieten vermögenden Zuwanderern günstige Bedingungen bei der Erbschaft- und Kapitaleinkommensbesteuerung. Dies mag bei Betriebsvermögen an Produktionsbetrieben zumeist keine realistische Option

sein, bei Finanzvermögen aber durchaus. Den großen Ländern binden das Europarecht und der Europäische Gerichtshof (EuGH) zunehmend die Hände, darauf gegenüber EU-Nachbarn mit Abwehrregelungen zu reagieren, zum Beispiel mit der Wegzugsbesteuerung.

Hier ist eine stärkere Koordinierung der steuerlichen Rahmenbedingungen erforderlich, wenn die Erbschaftsteuer auf mobiles Finanzvermögen auf Dauer gesichert werden soll. Ansonsten droht die Erbschaftsteuer zunehmend in ein Schedulensystem auszufasern, bei dem der immobile Grundbesitz höher belastet wird als mobiles Finanz- und Betriebsvermögen. Beim Betriebsvermögen setzten die vorliegenden Reformpläne der Bundesregierung dieses Konzept bereits um.

Insgesamt erscheint daher die geplante Aufkommensneutralität der Reform als ein vertretbarer Kompromiss zwischen den unterschiedlichen Anforderungen an die Erbschaftsteuer.

Senkung der Steuersätze statt Anhebung der Freibeträge

Die steuerpflichtigen Erwerbe steigen durch die Verkehrsbewertung ohne Berücksichtigung eines „Einwachseffekts" von zusätzlichen Fällen in die Steuerpflicht um schätzungsweise ein Drittel. Die Steuersätze könnten demnach unter Beibehaltung der sonstigen Vorschriften des geltenden Rechts um mindestens 25 Prozent gesenkt werden, wenn das gegenwärtige Aufkommen erreicht werden soll. Unter Berücksichtigung von Progressionswirkungen und mehr Steuerpflichtigen wäre das Steuersatzsenkungspotential entsprechend höher.

Das zusätzliche Steueraufkommen sollte primär für die Senkung der Steuersätze verwendet werden. Die persönlichen Freibeträge reichen in den allermeisten Fällen aus, um „normale" Familienvermögen steuerfrei an engste Angehörige zu transferieren. Im internationalen Vergleich sind sie eher hoch. Niedrigere Steuersätze reduzieren Gestaltungsanreize und andere Ausweichreaktionen. Die deutliche Anhebung der Freibeträge nach dem Gesetzentwurf würde dagegen zu einer Konzentration der Steuerbelastung auf weniger Fälle führen. Beim Betriebsvermögen werden die Besteuerungsgrundlagen zusätzlich ausgehöhlt. Die Folge sind deutlich höhere Grenzbelastungen insbesondere in den Steuerklassen II und III, die Gestaltungen sowie sonstige Ausweichreaktionen provozieren.

Impressum

DIW Berlin
Mohrenstraße 58
10117 Berlin

Tel. +49-30-897 89-0
Fax +49-30-897 89-200

Herausgeber
Prof. Dr. Klaus F. Zimmermann (Präsident)
Prof. Dr. Georg Meran (Vizepräsident)
Prof. Dr. Tilman Brück
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Prof. Dr. Viktor Steiner
Prof. Dr. Alfred Steinherr
Prof. Dr. Gert G. Wagner
Prof. Dr. Christian Wey

Redaktion
Kurt Geppert
PD Dr. Elke Holst
Vanessa von Schlippenbach
Manfred Schmidt

Pressestelle
Renate Bogdanovic
Tel. +49 – 30 – 89789–249
presse@diw.de

Vertrieb
DIW Berlin Leserservice
Postfach 7477649
Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. 01805–19 88 88, 14 Cent/min.

Reklamationen können nur innerhalb von vier Wochen nach Erscheinen des Wochenberichts angenommen werden; danach wird der Heftpreis berechnet.

Bezugspreis
Jahrgang Euro 180,–
Einzelheft Euro 7,–
(jeweils inkl. Mehrwertsteuer und Versandkosten)
Abbestellungen von Abonnements spätestens 6 Wochen vor Jahresende

ISSN 0012-1304

Bestellung unter leserservice@diw.de

Satz
eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck
Walter Grützmacher GmbH & Co. KG, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe und unter Zusendung eines Belegexemplars an die Stabsabteilung Kommunikation des DIW Berlin (Kundenservice@diw.de) zulässig.

