



# Unternehmensdemographie und –dynamik in Europa

## Aktuelle Trends in der Unternehmenslandschaft

13. März 2014

**Autoren**

Stefan Vetter  
+49 69 910-21261  
stefan.vetter@db.com

Jennifer Köhler

**Editor**

Barbara Böttcher

Deutsche Bank AG  
Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
E-Mail: marketing.dbr@db.com  
Fax: +49 69 910-31877

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Ralf Hoffmann

Die Krise im Euroraum hat Spuren in der Unternehmenslandschaft hinterlassen. In fast allen EWU-Ländern ist die Anzahl der Unternehmen in den letzten Jahren zurückgegangen. Insolvenzen und freiwillige Geschäftsaufgaben erreichten Höchststände, während die Zahl der Neugründungen zurückging und junge Unternehmen oft schlechtere Überlebenschancen hatten.

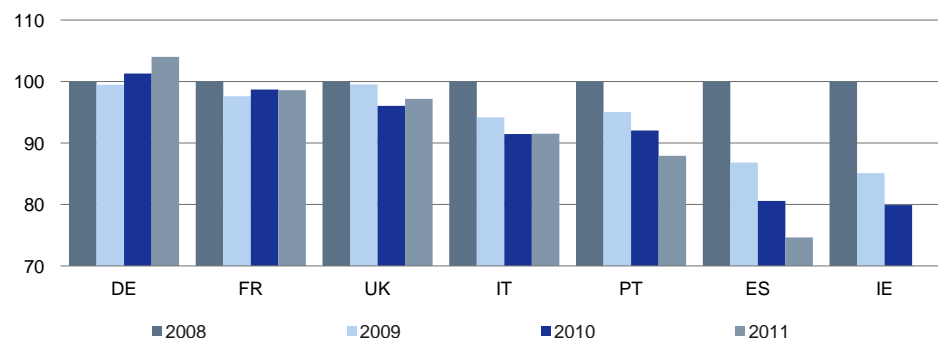
**Kleine und mittlere Unternehmen (KMU) in der Euro-Peripherie traf die Krise besonders hart.** Schließlich sind KMU viel abhängiger von der Entwicklung der heimischen Wirtschaft als international agierende Großkonzerne. Die Zahl der Unternehmen mit 10 bis 250 Mitarbeitern ging in den Krisenländern deutlich stärker zurück als jene der Großunternehmen. Zugleich verlief die Zahl der Mikrofirmen mit weniger als 10 Beschäftigten relativ stabil.

Zu Beginn der Krise führte ein starker Nachfrageschock zu einem drastischen Firmenrückgang, vor allem in Irland und Spanien, aber auch in Portugal und Italien. Im weiteren Verlauf wurden außerdem die Finanzierungsbedingungen für KMU sukzessive schlechter. Ab 2011 traten deutliche Finanzierungslücken zutage – sowohl zwischen Ländern (Euro-Kernstaaten vs. Peripherie) als auch zwischen Unternehmensklassen (KMU vs. Großunternehmen).

Neben einer stärkeren internationalen Diversifizierung und einer Verbesserung des Finanzierungszuganges von KMU sollte auch die Beseitigung struktureller Wachstumshemmnisse auf der politischen Agenda stehen. Regulatorische Wachstumshürden können das Entstehen einer wettbewerbsfähigen Unternehmenslandschaft erschweren und zu negativen Beschäftigungseffekten führen.

### Deutlicher Unternehmensrückgang infolge der Krise

Zahl der Unternehmen mit mindestens 10 Beschäftigten; ohne Holding-Gesellschaften; 2008=100



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

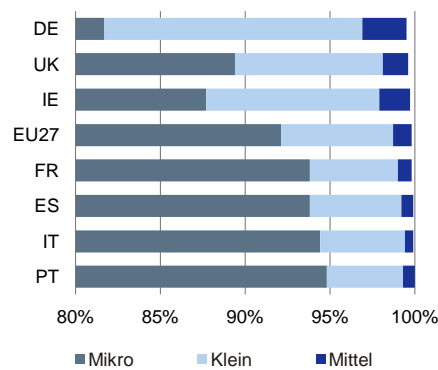


## KMU dominieren die europäische Wirtschaft

### KMU dominieren die europäische Unternehmenslandschaft

1

Anteil an gesamter Unternehmenszahl, 2012, %

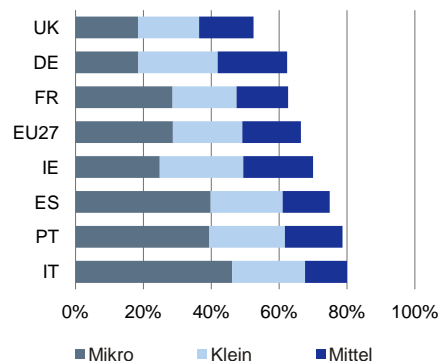


Quellen: EU-Kommission, London Economics

### Beschäftigungsanteil der KMU liegt bei über 60% in der EU

2

Anteil an gesamter Beschäftigung, 2012, in %

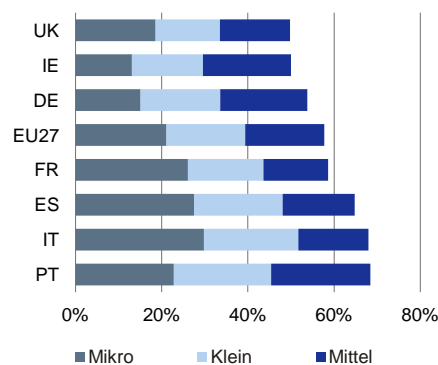


Quellen: EU-Kommission, London Economics

### KMU generieren mehr als die Hälfte der Wertschöpfung in der EU

3

Anteil an gesamter Wertschöpfung, 2012, in %



Quellen: EU-Kommission, London Economics

Die Krise im Euroraum hat in der europäischen Unternehmenslandschaft deutliche Spuren hinterlassen. Aufgrund des schwierigen ökonomischen Umfelds haben die Unternehmensinsolvenzen in Europa Höchststände erreicht. Zugleich wurden weniger neue Unternehmen gegründet, die zudem mit schlechteren Wachstumsperspektiven und geringeren Überlebenschancen als in „normalen“ Zeiten konfrontiert waren. Auch haben sich in vielen Ländern die Finanzierungsbedingungen von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) negativer entwickelt als jene für Großunternehmen. Allerdings sind diese Trends in den Ländern der Eurozone recht unterschiedlich ausgefallen.

Oft wird vereinfachend von den KMU als Einheit gesprochen, ohne der enormen Heterogenität innerhalb dieser Klasse Rechnung zu tragen. Die Mehrheit der KMU sind eigentümergeführte Unternehmen mit deutlich weniger als 10 Beschäftigten. Diese Unternehmensklasse unterscheidet sich fundamental von größeren Mittelständlern, die deutlich exportorientierter sind, mit internationalen Großunternehmen im Wettbewerb stehen und nicht selten in Nischenfeldern zu den Marktführern zählen. Für ein detaillierteres Bild der aktuellen Entwicklungen in der europäischen Unternehmenslandschaft ist es daher sinnvoll, die KMU separat nach ihrer Größe zu betrachten.

Die Europäische Kommission nimmt innerhalb der KMU folgende Unterteilung vor:

- **Mikrounternehmen:** weniger als 10 Beschäftigte, weniger als EUR 2 Mio. Umsatz oder Bilanzsumme pro Jahr
- **Kleine Unternehmen:** 10 bis 49 Beschäftigte, weniger als EUR 10 Mio. Umsatz oder Bilanzsumme pro Jahr
- **Mittlere Unternehmen:** 50 bis 249 Beschäftigte, weniger als EUR 50 Mio. Umsatz oder weniger als EUR 43 Mio. Bilanzsumme

Als KMU gelten nur eigenständige Unternehmen, was gemäß der Definition der EU-Kommission erfüllt ist, wenn weniger als 25% der Anteile in Besitz eines anderen Unternehmens sind. Ebenso wie die EZB und die meisten nationalen Zentralbanken und Statistikämter übernehmen wir diese Definition, sofern entsprechende Daten verfügbar sind. Das Institut für Mittelstandsforschung (IfM) definiert für Deutschland die „mittleren“ Unternehmen als solche mit 10 bis 499 Beschäftigten und einem Umsatz von bis zu EUR 50 Mio.<sup>1</sup> Die Überschneidung zwischen beiden Definitionen ist zwar hoch, aber für die einzelnen Firmen macht es durchaus einen Unterschied, ob sie noch unter die KMU-Definition der EU fallen, da unter anderem der Zugang zu manchen Förderprogrammen daran gekoppelt ist.

