

**Ergebnisse über das Finanzierungsverhalten im Mittelstand  
auf Basis einer Fragebogenuntersuchung  
mezzanine finanzierter Unternehmen**

Vom Promotionsausschuss des Fachbereichs 4: Informatik der Universität Koblenz-Landau zur Verleihung des akademischen Grades Doktor der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften (Dr. rer. pol.) genehmigte

DISSERTATION

von

Dipl. Wi.-Ing. Dipl. Kfm. Jan-Christoph Rickers

Datum der wissenschaftlichen Aussprache: 19. Juni 2015

Vorsitzender des Promotionsausschusses: Prof. Dr. Ralf Lämmel

Vorsitzende der Promotionskommission: Prof. Dr. Maria Wimmer

Erster Berichterstatter: Prof. Dr. Thomas Burkhardt

Zweite Berichterstatterin: Prof. Dr. Ursula Walther (Hochschule für  
Wirtschaft und Recht Berlin)

Veröffentlicht als Dissertation an der Universität Koblenz-Landau.

Der Mittelstand ist das Rückgrat der deutschen Wirtschaft. Um erfolgreich agieren zu können, benötigt er geeignete Finanzierung in ausreichendem Umfang. Was aber zeichnet eine geeignete Finanzierung aus Sicht des Kapitalnehmers aus? Trotz der volkswirtschaftlichen Relevanz des Themas gibt es nur wenige empirische Studien über das Finanzierungsverhalten des Mittelstandes. Für diese Arbeit wurden sämtliche deutsche, mit PREPS finanzierte Unternehmen zur Teilnahme an einer Online-Befragung eingeladen. PREPS ist eine standardisierte mezzanine Finanzierung, die großen mittelständischen, bonitätsstarken Unternehmen angeboten wurde und mehrheitlich als Wachstumsfinanzierung verwendet wurde. Die finanzierten Unternehmen sind als Forschungsgegenstand besonders interessant, weil sie innerhalb des Mittelstandes aufgrund ihrer Größe und Bonität die breiteste Auswahl bei Finanzierungsentscheidungen haben. Finanzierungsinstrumente unterscheiden sich in der Ausgestaltung von ihren Rechten und Pflichten. Je nach Ausgestaltung kann eine Finanzierung neben der offensichtlichen Liquiditätsfunktion unterschiedliche weitere Funktionen wahrnehmen wie die Transformations-, Verhaltensbeeinflussungs- oder auch die Informationsfunktion. Die Haupthypothese dieser Arbeit ist, dass sich die finanzierten Unternehmen aus unterschiedlichen Gründen für dasselbe Finanzierungsinstrument entschieden haben und dass sich die unterschiedliche Wertschätzung der verschiedenen Eigenschaften des Finanzierungsinstruments aus unternehmens- und situationsspezifischen Besonderheiten ergeben. In den einzelnen Hypothesen über konkrete Zusammenhänge zwischen spezifischen Einflussfaktoren und Wertschätzungen von Finanzierungseigenschaften werden sowohl die zentralen Aussagen aus den Kapitalstrukturtheorien als auch aktuelle empirische Erkenntnisse zum Finanzierungsverhalten aufgegriffen und detailliert untersucht. Darüber hinaus wird einigen explorativen Hypothesen nachgegangen.

“Mittelstand” businesses are the backbone of the German economy. To operate effectively, these businesses require sufficient financing provided through adequate financing instruments. Yet, which characteristics do capital seekers value in adequate financing instruments? Despite the macroeconomic relevance of the topic, only few empirical studies exist to this date, which examine the financing behaviour of “Mittelstand”. For the paper at hand, all PREPS financed German businesses were asked to fill out an online survey. PREPS is a standardized mezzanine financing instrument, which was offered to “Mittelstand” businesses with a high degree of credit worthiness - primarily to finance business growth. PREPS financed businesses are of particular interest for this research as they can choose from the greatest variety of financing options amongst their peers due to their size and credit worthiness. Financing instruments differ in terms of rights and obligations associated with them. Depending on their design, financing contracts can fulfil a variety of functions beyond the obvious supply of liquidity, such as financial transformation, influencing of behaviours, and signalling private information. The paper at hand suggests that the businesses in question selected the same financing instrument, however, for different reasons. Furthermore, the degree of appreciation for certain characteristics of the financing instrument varies with business and situation specific context. When exploring individual hypotheses on how individual factors influence this degree of appreciation for certain financing characteristics, this paper builds on core capital structure theories as well as recent empirical insights in regards to financing behaviour. In addition, the paper examines several explorative hypotheses.