Die Nr. 12-13/2008 des Wochenberichts erscheint am 26. März 2008.

DIW-Konjunkturbarometer

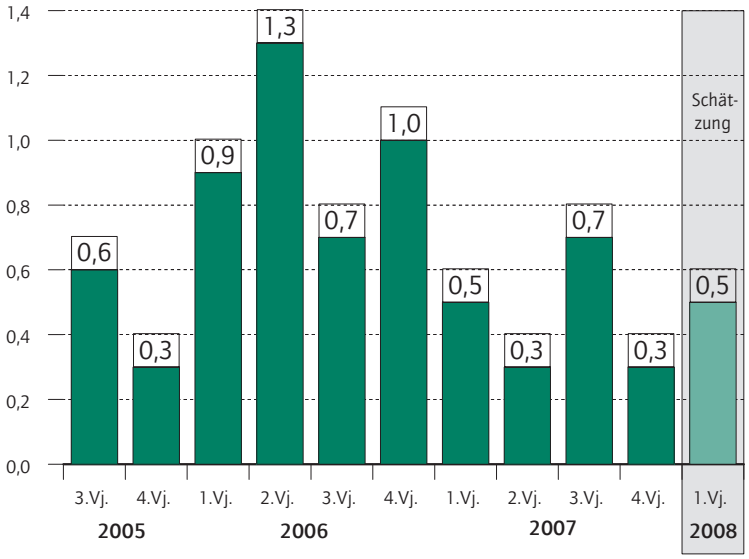
Kräftigeres Wachstum im ersten Quartal: Konjunktur fasst wieder Tritt

Das DIW-Konjunkturbarometer signalisiert für das laufende Quartal ein gesamtwirtschaftliches Wachstum (gemessen am saison- und kalenderbereinigten Anstieg des Bruttoinlandsprodukts) von gut 0,5 Prozent. Damit zeigt sich die deutsche Volkswirtschaft zum Jahresauftakt in einer robusteren Verfassung als bislang erwartet.

Deutlich lebhafter als noch vor Monatsfrist zeigt sich die Entwicklung im Produzierenden Gewerbe (ohne Bauwirtschaft), das nunmehr mit einem Zuwachs von einem Prozent Anschluss an die kräftige Dynamik im Vorjahr findet und damit wieder die wichtigste Triebkraft des Wachstums darstellt. Getragen wird die industrielle Expansion vor allem von den Investitionsgüterproduzenten, während sich für die Vorleistungs- und Konsumgüterindustrie eher eine Seitwärtsbewegung abzeichnet und die Energieproduktion rückläufig ist. Der stärkste Wachstumszuwachs zeichnet sich für die Bauwirtschaft ab, was insbesondere auf die günstige Witterung zurückzuführen sein dürfte. Mit einem Zuwachs von 1,7 Prozent leistet die Bautätigkeit nach drei aufeinanderfolgenden Minusquartalen erstmals wieder einen positiven Wachstumsbeitrag. Leicht aufgehellt haben sich die Aussichten für den Bereich Handel, Gaststätten und Verkehr, der nach dem Einbruch im Vorquartal (Rückgang der Wirtschaftsleistung um 0,5 Prozent) mit einem Zuwachs von einem Viertelprozent wieder leicht zulegen kann. Die sich im Vormonat bereits abzeichnende Erholung der Automobilkonjunktur hat sich durch die im Februar abermals angestiegenen Zulassungszahlen gefestigt (die Kfz-Zulassungen liegen nunmehr etwa 7 Prozent über ihrem mehrjährigen Durchschnitt vor der Mehrwertsteuererhöhung). Die unternehmensnahen Dienstleister bestätigen mit einem Wachstum von 0,6 Prozent die robuste Verfassung aus der Vormonatsprognose. Für die übrigen Dienstleistungsbereiche wird unverändert ein Zuwachs von 0,2 Prozent erwartet.

„Das Wachstum der deutschen Volkswirtschaft zeigt sich bislang recht robust gegenüber dem insgesamt rauheren weltwirtschaftlichen Umfeld", so DIW-Konjunkturexperte Stefan Kooths. Auch sei die Realwirtschaft bislang nicht spürbar von den Finanzmarktturbulenzen beeinträchtigt. Für den weiteren Jahresverlauf bleibe entscheidend, dass die Binnenkräfte – allen voran der private Verbrauch – der absehbaren Entschleunigung der außenwirtschaftlichen Impulse entgegenwirken.