Die Entwicklung der KMU ist von besonderem Interesse, da die kleinen und mittleren Unternehmen in vielen EU-Ländern eine dominierende Rolle einnehmen. 2012 zählten EU-weit 99,8% der Unternehmen zu den KMU; der Anteil der Mikrofirmen mit weniger als 10 Beschäftigten lag bei 92,1%. Insgesamt stellt der KMU-Sektor in den hier betrachteten Ländern zwischen 52,4% (UK) und ca. 80% der Beschäftigten (Italien). Der KMU-Anteil an der Wertschöpfung war hingegen geringer und lag zwischen 49,8% im Vereinigten Königreich und 68% in Italien (EU27-Durchschnitt: 57,6%). Die Wertschöpfung pro Beschäftigten steigt also mit der Firmengröße an. Eine Wirtschaftsstruktur, die zum großen Teil aus Mikro- und Kleinunternehmen besteht, hat daher tendenziell Effizienz Nachteile gegenüber einer von größeren Mittelständlern dominierten Volkswirtschaft.

<sup>1</sup> Nach IfM-Klassifizierung sind 99,6% der Unternehmen in Deutschland KMU, nach EU-Kommission 99,5%. Der KMU-Anteil an der Gesamtbeschäftigung beträgt 59,4% bzw. 54,1%.



## Unternehmensdemographie – Trends in Europa

Die Anzahl der aktiven Firmen sagt für sich genommen noch nicht viel über den Zustand des Unternehmenssektors aus. So kann insbesondere eine Wirtschaftsstruktur mit vielen kleinen Unternehmen kann auch darauf hindeuten, dass ein notwendiger Konsolidierungsprozess bisher ausgeblieben ist. Wenn eine hohe Wettbewerbsintensität dafür sorgt, dass unprofitable Unternehmen den Markt verlassen oder durch Fusionen Skaleneffekte realisiert werden, kann eine Reduzierung der Unternehmenszahl durchaus zu gesamtwirtschaftlichen Effizienzgewinnen führen. Problematisch wäre allerdings, wenn eine Konsolidierung bei den Mikrounternehmen ausbleibt und es stattdessen vor allem größere Mittelständler mit Wachstumspotenzial trifft. In den südeuropäischen Krisenländern, die ohnehin durch eine besonders kleinteilige Firmenstruktur gekennzeichnet sind, war genau dies der Fall.

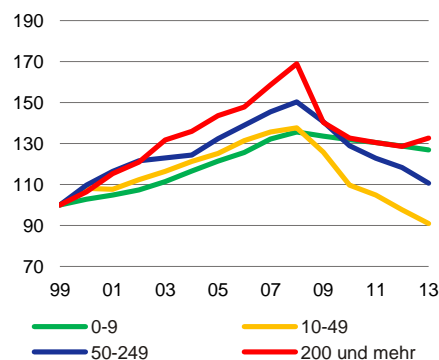
Über fast alle Länder hinweg lässt sich das Muster beobachten, dass das mittlere Unternehmenssegment im Verlauf der Krise die stärkeren Verluste hinnehmen musste, während sich die Firmen am oberen und unteren Ende der Größenskala besser behaupten konnten. Großunternehmen konnten das niedrige Wachstum in der Eurozone durch eine Steigerung der Exporte teilweise kompensieren und waren weniger abhängig von der Kreditvergabe der heimischen Banken. Mikrofirmen sind hingegen weniger konjunkturabhängig und nehmen in Expansionsphasen weniger zu als größere Unternehmen, aber bauen in Abschwungphasen auch weniger stark ab. Mit den kleinen und mittleren Unternehmen sind sie nur bedingt vergleichbar. Laut Eurostat beschäftigt eine Mikrofirma im EU-Durchschnitt gerade einmal zwei Personen; mehr als 30% haben keine weiteren Beschäftigten und ca. 70% weniger als fünf. Die vergleichsweise stabile Entwicklung der Mikrofirmen in Südeuropa lässt sich teilweise aber auch dadurch erklären, dass viele kleine und mittlere Firmen geschrumpft sind und Stellen abbauen mussten, so dass sie von oben in die unterste Kategorie gerutscht sind. Für Übergänge zwischen den Größenklassen sind allerdings keine detaillierten Zahlen verfügbar.

Im Folgenden werden die länderspezifischen Besonderheiten genauer beleuchtet.<sup>2</sup>

Anzahl an Unternehmen in Spanien

4

Alle Sektoren, 1999=100, nach Beschäftigten

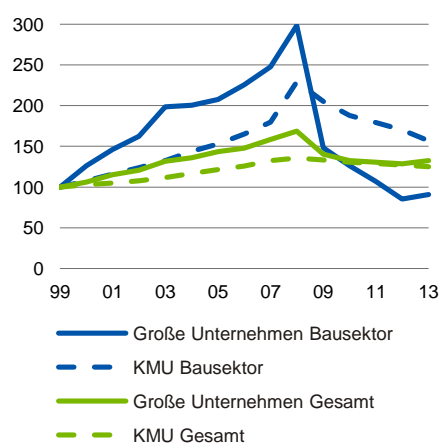


Quelle: INE

Spanien: Bausektor treibt Entwicklung

5

Anzahl der Unternehmen; 1999=100



Quelle: INE

### Spanien

Seit Mitte der 90er Jahre durchlief Spanien eine stark expansive Entwicklung, die hauptsächlich vom boomenden Bausektor getragen wurde. Verglichen mit dem Niveau von 1999 war die Gesamtzahl an Unternehmen bis zu ihrem Höhepunkt 2008 um ca. 35% gestiegen. Eine besonders ausgeprägte Expansion war bei den großen Unternehmen mit 200 und mehr Beschäftigten zu beobachten, deren Anzahl bis 2008 um fast 70% angestiegen war (Grafik 4).<sup>3</sup> Seither mussten jedoch fast alle Unternehmensklassen absolut gesehen einen Einbruch hinnehmen, der sich lediglich bei den Mikrounternehmen mit ca. 10% noch in

<sup>2</sup> Die Datenqualität bzw. –aktualität zum Bestand und der Dynamik von Unternehmen ist innerhalb Europas sehr unterschiedlich. Eurostat veröffentlicht harmonisierte Daten nur mit Verzögerung – aktuell sind die meisten Informationen lediglich bis zum Jahr 2011 verfügbar. Um aktuelle Entwicklungen besser abzubilden, greifen wir im Folgenden vor allem auf Daten der nationalen Statistikämter zurück. Allerdings gibt es auch hier große Unterschiede bezüglich der Zeitnähe der veröffentlichten Daten. So sind beispielsweise für Großbritannien und Spanien bereits Unternehmenszahlen für 2013 verfügbar, in anderen Ländern hingegen nur bis 2011. Griechenland bleibt in dieser Studie unberücksichtigt, da weder Eurostat noch das nationale Statistikamt vergleichbare Informationen zu Unternehmensbestand und -dynamik veröffentlichten.

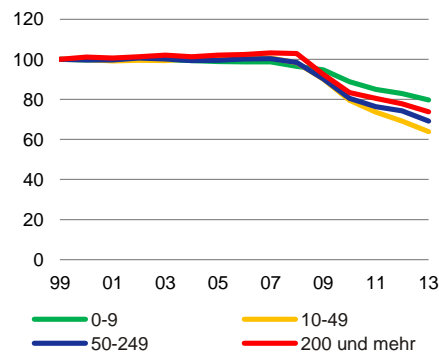
<sup>3</sup> Das spanische Statistikamt INE nimmt eine detailliertere Unterteilung als die meisten anderen Länder vor, weicht aber von der ansonsten üblichen Klassifizierung großer Unternehmen (250 und mehr Mitarbeiter) ab. Stattdessen werden die Größenklassen „200-500 Mitarbeiter“ sowie „500 und mehr Mitarbeiter“ ausgewiesen.