# Lebenslauf

## Jan-Christoph Rickers

Almstadtstraße 11  
10119 Berlin  
rickers@uni-koblenz.de  
Geboren am 14. März 1979 in Flensburg

### AKADEMISCHER WERDEGANG

Jan. 2009 – Nov. 2015	<b>Universität Koblenz-Landau:</b> Doktorand am Institut für Management, Arbeitsgruppe Burkhardt
Okt. 2002 – Nov. 2005	<b>Technische Universität Bergakademie Freiberg:</b> Hauptstudium Wirtschaftsingenieurwesen
Okt. 2002 – Aug. 2005	<b>Technische Universität Bergakademie Freiberg:</b> Hauptstudium Betriebswirtschaftslehre
Aug. 2003 – Dez. 2003	<b>State University of New York at Stony Brook:</b> Auslandssemester in der Fakultät Mechanical Engineering
Apr. 2001 – Aug. 2003	<b>Technische Universität Bergakademie Freiberg:</b> Grundstudium Betriebswirtschaftslehre
Okt. 2000 – Sep. 2002	<b>Technische Universität Bergakademie Freiberg:</b> Grundstudium Wirtschaftsingenieurwesen

### VERÖFFENTLICHUNGEN

WALTHER, U./ RICKERS, J.-C. (2010): Finanzierungsstrategien im Mittelstand: Wachstumsfinanzierung durch standardisierte mezzanine Genussrechte - Ein Finanzierungsinstrument am Scheideweg, in: Jörn-Axel Meyer (Hrsg.): Strategien von kleinen und mittleren Unternehmen, Lohmar Köln, Josef Eul Verlag, S. 357-376.

WALTHER, U./ RICKERS, J.-C. (2010): Gibt es eine „Mezzanine-Lücke“ bei der Mittelstandsfinanzierung?, in: Aktuelle Informationen – Firmenkundengeschäft, Frankfurt School of Finance & Management, Bankakademie HfB, Band 5, S. 1 – 4, Juni 2010.

YANG, B./Rickers, J.-C./WONG, M./ZHENG, L. L. (2004): Meniscus Dynamics in Material Processing, ASME 2004 International Mechanical Engineering Congress and Exposition (Anaheim, USA), Heat Transfer, Volume 3, Paper IMECE 2004-59204, S. 363-369, 2004.

### STIPENDIEN

2003 – 2005	Konrad-Adenauer-Stiftung e.V.
2003 – 2005	e-fellows.net GmbH & Co. KG

## Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis .....	III
Tabellenverzeichnis .....	V
Abkürzungsverzeichnis.....	VI
<b>1 EINLEITUNG.....</b>	<b>2</b>
1.1 Problemstellung .....	2
1.2 Gang der Untersuchung .....	8
<b>2 FINANZIERUNGSINSTRUMENTE UND DAS MITTELSTÄNDISCHE FINANZIERUNGSUMFELD .....</b>	<b>11</b>
2.1 Finanzierungsinstrumente.....	11
2.1.1 Definition von Finanzierungstiteln.....	11
2.1.2 Übersicht der Finanzierungsarten.....	14
2.1.3 Auswahl von Finanzierungsinstrumenten.....	18
2.2 Untersuchungsgegenstand Mittelstand .....	21
2.2.1 Quantitative Definitionen .....	21
2.2.2 Qualitative Definitionen .....	23
2.2.3 Volkswirtschaftliche Bedeutung des Mittelstands.....	24
2.3 Mittelständisches Finanzierungsumfeld .....	27
<b>3 FINANZIERUNGSVERHALTEN .....</b>	<b>33</b>
3.1 Theoretische Erkenntnisse zum Finanzierungsverhalten.....	34
3.1.1 Irrelevanztheorem .....	34
3.1.2 Trade-Off-Theorie .....	34
3.1.3 Theorien basierend auf dem Agency-Modell .....	36
3.1.3.1 Konflikte zwischen Gesellschaftern und Management .....	36
3.1.3.2 Konflikte zwischen Gesellschaftern und Gläubigern .....	37
3.1.4 These des Reputationseffekts .....	38
3.1.5 Signalisierungstheorien.....	39
3.1.6 Pecking-Order-Theorie.....	41
3.1.7 Theorien basierend auf produkt- und marktspezifischen Modellen .....	42
3.1.8 Windows-of-Opportunity und Market-Timing-Modelle .....	43
3.1.9 Weitere Modelle .....	44
3.1.10 Kritische Würdigung der Theorien.....	45
3.2 Empirische Erkenntnisse zum Finanzierungsverhalten .....	46
<b>4 PROGRAMM-MEZZANINE ALS FINANZIERUNGSMITTEL .....</b>	<b>52</b>
4.1 Programm-Mezzanine und Individual-Mezzanine .....	52
4.2 Ausgestaltungsmerkmale von mezzaninem Kapital.....	53
4.3 Bilanzielle, steuerliche Sicht und Bankensicht.....	59
4.4 Prozess und Struktur einer Programm-Mezzanine-Transaktion.....	64
4.5 Der deutsche Markt für Programm-Mezzanine .....	70



---

<b>5</b>	<b>AUFSTELLUNG DER HYPOTHESEN .....</b>	<b>75</b>
5.1	Mittelbeschaffung als Funktion der Unternehmensfinanzierung.....	82
5.2	Transformation als Funktion der Unternehmensfinanzierung.....	85
5.3	Kanalisation als Funktion der Unternehmensfinanzierung .....	87
5.4	Verhaltensbeeinflussung als Funktion der Unternehmensfinanzierung .....	90
5.5	Informationsübermittlung als Funktion der Unternehmensfinanzierung.....	93
5.6	Keine aktive Funktion der Unternehmensfinanzierung .....	95
<b>6</b>	<b>EMPIRISCHE STUDIE.....</b>	<b>98</b>
6.1	Aufbau des Fragebogens.....	98
6.2	Ablauf der Datenerhebung.....	99
6.3	Vergleich mit der Grundgesamtheit.....	100
6.4	Beschreibung des Datensamples.....	105
6.4.1	Beschreibung der Unternehmen .....	105
6.4.2	Beschreibung der Finanzentscheider .....	114
6.4.3	Beschreibung der Finanzierungssituationen .....	118
6.4.4	Beschreibung der Zustimmung zu den Aussagen.....	122
6.5	Überprüfung der Hypothesen .....	125
6.5.1	Haupthypothese Mittelbeschaffung .....	128
6.5.2	Haupthypothese Transformationsfunktion .....	138
6.5.3	Haupthypothese Kanalisierungsfunktion.....	142
6.5.4	Haupthypothese Verhaltensbeeinflussungsfunktion.....	151
6.5.5	Haupthypothese Informationsübermittlungsfunktion.....	159
6.5.6	Haupthypothese: Keine aktive Funktion .....	162
6.6	Diskussion und Interpretation der Ergebnisse .....	166
<b>7</b>	<b>ZUSAMMENFASSUNG.....</b>	<b>183</b>
	<b>LITERATURVERZEICHNIS.....</b>	<b>187</b>
	<b>ANHANG.....</b>	<b>201</b>
1.	Fragebogen .....	201
1.1.	Screen Shots.....	201
1.2.	Code Book .....	216
1.3.	Datensatz.....	239
2.	Methodische Überlegungen zur Datenerhebung.....	242
2.1.	Stufen der Theoriebildung .....	242
2.2.	Datengrundlage.....	243
2.3.	Auswahl der Untersuchungsobjekte .....	244
2.4.	Datenauswertung – Auswahl des statistischen Verfahrens.....	247
3.	Struktur der PREPS 2004-2 Transaktion.....	251