Vorquartalswachstum in %



Bruttoinlandsprodukt in Deutschland (preis-, saison- und kalenderbereinigt)

© **DIW** Berlin 2008

DEUTSCHLAND

Ausgewählte saisonbereinigte Konjunkturindikatoren[1]

		Arbeitslose		Offene Stellen		Auftragseingang (Volumen)[2]													
						Verarbeitendes Gewerbe						Vorleistungsgüter-produzenten		Investitionsgüter-produzenten		Gebrauchsgüter-produzenten		Verbrauchsgüter-produzenten	
						Insgesamt		Inland		Ausland									
		in 1 000				2000 = 100													
		mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.
2006	J	4 732		472		114,9		101,5		131,5		111,0		121,5		92,1		105,2	
	F	4 691	4 715	484	479	115,7	115,3	102,5	102,1	132,3	131,8	113,7	112,7	121,0	120,9	93,4	93,3	105,7	105,5
	M	4 670		498		115,3		102,3		131,5		113,5		120,1		94,5		105,8	
	A	4 639		518		118,3		103,8		136,5		116,6		123,7		94,5		106,5	
	M	4 564	4 598	539	528	117,7	117,4	105,2	104,2	133,3	133,9	116,0	116,5	122,7	121,8	95,7	94,4	106,7	106,5
	J	4 514		558		116,1		103,6		131,8		117,0		119,1		93,0		106,3	
	J	4 447		589		119,6		105,1		137,5		117,5		125,2		94,1		109,0	
	A	4 409	4 433	590	586	122,7	121,5	107,8	107,5	141,3	138,9	119,0	118,9	130,1	127,8	96,2	95,5	109,5	109,5
	S	4 374		602		122,2		109,6		137,9		120,1		128,1		96,2		109,9	
	O	4 294		620		121,5		108,4		137,8		120,9		125,8		98,0		110,2	
	N	4 215	4 255	634	626	121,3	122,3	108,0	108,7	137,9	139,3	120,9	121,4	125,2	127,0	97,9	97,5	112,6	111,8
	D	4 138		645		124,2		109,7		142,3		122,3		130,0		96,8		112,5	
2007	J	4 045		648		124,1		110,0		141,8		122,4		129,9		97,0		112,4	
	F	3 966	4 007	644	645	126,7	126,4	111,0	111,1	146,4	145,6	122,5	123,2	134,7	133,7	96,9	96,7	114,0	113,6
	M	3 880		639		128,5		112,3		148,6		124,8		136,5		96,4		114,3	
	A	3 851		633		127,3		112,0		146,4		123,2		135,1		96,1		116,4	
	M	3 842	3 844	626	631	130,1	130,6	112,3	112,7	152,3	152,8	125,3	125,0	138,8	140,1	98,0	97,8	117,0	117,0
	J	3 798		629		134,3		113,9		159,8		126,4		146,5		99,5		117,4	
	J	3 768		612		128,8		113,2		148,4		124,8		137,0		99,3		114,3	
	A	3 722	3 739	619	617	128,2	128,9	111,6	111,7	148,9	150,4	125,2	125,2	135,2	136,7	98,7	98,6	115,1	115,4
	S	3 657		612		129,7		110,4		154,0		125,8		137,9		97,7		116,8	
	O	3 619		602		134,3		114,3		159,4		126,6		146,8		96,8		116,1	
	N	3 577	3 595	598	601	137,4	136,2	117,1	116,1	162,7	161,2	129,6	128,5	150,7	149,0	95,5	97,1	115,3	115,9
	D	3 523		593		136,8		117,1		161,6		129,4		149,4		99,1		116,3	
2008	J	3 434		579		136,1		116,2		161,2		130,2		147,6		97,8		115,9	
	F	3 368		580															
	M																		
	A																		
	M																		
	J																		
	J																		
	A																		
	S																		
	O																		
	N																		
	D																		

1 Saisonbereinigt nach dem Berliner Verfahren (BV4). Dieses Verfahren hat die Eigenschaft, dass sich beim Hinzufügen eines neuen Wertes davorliegende saisonbereinigte Werte in der Zeitreihe auch dann ändern können, wenn deren Ursprungswert unverändert geblieben ist. Die Vierteljahreswerte wurden aus den saisonbereinigten Monatswerten errechnet.

2 Außerdem arbeitstäglich bereinigt.

Quellen: Bundesagentur für Arbeit; Statistisches Bundesamt; Berechnungen des DIW Berlin.