## Unternehmensdemographie und –dynamik in Europa

### Spanien: Industrie schwer getroffen 6

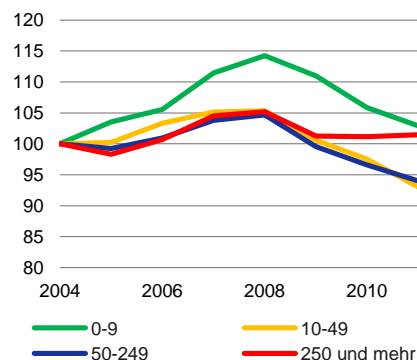
Unternehmen im Verarbeit. Gewerbe; 1999=100



Quelle: INE

### Portugal: Entwicklung der Unternehmen 7

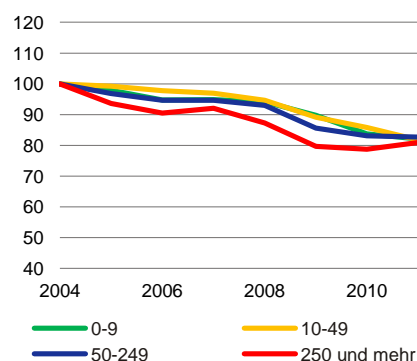
Alle Sektoren, 2004=100, nach Beschäftigten



Quelle: INE

### Schleichende De-Industrialisierung in Portugal 8

Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe, 2004=100



Quelle: INE

Grenzen hielt. Die Anzahl kleiner Unternehmen sank zwischen 2008 und 2013 hingegen von 137% auf 90% des Niveaus von 1999, die Zahl der mittelgroßen Unternehmen von 150% auf 110%. Der Trend in diesen Größenklassen verlief bis zuletzt anhaltend negativ, während sich bei den Großunternehmen ein Ende des Abwärtstrends abzeichnet.

Die besondere Rolle des Bausektors für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Spanien tritt auch bei der Unternehmensdemographie eindrucksvoll hervor. Die Gesamtzahl der Firmen in diesem Sektor wuchs bis 2008 auf mehr als das Doppelte des Niveaus von 1999 an, die der großen Bauunternehmen sogar auf das Dreifache (Grafik 5). Die darauffolgende Korrektur war jedoch so stark, dass die Zahl der KMU inzwischen wieder unter das Niveau von 1999 gesunken ist. Im Gegensatz zum Bausektor blieb die Zahl der Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe im Zeitraum bis 2008 annähernd konstant (Grafik 6). Dies ist insofern bemerkenswert, als die hohe Bauaktivität auch einen großen Nachfrageeffekt für viele Zweige der verarbeitenden Industrie hatte, der aber offenbar größtenteils von den existierenden Unternehmen und durch Importe gedeckt wurde. Von der platzenden Immobilienblase wurde die Industrie hingegen ebenfalls erfasst, und auch hier wurden die kleinen und mittleren Unternehmen am stärksten in Mitleidenschaft gezogen.

Insgesamt sind also für KMU und große Unternehmen in Spanien höchst unterschiedliche Entwicklungen zu beobachten. Das Ende der Rezession lässt darauf hoffen, dass eine Trendwende im Unternehmenssektor kurz bevor steht. Innerhalb des Unternehmenssektors könnte sich die zuletzt zu beobachtende Verschiebung von den kleinen und mittleren hin zu den größeren Unternehmen angesichts der schwierigen Finanzierungssituation der KMU allerdings zumindest vorläufig weiter fortsetzen.

## Portugal

Auch in Portugal trug der Bausektor bis 2008 überproportional zur Expansion des Unternehmenssektors bei, aber die Entwicklung verlief deutlich verhaltener als im Nachbarland Spanien. Trotzdem ist der Rückgang der Unternehmen in diesem Sektor zumindest teilweise das Ergebnis einer „normalen“ Korrektur. Besorgniserregend ist hingegen der seit Anfang der 2000er Jahre ungebremste Rückgang der Firmen in der verarbeitenden Industrie (Grafik 8). Diese fortschreitende De-Industrialisierung, die Unternehmen über alle Größen hinweg erfasst hat, ist nicht krisenbedingt. Sie spiegelt vor allem die geringe industrielle Wettbewerbsfähigkeit Portugals wider, sowie die Verlagerung von Produktionskapazitäten im Zuge der EU-Osterweiterung 2004.

Wie auch in Spanien entwickelten sich KMU und Großunternehmen zuletzt unterschiedlich. Während die Zahl der großen Unternehmen nur leicht zurückging und sich seit 2009 wieder zu stabilisieren scheint, war bei KMU ein konstanter und bis zuletzt ungebremster Abwärtstrend zu beobachten. Im Gegensatz zu Spanien, wo vor der Krise die Zahl der mittleren und großen Unternehmen überdurchschnittlich stark anstieg, erfolgte jedoch in Portugal auch zuvor kein nennenswerter Aufbau von Unternehmen jenseits der Mikrofirmen. Erschwerend hinzu kommt, dass neugegründete Firmen in Portugal besonders schlechte Überlebenschancen hatten. So waren von den 2006 gegründeten Unternehmen drei Jahre später nur noch 51% aktiv. Selbst in Spanien waren es mit 58% deutlich mehr, ebenso in Italien (61%).<sup>4</sup>

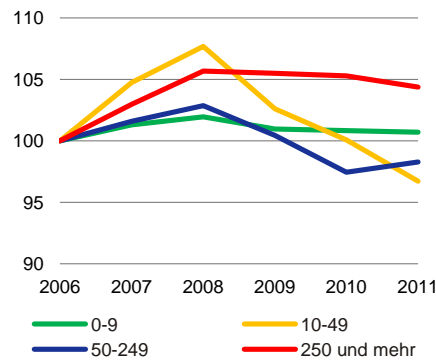
<sup>4</sup> OECD (2013), Entrepreneurship at a Glance.



## Unternehmensdemographie und –dynamik in Europa

Italien: Anzahl an Unternehmen 9

Alle Sektoren, 2006=100



Quelle: ISTAT

### Italien

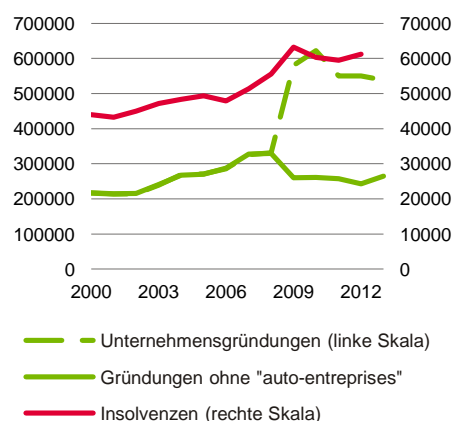
In Italien sind die Unternehmen im mittleren Segment eindeutig die Verlierer der Krise. Während die Zahl der Mikro- und der Großunternehmen zwischen 2006 und 2011 weitgehend stabil blieb, haben Unternehmen mit 10 bis 250 Beschäftigten seit 2008 deutlich verloren (Grafik 9). Von allen in dieser Studie betrachteten Ländern weist Italien den größten Beschäftigungs- und Wertschöpfungsanteil von Mikrounternehmen auf. Gerade aus dieser Perspektive hätte eine Verlagerung von Kleinunternehmen hin zu wettbewerbsfähigeren größeren Mittelständlern durchaus effizienzsteigerndes Potenzial.