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Finanzierungsarten .....	14
Abbildung 2: Risiko/Ertragsprofil von Mezzanine-Instrumenten .....	17
Abbildung 3: Volkswirtschaftliche Bedeutung der KMU in Deutschland .....	25
Abbildung 4: Entwicklung der Beschäftigtenzahlen im Inland für die Jahre 2006 bis 2008 .....	26
Abbildung 5: Kriterien für die Einstufung als wirtschaftliches Eigenkapital (Anzahl Banken) .....	63
Abbildung 6: Struktur und Prozess einer Programm-Mezzanine-Transaktion .....	64
Abbildung 7: Marktüberblick über kapitalmarktrefinanzierte Mezzanine-Verbriefungen .....	71
Abbildung 8: Funktionen der Unternehmensfinanzierung .....	78
Abbildung 9: Vergleich der Grundgesamtheit mit dem Datensample nach Rechtsformen .....	102
Abbildung 10: Vergleich der Grundgesamtheit mit dem Datensample nach Umsatzgrößen .....	103
Abbildung 11: Vergleich der Grundgesamtheit mit dem Datensample nach Bilanzsummen .....	104
Abbildung 12: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach ihrer Rechtsform .....	106
Abbildung 13: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach Ausprägung der Inhaberführung .....	106
Abbildung 14: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach Bilanzsummenklassen bei Kapitalaufnahme .....	107
Abbildung 15: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach Umsatzklassen bei Kapitalaufnahme .....	108
Abbildung 16: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach Umsatzentwicklung vor Kapitalaufnahme .....	109
Abbildung 17: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach Umsatzentwicklung nach Kapitalaufnahme .....	110
Abbildung 18: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach Umsatzentwicklung im Branchenvergleich .....	111
Abbildung 19: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach Bonitätseinschätzung der eigenen Branche .....	111
Abbildung 20: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach der eigenen Bonität im Branchenvergleich .....	112
Abbildung 21: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach Bonitätsentwicklung nach der Finanzierung .....	113
Abbildung 22: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach ihrer Position im Unternehmen .....	114
Abbildung 23: Wichtigkeit der Finanzierungsziele bei der INTES Studie .....	116
Abbildung 24: Wichtigkeit der Finanzierungsziele bei dieser Studie .....	116