DEUTSCHLAND

noch: Ausgewählte saisonbereinigte Konjunkturindikatoren[1]

		Beschäftigte im Bergbau und im Verarbeitenden Gewerbe		Produktion[2]										Umsätze des Einzelhandels		Außenhandel (Spezialhandel)[2]			
				Verarbeitendes Gewerbe		Investitionsgüterproduzenten		Gebrauchsgüterproduzenten		Verbrauchsgüterproduzenten		Bauhauptgewerbe				Ausfuhr		Einfuhr	
		in 1 000		2000 = 100										2003 = 100		Mrd. Euro			
		mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.	mtl.	vj.
2006	J	5 369		109,1		114,5		91,0		101,5		73,2		105,3		69,5		57,6	
	F	5 335	5 410	110,1	109,8	115,9	115,5	90,4	91,0	101,8	101,3	75,5	74,7	104,7	104,6	71,4	211,7	58,7	175,6
	M	5 305		110,3		116,1		91,8		100,8		75,3		103,8		70,9		59,3	
	A	5 277		111,7		116,1		92,5		103,1		79,4		103,7		73,3		61,0	
	M	5 252	5 265	112,7	112,4	118,9	117,5	95,3	93,3	101,8	102,7	82,1	80,8	106,7	104,9	71,6	218,3	59,6	182,1
	J	5 228		112,8		117,6		92,0		103,2		81,1		104,4		73,3		61,5	
	J	5 203		113,4		118,8		94,2		103,0		81,9		104,5		74,5		61,9	
	A	5 184	5 195	114,7	114,3	120,4	119,9	95,2	95,0	102,9	102,8	82,5	82,5	105,1	104,8	74,0	225,7	61,0	186,3
	S	5 165		114,7		120,7		95,4		102,3		83,1		104,6		77,1		63,4	
	O	5 147		115,0		120,6		94,8		102,1		83,2		104,1		78,7		63,3	
	N	5 122	5 135	117,0	116,8	123,5	123,0	96,7	96,6	103,8	103,8	86,0	85,1	104,7	105,0	79,5	237,7	63,6	191,3
	D	5 105		118,5		125,0		98,2		105,4		86,0		106,1		79,5		64,4	
2007	J	5 389		117,8		124,1		95,4		104,3		86,3		103,2		78,4		62,7	
	F	5 366	5 328	118,8	118,8	125,2	125,1	96,8	96,0	104,6	105,0	87,9	87,7	103,9	104,1	79,2	237,8	64,4	190,8
	M	5 355		119,8		125,9		95,8		106,2		88,9		105,3		80,1		63,7	
	A	5 337		119,1		126,1		93,7		105,5		82,1		104,5		80,3		63,6	
	M	5 324	5 331	120,1	119,9	126,7	126,9	94,6	94,6	106,4	105,5	80,4	81,1	102,1	103,6	81,5	243,7	63,8	192,2
	J	5 309		120,4		127,9		95,5		104,6		80,6		104,3		81,9		64,8	
	J	5 301		121,0		129,2		95,4		104,3		81,5		104,1		81,2		63,6	
	A	5 291	5 297	121,3	121,7	129,3	129,6	96,3	95,6	106,1	106,0	81,4	81,4	103,8	103,6	82,5	245,7	65,9	194,3
	S	5 285		122,8		130,2		95,3		107,6		81,3		102,9		82,0		64,8	
	O	5 292		123,7		133,7		96,5		106,7		83,4		105,6		81,0		64,4	
	N	5 282	5 285	123,3	123,5	132,9	133,0	94,0	94,7	106,5	106,8	81,2	82,4	103,7	103,3	81,6	244,9	64,9	195,7
	D	5 276		123,6		132,5		93,6		107,2		82,7		100,6		82,2		66,4	
2008	J			125,4		136,0		95,2		107,4		87,7		105,3					
	F																		
	M																		
	A																		
	M																		
	J																		
	J																		
	A																		
	S																		
	O																		
	N																		
	D																		

1 Saisonbereinigt nach dem Berliner Verfahren (BV4). Dieses Verfahren hat die Eigenschaft, dass sich beim Hinzufügen eines neuen Wertes davorliegende saisonbereinigte Werte in der Zeitreihe auch dann ändern können, wenn deren Ursprungswert unverändert geblieben ist. Die Vierteljahreswerte wurden aus den saisonbereinigten Monatswerten errechnet.

2 Außerdem arbeitstäglich bereinigt.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen des DIW Berlin.