Die allgemein schwierige Lage der italienischen Wirtschaft scheint dabei vor allem jene Sektoren und Regionen überproportional zu treffen, die eigentlich die Stütze der italienischen Wirtschaft darstellen. Zwischen 2009 und 2012 haben 5,2% der Kapitalgesellschaften im Verarbeitenden Gewerbe Insolvenz angemeldet, bei den Herstellern von Haushaltsgütern und Textilien sogar mehr als 7%. Im Dienstleistungsbereich meldeten hingegen nur 2,2% der Kapitalgesellschaften Insolvenz an, im Bausektor 4,6%. Im selben Zeitraum stiegen über alle Wirtschaftszweige hinweg sowohl die Insolvenzen als auch freiwillige Geschäftsaufgaben in den wirtschaftlich bedeutenderen Regionen im Nordosten und Nordwesten stärker an als im Zentrum oder im Süden.<sup>5</sup>

### Frankreich

Die Dynamik der französischen Unternehmenslandschaft verläuft seit 2008 auf den ersten Blick ebenfalls zweigeteilt. Während die Anzahl von Mikrounternehmen scheinbar unberührt von der Krise anstieg, haben alle anderen Unternehmensklassen deutlich verloren. Dieser Entwicklung liegt jedoch ein struktureller Bruch zugrunde. Der insgesamt positive Verlauf wird dadurch verzerrt, dass Frankreich eine neue Rechtsform für Selbständige ohne Beschäftigte geschaffen hat. Für diese „auto-entreprises“ gelten vereinfachte Methoden zur Unternehmensgründung sowie zur Zahlung von Sozialbeiträgen und Einkommenssteuern. Außerdem sind sie nicht mehrwertsteuerpflichtig. Allerdings dürfen „auto-entrepreneurs“ nur ein jährliches Einkommen von EUR 32.600 erzielen (bzw. EUR 81.500, wenn sie im An- und Verkauf tätig sind). Daher kommt diese Rechtsform vor allem für nebenberuflich Tätige in Frage und ist keine Alternative für Mikrounternehmen mit realistischem Wachstumspotenzial. In der Statistik werden sie jedoch zu den Mikrounternehmen gezählt und nicht gesondert ausgewiesen. Allein im Jahr 2008 führte die Gründung von „auto-entrepreneurs“ zu einem Anstieg von über 300.000 Unternehmen, wodurch die Daten für Frankreich nicht vergleichbar mit denen der anderen Länder sind. Bei mittelständischen Industrieunternehmen ist hingegen ein Rückgang zu beobachten, der den anhaltenden Prozess der De-Industrialisierung Frankreichs reflektiert. Der Anteil der verarbeitenden Industrie an der gesamten Wertschöpfung ging seit 2000 von ca. 15% auf inzwischen nur noch 10% zurück.<sup>6</sup>

Firmendynamik in Frankreich 10



Quelle: INSEE

Aufschlussreicher ist die Dynamik der französischen Unternehmen, also die Neugründungen und Insolvenzen, da das französische Statistikamt INSEE die Unternehmensgründungen ohne die „auto-entrepreneur“-Kategorie ausweist.<sup>7</sup> Wie in Grafik 10 dargestellt, verliefen Neugründungen und Bankrotte bis 2006 entlang eines ähnlichen, ansteigenden Trends. Ab 2006 nahm die Zahl der Insolvenzen deutlich zu, erreichte im Jahr 2009 einen Höchststand von fast 63.000 Insolvenzen und liegt seither nur minimal darunter. Bei den Gründungen scheint zuletzt ein stärkerer konjunktureller Effekt erkennbar, denn ohne die jährlich ca. 300.000 neuen „auto-entrepreneurs“ lag die Zahl der Neugründun-

<sup>5</sup> Cerved Group (2013). Monitor of bankruptcies, insolvency proceedings and business closures.

<sup>6</sup> Heymann und Vetter (2013). Re-Industrialisierung Europas: Anspruch und Wirklichkeit. EU-Monitor. Deutsche Bank Research.

<sup>7</sup> In den Insolvenzstatistiken tauchen die „auto-entrepreneurs“ ohnehin nicht auf.

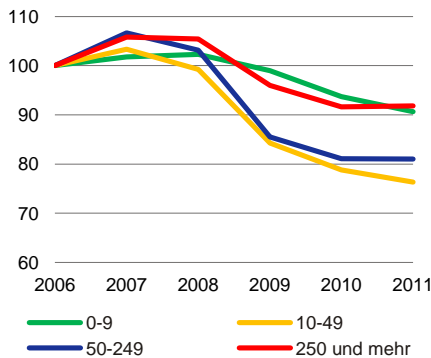


## Unternehmensdemographie und –dynamik in Europa

Irland: Rückgang auf breiter Front

11

Alle Sektoren, 2006=100

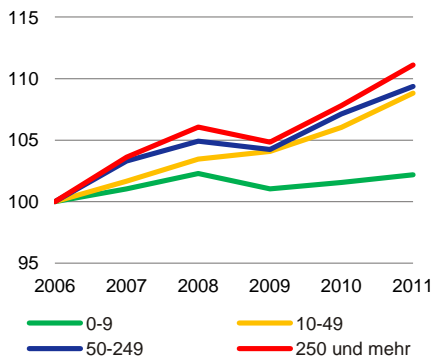


Quelle: CSO

Deutschland: Größere Firmen wachsen stärker

12

Alle Sektoren, 2006=100

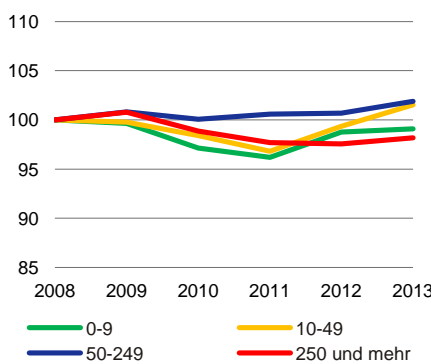


Quelle: Statistisches Bundesamt

UK: Stabile Unternehmensentwicklung

13

Alle Sektoren, 2008=100



Quelle: ONS

gen in den letzten Jahren ca. 20% unter dem Niveau von 2008. Erst 2013 wurde erstmals seit Krisenbeginn wieder ein leichtes Wachstum bei den Neugründungen verzeichnet. Die seit 2009 zu beobachtende negative Entwicklung der regulären Gründungen lässt sich wohl nicht allein dadurch erklären, dass Gründer sich anstatt eines regulären Unternehmens als „auto-entrepreneur“ registrieren lassen. Laut einer INSEE-Studie gaben drei von vier befragten auto-entrepreneurs an, dass sie ohne die neue Regelung überhaupt kein Unternehmen gegründet hätten.<sup>8</sup>

### Irland

In Irland mussten Firmen aus allen Kategorien ab 2007 massive Verluste hinnehmen (Grafik 11). Am stärksten betroffen waren auch hier die kleinen und mittleren Unternehmen, deren Zahl gegenwärtig nur noch bei ca. 80% des Niveaus von 2006 liegt. Sowohl die größten als auch die kleinsten Firmen waren vergleichsweise weniger betroffen. Auch in Irland kam der größte negative Beitrag vom Bausektor, und dort vor allem von mittleren und großen Unternehmen. Im Verarbeitenden Gewerbe fielen die Einbrüche hingegen deutlich moderater aus. Außerdem wurde der Tiefpunkt hier bereits im Jahr 2010 erreicht.

### Deutschland

Der Entwicklung des BIP folgend verzeichnete die Unternehmensentwicklung in Deutschland zwar 2008 einen leichten Knick, aber erholte sich in der Folge schnell wieder davon (Grafik 12). Seit 2009 zeigt die Unternehmenszahl in allen Größenkategorien ein positives Wachstum. Insgesamt ist bei den in Deutschland registrierten Unternehmen zwar nur ein leichter Anstieg zu beobachten, aber dies liegt vor allem daran, dass die Zahl von Mikrounternehmen annähernd konstant blieb.

Kleine, mittlere und große Unternehmen haben zahlenmäßig trotz der Krise im Euroraum deutlich zugenommen, was den erfreulichen Verlauf auf dem Arbeitsmarkt erklärt. Am deutlichsten fielen die Unterschiede im Verarbeitenden Gewerbe aus, wo die Zahl der Mikrounternehmen sogar sank, während insbesondere mittlere und große Industrieunternehmen eine bemerkenswert positive Entwicklung vorweisen konnten. Das dürfte vor allem darauf zurückzuführen sein, dass Unternehmen mit zunehmender Größe eine stärkere Exportorientierung haben und mehr vom höheren Wachstum außerhalb der Eurozone profitieren konnten.