---

Abbildung 25: Verhalten von Banken in Krisen .....	118
Abbildung 26: Erstansprache des finanzierten Unternehmens .....	119
Abbildung 27: Verwendungszweck der mezzaninen Finanzierung .....	120
Abbildung 28: Zustimmung zu den Aussagen A 1.1 bis A 3.3 .....	123
Abbildung 29: Zustimmung zu den Aussagen A 4.1 bis A 6.2 .....	123
Abbildung 30: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 1.1 .....	129
Abbildung 31: Auswertung der Hypothese 1 a) .....	130
Abbildung 32: Auswertung der Hypothese 1 b) .....	133
Abbildung 33: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 1.2 .....	134
Abbildung 34: Auswertung der Hypothese 1 c) .....	135
Abbildung 35: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 1.3 .....	137
Abbildung 36: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 2.1 .....	139
Abbildung 37: Auswertung der Hypothese 2 a) .....	140
Abbildung 38: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 2.2 .....	141
Abbildung 39: Auswertung der Hypothese 2 b) .....	142
Abbildung 40: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 3.1 .....	143
Abbildung 41: Auswertung der Hypothese 3 a) mit Anzahl Banken .....	144
Abbildung 42: Auswertung der Hypothese 3 a) mit Hausbank .....	145
Abbildung 43: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 3.2 .....	147
Abbildung 44: Auswertung der Hypothese 3 b) .....	148
Abbildung 45: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 3.3 .....	149
Abbildung 46: Auswertung der Hypothese 3 c) mittels der Bonitätseinschätzung .....	150
Abbildung 47: Auswertung der Hypothese 3 c) mittels der Eigenkapitalquote .....	151
Abbildung 48: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 4.1 .....	152
Abbildung 49: Auswertung der Hypothese 4 a) .....	153
Abbildung 50: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 4.2 .....	154
Abbildung 51: Auswertung der Hypothese 4 b) .....	155
Abbildung 52: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 4.3 .....	156
Abbildung 53: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 4.4 .....	157
Abbildung 54: Auswertung der Hypothese 4 d) .....	159
Abbildung 55: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 5.1 .....	160
Abbildung 56: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 5.2 .....	161
Abbildung 57: Auswertung der Hypothese 5 b) .....	161
Abbildung 58: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 6.1 .....	163
Abbildung 59: Auswertung der Hypothese 6 a) .....	164
Abbildung 60: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 6.2 .....	165
Abbildung 61: Stufen der Theoriebildung .....	242
Abbildung 62: Übersicht Skalenarten und zulässige Rechenoperationen .....	247
Abbildung 63: Struktur der PREPS 2004-2 Transaktion .....	251

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Abgrenzung der Begriffe Eigen- und Fremdkapital .....	15
Tabelle 2: KMU Schwellenwerte der EU .....	22
Tabelle 3: KMU Definition des IfM Bonn .....	22
Tabelle 4: Anlass für die Mezzanine-Aufnahme .....	49
Tabelle 5: Ziele bei der Mezzanine-Aufnahme .....	50
Tabelle 6: Vergleich Programm-Mezzanine und Individual-Mezzanine .....	53
Tabelle 7: Vergleich der Grundgesamtheit mit dem Datensample nach Rechtsformen	102
Tabelle 8: Vergleich der Grundgesamtheit mit dem Datensample nach Umsatzgrößen .....	103
Tabelle 9: Vergleich der Grundgesamtheit mit dem Datensample nach Bilanzsummen .....	104
Tabelle 10: Einflussfaktoren auf die Finanzierungsentscheidung .....	174

## Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
ABS	Asset Backed Securities
AG	Aktiengesellschaft
Bd.	Band
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CEG	Capital Efficiency Group AG
DAX	Deutscher Aktienindex
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Assetmanagement
DZ Bank	Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank
EK	Eigenkapital
ERP	European Recovery Program
et al.	et alii
EU	Europäische Union
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FK	Fremdkapital
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft
HFA	Hauptfachausschuss

---

HGB	Handelsgesetzbuch
HSH Nordbank	Hamburgisch-Schleswig-Holsteinische Nordbank
Hrsg.	Herausgeber
HVB	HypoVereinsbank, heute Teil der italienischen UniCredit Group
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer e.V.
IfM	Institut für Mittelstandsforschung
IFRS	International Financial Reporting Standards
IKB	Deutsche Industriebank
KESSt	Kapitalertragssteuer
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KMU	Kleine und mittelständische Unternehmen
LB	Landesbank
m	Millionen
MBG	Mittelständische Beteiligungsgesellschaft
Mio.	Millionen
mind.	mindestens
No.	Number
o.V.	ohne Verfasser
PREPS	PREferred Pooled Share
S.	Seite
SAP	Systemanalyse und Programmentwicklung
SME	Small and medium sized Enterprises
SPV	Special Purpose Vehicle
u.a.	unter anderem
USA	United States of America
Vgl.	Vergleiche

Vol.	Volume
wEK	wirtschaftliches Eigenkapital
WP	Wirtschaftsprüfer
z.B.	zum Beispiel
ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung

„Zu Gutenbergs Zeiten wurden Finanzmanager in der Rolle eines Tankwarts gesehen, der das betriebliche Fahrzeug mit der benötigten Liquidität versorgt. Aus heutiger Perspektive haben Finanzmanager die Tankwartsmütze mit der Chauffeursmütze vertauscht. Sie haben die Aufgabe der Steuerung und der Kontrolle des betrieblichen Wertschöpfungsprozesses übernommen und halten damit – um im Bilde zu bleiben – das Steuer in der Hand.“<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Krahen (1998), S. 4.