### Großbritannien

Im Vereinigten Königreich zeigt sich die Zahl der Unternehmen zwischen 2008 und 2013 sehr stabil (Grafik 13). Der moderate Einbruch zwischen 2008 und 2011 wurde inzwischen wieder annähernd kompensiert. Im Gegensatz zu fast allen anderen Ländern haben sich in Großbritannien die kleinen und mittleren Unternehmen am aktuellen Rand überdurchschnittlich gut entwickelt. Allerdings sind die Unterschiede zwischen den Größenklassen insgesamt ausgesprochen gering.

<sup>8</sup> Barruel, Darriné, Mariotte und Thomas (2012). Trois auto-entrepreneurs sur quatre n'auraient pas créé d'entreprise sans ce régime. INSEE.



## Finanzierungszugang und –konditionen

Wie eingangs bereits erwähnt, haben Großunternehmen im Allgemeinen Effizienzvorteile gegenüber kleineren Unternehmen. Allein die Möglichkeit, Skaleneffekte zu realisieren, bringt deutliche Kosteneinsparungen. Außerdem haben größere Unternehmen Diversifizierungsvorteile, z.B. bezüglich ihrer geographischen Absatzmärkte, ihrer Produkte und möglicher Finanzierungskanäle. Ein kleineres Unternehmen ist dadurch inhärent risikoanfälliger als ein größerer Wettbewerber. Gerade in einem wirtschaftlich schwierigen Umfeld, das von vielen Unternehmensaufgaben und geringen Überlebenschancen von Start-ups geprägt ist, werden diese Unterschiede noch verstärkt.

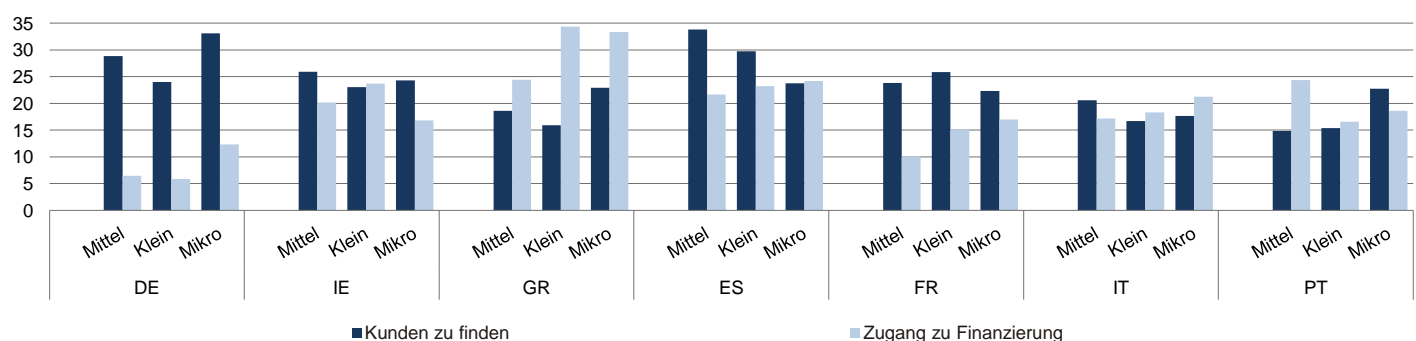
Von besonderem Interesse sind aktuell die Finanzierungsmöglichkeiten von kleinen und mittleren Unternehmen. Sowohl Mikro- als auch Großunternehmen operieren unter anderen Bedingungen. Mikrounternehmen haben aufgrund ihrer niedrigeren Investitionsintensität einen geringeren Kapitalbedarf. Insbesondere die Nachfrage nach größeren Kreditsummen ist deutlich niedriger als beim größeren Mittelstand. Internationale operierende Großkonzerne haben zwar einen größeren Finanzierungsbedarf, sind zugleich aber viel weniger abhängig vom heimischen Kapitalmarkt als KMU: Ihnen steht eine größere Auswahl an Finanzierungsquellen offen, sie können sich einfacher und günstiger über Kapitalmärkte finanzieren oder Kapital im Ausland beschaffen.

Im Rahmen der Unternehmensbefragung SAFE (Survey on the access to finance of SMEs in the euro area) erhebt die EZB halbjährlich Daten von Unternehmen unterschiedlicher Größe, insbesondere hinsichtlich ihres Bedarfs an externer Finanzierung und den dafür gewährten Konditionen. Auf die Frage nach dem aktuell dringendsten Problem wurde bei der letzten Befragungswelle im Oktober 2013 in den meisten Ländern am häufigsten die Schwierigkeit genannt, Kunden zu gewinnen. Griechenland sticht dadurch heraus, dass über alle Firmengrößen hinweg der Zugang zu Finanzierung als größtes Problem identifiziert wurde. Auch in den anderen Krisenländern wird der Finanzierungszugang von vielen KMU als limitierender Faktor eingestuft. In Italien und Portugal sieht ihn eine knappe Mehrheit als größtes Problem, in Irland und Spanien rangiert er hinter der schwachen Kundennachfrage auf Platz 2.

Das aktuell dringendste Problem ist ...

14

Mikro: weniger als 10 Beschäftigte; Klein: 10-49 Beschäftigte; Mittel: 50-250 Beschäftigte



Quelle: SAFE, EZB

Um ein detaillierteres Bild bezüglich der Finanzierungsschwierigkeiten der Unternehmen zu bekommen, wurden diese danach befragt, wie gravierend sie das Problem des Zugangs zu externer Finanzierung auf einer Skala von 1 (überhaupt kein Problem) bis 10 (sehr großes Problem) einschätzen. Beim Anteil der Unternehmen, die mindestens einen Wert von 7 angaben und somit große oder sehr große Schwierigkeiten haben, Kredite zu erhalten, zeigt sich bei einigen Ländern ein deutliches Größengefälle (siehe Grafik 15). Am stärksten ausge-

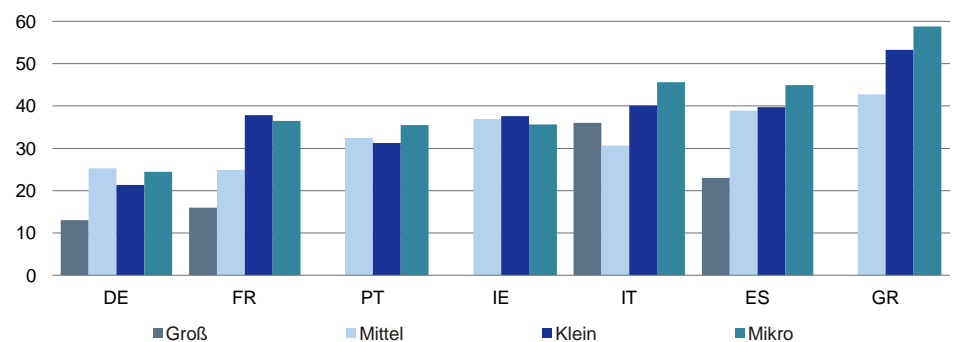


prägt ist es in Griechenland, wo der Finanzierungszugang für 43% der mittleren, 53% der kleinen und 59% der Mikrofirmen ein gravierendes Problem darstellt. Auch in Spanien und Italien gibt es innerhalb der KMU einen ausgeprägten Größenunterschied, nicht aber in Irland, Portugal und Deutschland. Mit Ausnahme Italiens sehen nur wenige Großunternehmen den Zugang zu Bankfinanzierung als problematisch an. Ein polarisiertes Bild zeigt sich in Frankreich. Dort gaben nur 16% der großen und 25% der mittleren Unternehmen an, gravierende Schwierigkeiten beim Zugang zu Krediten zu haben, was in etwa dem deutschen Niveau entspricht. Die französischen Klein- und Mikrounternehmen liegen mit fast 40% hingegen eher auf dem Niveau von Irland und Portugal.