# 1 Einleitung

## 1.1 Problemstellung

Die Kapitalstruktur<sup>2</sup> eines Unternehmens ist das Ergebnis der in der Vergangenheit getroffenen Finanzierungsentscheidungen. Sie ist optimal wenn sie den Unternehmenswert maximiert. Vermutlich hat keine Fragestellung einen vergleichbaren Stellenwert in der Finanzierungstheorie wie die Suche nach der optimalen Kapitalstruktur. Die Verleihung des Nobelpreises an *Miller* im Jahr 2000 und die Häufigkeit mit der wesentliche Aufsätze über die Kapitalstruktur zitiert werden, belegen ihre Relevanz für die gesamten Wirtschaftswissenschaften.<sup>3</sup> Es gibt eine Vielzahl von Theorien, die den Einfluss verschiedener Faktoren auf die Verschuldung beschreiben. Trotz aller theoretischer Bemühungen ist jedoch nicht mit einer allgemein gültigen Theorie zu rechnen und so fasst *Myers* 2001 nach jahrzehntelanger Forschung seine Ergebnisse wie folgt zusammen: „There is no universal theory of debt-equity choice, and no reason to expect one.“<sup>4</sup> Auch die Erkenntnisse der empirischen Forschung lassen vermuten, dass sich das Finanzierungsverhalten von Unternehmen nicht alleine mit Hilfe der Kapitalstrukturtheorien beschreiben lässt. *Drobotz, Pensa* und *Wöhle* stellen in 2004 die Ergebnisse ihrer Untersuchung vor, für die sie deutsche, österreichische und schweizerische börsennotierte Unternehmen befragt haben, welche Faktoren ihre Finanzierungsentscheidungen beeinflussen. Ihre Ergebnisse ähneln denen einer Studie von *Graham* und *Harvey* aus dem Jahr 2001, welche für US-amerikanische Unternehmen durchgeführt wurde.<sup>5</sup> Viele Zusammenhänge, welche sich aus Theorien ableiten, erfahren eine geringe Zustimmung während praktische „Faustregeln“ deutlichen Einfluss auf Entscheidungen haben.<sup>6</sup> Wenn schon bei börsengelisteden Unternehmen Zweifel aufkommen, ob sie so handeln wie es die Theorie postuliert, so sollte dies erst recht für den volkswirtschaftlich besonders wichtigen Mittelstand gelten. Wie *Hennerkes* 2009 im Vorwort der Studie „Die volkswirtschaftliche Bedeutung der

---

<sup>2</sup> Bei der Kapitalstruktur handelt es sich um das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital. Die Kapitalstruktur wird über die Eigenkapitalquote bzw. über den Verschuldungsgrad eines Unternehmens gemessen.

<sup>3</sup> Hermanns (2006), S. 1.

<sup>4</sup> Myers (2001), S. 81.

<sup>5</sup> Graham/Harvey (2001), S. 187 – 243.

<sup>6</sup> Drobotz/Pensa/Wöhle (2006), S. 279.

Familienunternehmen“<sup>7</sup> schreibt, sind diese Unternehmen „der vorherrschende Unternehmenstyp der deutschen Unternehmenslandschaft und bilden die tragende Säule für Wachstum und Beschäftigung“.<sup>8</sup> Oft wird in der öffentlichen Diskussion die Sorge geäußert, dass mittelständische Unternehmen oder auch Familienunternehmen von einer „Kreditklemme“ und „Eigenkapitallücke“ bedroht werden.<sup>9</sup> Mehr über ihre Finanzierungsbedürfnisse und ihr Finanzierungsverhalten zu erfahren ist von hohem Wert. *Börner, Grichnik und Reize* stellen im Jahr 2010 für Finanzierungsentscheidungen mittelständischer Unternehmen fest, dass es „in Deutschland keine hinreichende empirische Evidenz gibt“.<sup>10</sup> Diese Arbeit setzt sich das Ziel, einen tieferen Einblick zu gewinnen, welche Eigenschaften eines Finanzierungsinstruments für Unternehmen wichtig sind. Damit geht diese Arbeit über die Frage nach der abstrakten Kapitalstruktur hinaus. Es wird nicht die Kapitalstruktur als Aggregat der Finanzierungsentscheidungen untersucht, sondern die Entscheidung über ein bestimmtes Finanzierungsinstrument. Um dieses Ziel zu erreichen, wurde eine Befragung von mittelständisch geprägten Unternehmen durchgeführt. Es wurden sämtliche deutschen Unternehmen zur Teilnahme an der Fragebogenuntersuchung eingeladen, welche die mezzanine Finanzierung PREPS verwendet haben. Ein Drittel der Unternehmen nahm an dieser Studie teil, so dass ein sehr genaues Bild über die finanzierten Unternehmen und ihre entscheidungsbestimmenden Gründe bei dieser Finanzierungsentscheidung gezeichnet werden kann. Die Unternehmen verbindet, dass sie sich in einem mittelständisch geprägten Finanzierungsumfeld befinden. Aufgrund ihrer im Mittelstand überdurchschnittlichen Größe und Bonität haben sie jedoch eine breitere Auswahl an Finanzierungsinstrumenten und eine größere Finanzkompetenz als kleinere Unternehmen. Diese Tatsachen machen die Unternehmen besonders interessant für eine Untersuchung des Finanzierungsverhaltens im Mittelstand.

Die Suche nach möglichen Gründen und Motiven für die Wahl eines Finanzierungsinstruments stützt sich auf einer Auswertung der theoretischen und empirischen Forschung. Die theoretische Analyse der Unternehmensfinanzierung wurde

---

<sup>7</sup> Die Begriffe Familienunternehmen, Mittelstand und KMU sind nicht deckungsgleich auch wenn sie große Überschneidungen haben. Vgl. dazu Kapitel 2.2 dieser Arbeit.

<sup>8</sup> ZEW/IfM (2009), S. 1.

<sup>9</sup> Schulte (2007), S. 1.

<sup>10</sup> Börner/Grichnik/Reize (2010), S. 232.

und wird geleitet durch die Frage nach der optimalen Kapitalstruktur. Dabei geht die Suche nach einer optimalen Kapitalstruktur ausgerechnet auf eine Arbeit zurück, die den Einfluss der Finanzierung auf den Unternehmenswert negiert: Das bahnbrechende Irrelevanztheorem von *Modigliani* und *Miller* aus dem Jahr 1958.<sup>11</sup> In den folgenden Jahrzehnten wurden zahlreiche Kapitalstrukturtheorien veröffentlicht wie die Agency-Modelle,<sup>12</sup> Reputationsmodelle,<sup>13</sup> Modelle, die auf Signalisierungseffekten von Finanzierungsentscheidungen<sup>14</sup> beruhen oder auch die Pecking-Order-Theorie.<sup>15</sup> Die Annahmen der Theorien wurden Schritt für Schritt realitätsnäher und die Modelle komplexer.