Größere Finanzierungsschwierigkeiten für kleinere Unternehmen

15

% der Firmen, die auf der Skala von 1 (Finanzierungszugang überhaupt kein Problem) bis 10 (sehr großes Problem) mind. 7 angegeben haben; SAFE-Befragung im Oktober 2013



Keine Daten für Großunternehmen in PT, IE und GR verfügbar

Quellen: SAFE, Deutsche Bank Research

Bei der tatsächlichen Nutzung von Bankkrediten in den letzten sechs Monaten zeigt sich, dass Großunternehmen im Durchschnitt auf demselben Niveau wie mittelgroße Unternehmen liegen. Verglichen damit ist die Inanspruchnahme von Bankkrediten bei Klein- und Mikrounternehmen niedriger, was allerdings nicht allein auf den potenziell schwierigeren Finanzierungszugang zurückzuführen ist. Ein substantieller Anteil der Mikrofirmen gab an, dass diese Finanzierungsquelle für die Firma aktuell nicht relevant sei (31%, verglichen mit 22% für kleine und mittlere, sowie 19% für Großunternehmen). Dies spiegelt zum einen den geringeren Kapitalbedarf kleinerer Unternehmen aufgrund ihrer niedrigeren Investitionsneigung wider. Zum anderen dürfte in diesem Segment die Innenfinanzierung eine größere Bedeutung haben.

Die Entwicklung der Finanzierungslücke je nach Unternehmensklasse lässt sich auch anhand der Kreditzinsen nachvollziehen. Die durchschnittliche Verzinsung für Kredite unter EUR 1 Mio. kann als Maß für die Finanzierungskosten von KMU angesehen werden, da Großunternehmen im Normalfall höhere Summen in Anspruch nehmen. Grafik 16 zeigt, dass die Zinsen in Spanien und Italien vor der Krise unter dem Niveau in Deutschland lagen und bis 2011 ähnlich wie in Frankreich und Deutschland verliefen. Portugal und Griechenland rangierten durchgehend um 100 bis 200 Basispunkte über den anderen Ländern.<sup>9</sup>

Die blau schraffierte Fläche illustriert den maximalen Zinsunterschied zwischen den vier größten Euro-Mitgliedern. Bis 2011 lagen die durchschnittlichen Zinskosten im jeweils teuersten Land nie um mehr als 100 Basispunkte höher als im jeweils günstigsten Land, aber seit Ende 2011 ist eine zweigleisige Entwicklung zu beobachten. Während die Durchschnittszinsen in Deutschland und Frankreich seither sanken, verharrten sie in Italien und Spanien auf hohem Niveau, so dass die maximale Differenz zwischen diesen vier Ländern zuletzt dauerhaft bei

<sup>9</sup> Der Verlauf der Zinsen für Kredite unter EUR 1 Mio. ist in Griechenland ähnlich wie in Portugal, allerdings sind für Griechenland keine ununterbrochenen Zeitreihen verfügbar.



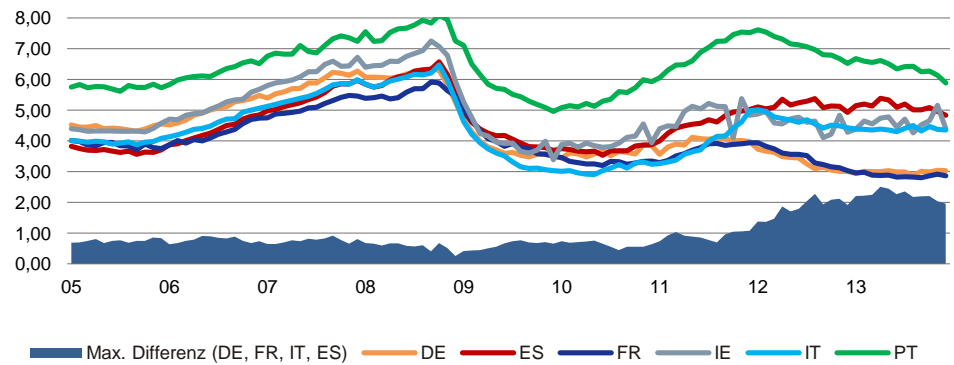


## Unternehmensdemographie und –dynamik in Europa

über 200 Basispunkten lag. Verglichen mit dem ihrem Höchststand in den letzten zwei Jahren (April 2013 in Spanien; Januar 2012 in Italien) konnten beide Länder bis Ende 2013 immerhin wieder einen Rückgang um mehr als 50 Basispunkte verbuchen.

Durchschnittliche Verzinsung für Kredite unter EUR 1 Mio.

16

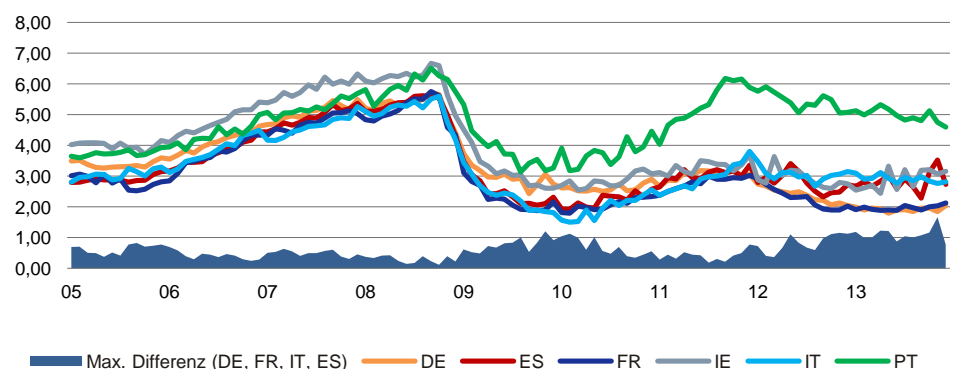


Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Bei Krediten über EUR 1 Mio. lässt sich zwar qualitativ ein ähnliches Bild beobachten, aber das Auseinanderklaffen der Finanzierungskosten war deutlich weniger stark ausgeprägt. Großkredite waren in Spanien und Italien bis 2011 hinein günstiger als in Deutschland. Seither besteht ein persistenter Unterschied zwischen Frankreich und Deutschland einerseits sowie Italien und Spanien andererseits. Mit ca. 100 Basispunkten ist dieser jedoch nur ca. halb so hoch wie bei Krediten unter EUR 1 Mio.

Durchschnittliche Verzinsung für Kredite über EUR 1 Mio.

17



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

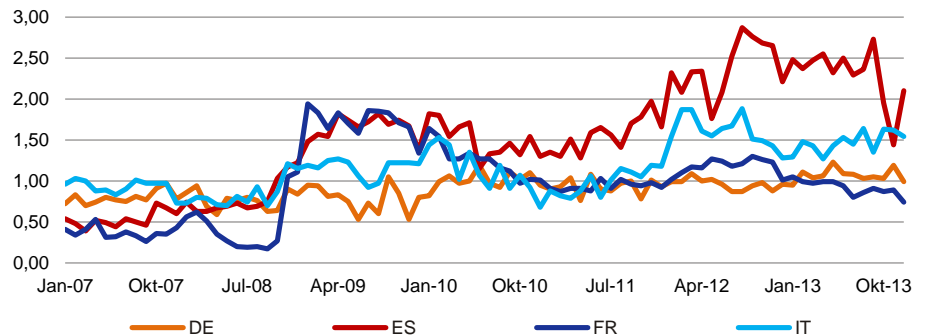
Grafik 18 illustriert dieses Auseinanderklaffen der Kostenscheren zwischen Großunternehmen und KMU. Vor der Krise lag die Zinsdifferenz zwischen kleineren und größeren Darlehen in den vier größten Euro-Ländern bei weniger als 100 Basispunkten. Ende 2008 gab es in Frankreich und Spanien eine schlagartige Verschlechterung bei Krediten von unter EUR 1 Mio. Während sich die Entwicklung in Frankreich bald wieder normalisierte, wurde der Unterschied in Spanien – und parallel dazu in Italien – nach 2012 noch einmal größer.



Spanien und Italien: Kostenschere zw. Groß- und Kleinkrediten geht auseinander

18

Zinssatz für Darlehen < 1 Mio. minus Zinssatz für Darlehen > 1 Mio.

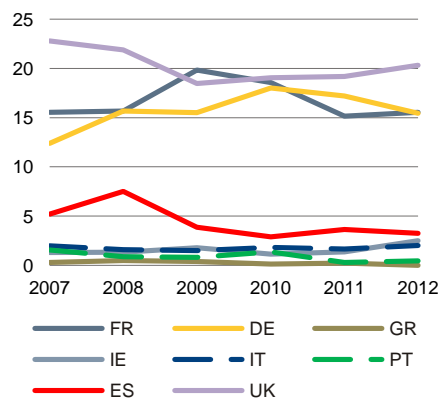


Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Venture Capital kommt nicht in der Peripherie an

19

Anteil an den VC-Investitionen in der EU, %



Quellen: EVCA, Deutsche Bank Research

Ein weiteres Problem für die KMU aus der Euro-Peripherie ist neben dem schwierigen Zugang zu Bankkrediten die weiterhin geringe Verfügbarkeit alternativer Finanzierungsquellen wie Private Equity und Venture Capital. Gegenüber 2007 und 2008 lag das Volumen an Venture Capital Investments in Europa zwischen 2009 und 2012 pro Jahr um 50% niedriger. Erschwerend kommt hinzu, dass der ohnehin geringe Anteil der südeuropäischen Länder sogar noch weiter schrumpfte. Von 2009 bis 2012 flossen nur knapp 8% der europäischen Venture-Capital-Investitionen in die GIIPS-Staaten (2008 waren es noch 11,8%) – Frankreich oder Deutschland kommen allein auf die doppelte Summe, das Vereinigte Königreich liegt mit ca. 20% fast dreimal so hoch. Während Spanien vor der Krise Venture Capital in substanziellem Ausmaß anziehen konnte, lag der europaweite Anteil Italiens seit 2007 nie über 2%.

## Regulatorische Wachstumshürden

Der schwierige Finanzierungszugang von KMU in der Euro-Peripherie ist vor allem ein krisenspezifisches Hindernis, das sich bei einer anziehenden Konjunktur und besseren Wachstumsaussichten der Unternehmen wieder normalisieren dürfte. In vielen Ländern gibt es aber auch strukturell bedingte Wachstumshemmnisse, die insbesondere größeren Mittelständlern einen Nachteil gegenüber Kleinfirmen und Großkonzernen verschaffen und so die Größenverteilung der Unternehmen beeinflussen können.

In fast allen Ländern gelten für Klein- und Kleinstfirmen bestimmte Sonderregeln, die ihnen unnötige Bürokratie und unnötige Kosten ersparen sollen, was prinzipiell ausgesprochen sinnvoll ist. Wenn diese Vergünstigungen aber beim Erreichen einer bestimmten Firmengröße entfallen, verursacht das Wachstum über diese Schwelle hinaus einen sprunghaften Kostenanstieg. Dies führt dazu, dass Firmen nur dann einen Anreiz zum Überschreiten der Schwelle haben, wenn ihr erwartetes Wachstumspotenzial so hoch ist, dass sie die zusätzlichen Kosten wieder kompensieren können. Ein gut dokumentiertes Beispiel ist Frankreich, wo zwischen 9 und 10 Beschäftigten und vor allem zwischen 49 und 50 Beschäftigten eine Schwelle auftritt. Ab 10 Mitarbeitern gelten beispielsweise strengere Regeln für Entlassungen aus geschäftsbedingten Gründen, ab 50 Mitarbeitern müssen betriebliche Arbeitnehmervertretungen eingerichtet und mit einem Budget von mindestens 0,3% der Lohnsumme ausgestattet werden.<sup>10</sup> Die Vereinfachungen für Mikro- und Kleinunternehmen machen es so also

<sup>10</sup> Guorio und Roys (2012). Size-dependent regulations, firm size distribution, and reallocation. NBER Working Paper 18657.



## Unternehmensdemographie und –dynamik in Europa

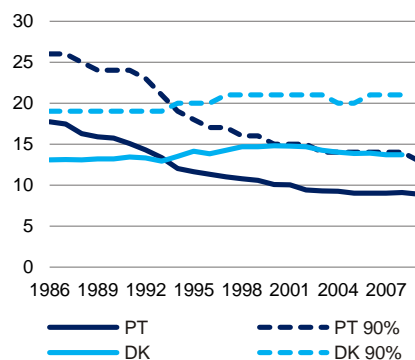
unattraktiv, die Grenze von 50 Beschäftigten zu überschreiten, weshalb es eine große Zahl an Firmen mit 45-49 Mitarbeitern gibt. Diejenigen Unternehmen, die darüber hinaus Mitarbeiter einstellen, verlieren einerseits die vorteilhaften Regeln für Kleinbetriebe, andererseits machen ihnen die höheren (Fix-)Kosten mehr zu schaffen als Großunternehmen, für die ähnliche Regeln gelten.

Gourio und Roys (2012) schätzen, dass das Überschreiten der Wachstumsschwelle für eine Firma einmalige Kosten in Höhe von etwa einem durchschnittlichen Jahresgehalt sowie fortlaufende Kosten von 0,04% der Lohnsumme verursacht. Da viele mittelständische Firmen es also vorziehen, statt 50 oder 51 Personen nur 48 oder 49 zu beschäftigen, bleiben potenziell vorhandene Stellen unbesetzt, was im Aggregat zu höherer Arbeitslosigkeit führt. Garicano et al. (2013) schätzen, dass sich die volkswirtschaftlichen Kosten auf 4-5% des BIP belaufen.<sup>11</sup> Diese Zahl erscheint angesichts einiger restriktiver Annahmen eher zu hoch angesetzt, aber dass „willkürliche“ Wachstumsschwellen negative gesamtwirtschaftliche Effekte haben, ist offensichtlich.<sup>12</sup> Die Folge ist zudem eine ineffiziente Ressourcenallokation, da Firmen mit geringem Wachstumspotenzial gegenüber effizienteren Firmen bevorzugt werden.

### Schrumpfende Firmen in Portugal

20

Beschäftigten pro Firma in Portugal und Dänemark, Durchschnitt und 90%-Perzentil

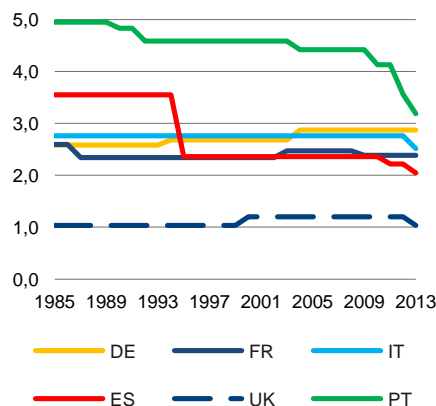


Quelle: Braguinsky et al. (2013)

### Portugals ridiger Kündigungsschutz

21

OECD Employment Protection Legislation Indicator; 0 (sehr niedrig) bis 5 (sehr hoch)



Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

Ein stark negativer Effekt regulatorischer Wachstumshürden wurde auch für Portugal ermittelt.<sup>13</sup> Vor allem die restriktiven Arbeitsmarktinstitutionen und steuerliche Nachteile für größere Firmen sind dafür verantwortlich, dass sich die Größenverteilung portugiesischer Firmen gegen den Trend in anderen Industrienationen über die letzten 25 Jahre hinweg nach links verschoben hat. Während des gesamten Zeitraumes war Portugal das Land mit dem striktesten Kündigungsschutz in der EU. Selbst nach einigen strukturellen Reformen hat Portugal noch immer das höchste Niveau in der OECD. Das bewirkt unwillkürlich eine starke Zurückhaltung der Unternehmen bei der Einstellung neuer Mitarbeiter, da es in Rezessionen kaum möglich ist, die Zahl der Beschäftigten an die geringere Nachfrage anzupassen. Grafik 20 illustriert, dass die durchschnittliche Mitarbeiterzahl in portugiesischen Firmen seit 1986 von 17,7 auf ca. 9 zurückging. 1986 musste eine Firma noch mehr als 26 Mitarbeiter haben, um zu den größten 10% des Landes zu zählen; inzwischen ist nur noch die Hälfte nötig. Im Vergleich dazu ist die durchschnittliche Firmengröße in Dänemark (und den meisten anderen OECD-Ländern) hingegen leicht angestiegen. Zwar gab es in Portugal einige parallele Entwicklungen, die den beobachteten Trend ebenfalls erklären können, z.B. die wirtschaftliche Liberalisierung und das Aufbrechen staatlicher Monopolisten seit Beginn der 1980er Jahre oder die Verschiebung von der Industrie zu den Dienstleistungen. Braguinsky et al. (2013) zeigen aber, dass die strukturellen Hindernisse insgesamt für mehr als 50% des Schrumpfungseffektes verantwortlich sind.

Ein auf den ersten Blick vergleichbarer Fall ist Italien, das ebenfalls durch ein hohes Maß an Kündigungsschutz gekennzeichnet ist (siehe Grafik 21). Die Schwelle, ab der die geltenden arbeitsrechtlichen Bestimmungen deutlich strikter werden, liegt hier bei 15 Beschäftigten. Für den Zeitraum von 1986 bis 1998 weisen Schivardi und Torrini (2009) nach, dass diese Schwelle nur einen geringen negativen Wachstumseffekt hatte.<sup>14</sup> Dies könnte aber auch daran liegen, dass Firmen knapp über der Schwelle einen höheren Anteil an zeitlich begrenzt Beschäftigten hatten, um die restriktivsten Kündigungsschutzklauseln zu umgehen. Im Gegensatz zu Portugal führte der hohe Kündigungsschutz hier nicht zu einer abnehmenden Unternehmensgröße.

<sup>11</sup> Garicano, LeLarge und Van Reenen (2013). Firm size distortions and the productivity distribution: evidence from France. NBER Working Paper 18841.

<sup>12</sup> Die Daten für die Studie von Guorio und Roys (2012) decken den Zeitraum zwischen 1994 und 2000 ab, jene von Garicano et al. (2013) den Zeitraum zwischen 2002 und 2007.

<sup>13</sup> Braguinsky, Branstetter und Regateiro (2013). The incredible shrinking Portuguese firm. NBER Working Paper 17265.

<sup>14</sup> Schivardi und Torrini (2008). Identifying the effects of firing restrictions through size-contingent differences in regulation. Labour Economics. 15(3), S. 482-511.



Länderspezifische Besonderheiten spielen also eine große Rolle. In Deutschland gibt es insgesamt ca. 160 unterschiedliche gesetzliche Schwellenwerte, wovon etwa 60 im Betriebsverfassungsgesetz festgelegt sind.<sup>15</sup> Die Schwelle mit den meisten zusätzlichen Regulierungen lag laut Koller et al. (2011) bei 20 Mitarbeitern.<sup>16</sup> Gerade aufgrund der Vielzahl an Schwellen konnten zwar keine signifikanten negativen Beschäftigungseffekte einer einzelnen Schwelle festgestellt werden, aber insgesamt führen sie zu höheren Kosten über die gesamte Größenverteilung der Unternehmen. Durch diese Komplexität wird die eigentliche Intention, den bürokratischen Aufwand für KMU zu erleichtern, konterkariert.

Grundsätzlich führt eine übermäßige Begünstigung kleiner Firmen dazu, dass gerade die erfolgreicherer unter ihnen bei einer Expansion schnell auf unnötige Hindernisse stoßen. Wenn schon ab einer relativ überschaubaren Größe ein Kostenkeil zwischen Firmen über und unterhalb einer Schwelle getrieben wird, gehen Wachstumsanreize und somit Beschäftigung und Effizienz verloren. Daher wäre es sinnvoll, möglichst wenige Schwellen zu setzen. Diejenigen Regelungen, die bereits für Kleinunternehmen als unbedingt notwendig angesehen werden, sollten gebündelt an einer Schwelle festgelegt werden. Darüber hinausgehende Bestimmungen sollten nicht schon bei einer Schwelle von 50 Beschäftigten einsetzen, die für viele KMU relevant ist. Stattdessen sollten sie so gesetzt werden, dass sie nur größere Unternehmen betreffen, für die Fixkosten durch Regulierung weniger stark ins Gewicht fallen.

## Fazit und Ausblick

Kleine und mittlere Unternehmen waren in den letzten Jahren die großen Verlierer in den Euro-Krisenländern. In Spanien, Italien und Irland reduzierte sich ihre Zahl deutlich stärker als die der Großunternehmen oder der Mikrounternehmen mit weniger als 10 Beschäftigten. In Ländern, die nur kurzfristige realwirtschaftliche Einbrüche erlitten (z.B. Deutschland oder das Vereinigte Königreich), waren solche Verschiebungen innerhalb der Größenklassen nicht zu beobachten.

Gerade Italien, Portugal und Spanien sind aber nach wie vor von einer sehr fragmentierten Unternehmensstruktur mit einem hohen Anteil an Mikrounternehmen geprägt. Gerade hier würde die Stärkung der Konkurrenzfähigkeit von mittleren Unternehmen positive Effizienz- und Beschäftigungseffekte haben.

Unabhängig von der aktuellen Situation sollten mittelfristig Anstrengungen unternommen werden, um die Abhängigkeit der kleinen und mittleren Unternehmen von der Entwicklung der heimischen Wirtschaft zu reduzieren. Unterstützung zur Diversifizierung von Absatz- und Finanzierungskanälen ist ebenso gefragt wie der Abbau unnötiger regulatorischer Hemmnisse. In einem von KMU dominierten Unternehmensumfeld ist der dringend benötigte Beschäftigungsaufbau in den südeuropäischen Ländern ohne ein anhaltendes Wachstum der mittelständischen Wirtschaft nicht möglich.

Stefan Vetter (+49 69 910-21261, stefan.vetter@db.com)

Jennifer Köhler

---

<sup>15</sup> Koller, Schnabel und Wagner (2007). Schwellenwerte im Arbeitsrecht: Höhere Transparenz und Effizienz durch Vereinheitlichungen. Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 8(3), S. 242-255.

<sup>16</sup> Dazu zählen u.a. die Beschäftigungspflicht für Schwerbehinderte (bzw. alternativ die Zahlung einer Abgabe), die Bestimmung eines Sicherheitsbeauftragten und eine Erweiterung des Betriebsrates auf drei Mitglieder sowie erweiterte Mitbestimmungsrechte. Siehe Koller, Schnabel und Wagner (2011). Beschäftigungswirkungen arbeits- und sozialrechtlicher Schwellenwerte. Zeitschrift für Arbeitsmarktforschung. 44. S. 173-180.



## Fokusthema Europäische Integration

- ▶ EU-Skeptiker im Aufwind?  
Wirtschaftspolitische Implikationen  
der Europawahl  
(EU-Monitor) .....31. Januar 2014
- ▶ Re-Industrialisierung Europas:  
Anspruch und Wirklichkeit  
(EU-Monitor) ..... 4. November 2013
- ▶ EU-Bankenunion:  
Richtige Idee, schlechte Durchführung  
(EU-Monitor) ..... 20. September 2013
- ▶ Der EU-Binnenmarkt nach 20 Jahren:  
Erfolge, unerfüllte Erwartungen  
und weitere Potenziale  
(EU-Monitor) ..... 19. September 2013
- ▶ Project Bond Initiative:  
Projektauswahl für Erfolg entscheidend  
(EU-Monitor) .....23. August 2013
- ▶ Zinsbesteuerung, Amtshilfe und Co.:  
Steuerlicher Informationsaustausch  
setzt sich durch  
(EU-Monitor) .....5. August 2013
- ▶ Atlantische Einheit im weltweiten Wettbewerb:  
T-TIP in Perspektive  
(EU-Monitor) .....2. August 2013
- ▶ Privatisierung im Eurogebiet:  
Unterschiedlicher Umgang mit Staatsbesitz  
(Research Briefing) ..... 11. Juli 2013
- ▶ Flexibilität und Rigidität:  
Ein Balanceakt im laufenden Defizitverfahren  
(Research Briefing) .....27. März 2013

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de). Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:  
Deutsche Bank Research  
Marketing  
60262 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

Schneller via E-Mail:  
[marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

© Copyright 2014. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.