Die empirische Analyse der Unternehmensfinanzierung hat ihren Schwerpunkt auf amerikanischen Großunternehmen mit Kapitalmarktzugang. Das ist grundsätzlich nicht verwunderlich, da auch die Theorie der Unternehmensfinanzierung genau bei dieser Unternehmensgruppe ansetzte. Regelmäßig zitierte empirische Untersuchungen hinsichtlich der Kapitalstruktur börsennotierter Unternehmen sind beispielsweise von *Rajan* und *Zingales*<sup>16</sup> und *Harris* und *Raviv*<sup>17</sup> durchgeführt worden. Allerdings haben bereits *Rajan* und *Zingales* festgestellt, dass „eine vertiefte Untersuchung der US-amerikanischen und ausländischen Daten nahelegt, dass die theoretische Untermauerung der entdeckten Zusammenhänge nach wie vor mehrheitlich ungelöst ist.“<sup>18</sup> Deutlich weniger Arbeiten beschäftigen sich mit deutschen Unternehmen und noch weniger mit dem deutschen Mittelstand trotz seiner volkswirtschaftlichen Bedeutung. Wie *Krahn* feststellte, liegt im deutschsprachigen Raum ein

---

<sup>11</sup> Modigliani/Miller (1958) S. 261 ff.

<sup>12</sup> Die Agency-Modelle gehen zurück auf die Arbeit „Theory of firm: Managerial Behavior, Agency-Costs and Ownership Structure“, Jensen/Meckling (1976), S. 305 ff.

<sup>13</sup> Reputationsmodelle beruhen auf den Arbeiten „Reputation Acquisition in Debt Markets“, Diamond (1989), S. 828 ff. und „Managerial Conservatism, Project Choice, and Debt“, Hirshleifer/Thakor (1992), S. 437 ff.

<sup>14</sup> Über die Möglichkeit durch Finanzierungsentscheidungen Signale zu übermitteln, wurden die grundlegenden Arbeiten „The Determination of Financial Structure – The Incentive-Signalling Approach“ von Ross (1977), S. 23 ff. und „Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation“ von Leland/Pyle (1977), S. S. 371 ff. veröffentlicht.

<sup>15</sup> Die Pecking-Order-Theorie wurde in dem Aufsatz „Corporate Financing and Investment Decisions – When Firms have Information that Investors do not have“ von Myers/Majluf (1984), S. 187 ff. entwickelt.

<sup>16</sup> Rajan/Zingales (1995), S. 1421 ff.

<sup>17</sup> Harris/Raviv (1991), S. 321 ff.

<sup>18</sup> Rajan/Zingales (1995), S. 1458.

Missverhältnis von theoretischer und empirischer Forschung vor.<sup>19</sup> Auch *Ramb* sieht die Frage zur Finanzierungsstruktur insbesondere für nicht-börsennotierte Unternehmen empirisch nicht beantwortet.<sup>20</sup> Die große Mehrheit der empirischen Studien versucht zu klären, ob sich die Aussagen der Kapitalstrukturtheorien belegen lassen. Dazu wird fast immer die Eigenkapitalquote gemessen und es wird untersucht, ob diese wie in der Theorie postuliert von unternehmensspezifischen Merkmalen abhängt. Empirische Arbeiten haben insbesondere den Effekt der Unternehmensgröße, des Wachstums, der Anlageintensität und der Profitabilität auf die Verschuldung deutscher Unternehmen untersucht.<sup>21</sup>

Die Eigenkapitalquote als Ausdruck von Finanzierungsentscheidungen zu verwenden ist weit verbreitet. Jedoch kann nur durch das Erheben von Primärdaten die konkrete Finanzierungsentscheidung untersucht werden während über die Eigenkapitalquote nur die Summe der Finanzierungsentscheidungen gemessen werden kann. Gerade für den Mittelstand ist eine wie in dieser Arbeit durchgeführte Befragung vielversprechend. Die Eigenkapitalquote ist im Mittelstand nicht so aussagekräftig wie bei Großunternehmen. Oft haften die Gesellschafter von mittelständischen Unternehmen mit ihrem privaten Eigentum und so fällt die Eigenkapitalquote niedriger aus als es den wirtschaftlichen Verhältnissen entspricht. Außerdem wird die Eigenkapitalquote als Stichtagsgröße aufgrund ihrer Wichtigkeit im Banken-Rating bewusst beeinflusst und unterliegt saisonalen Schwankungen, so dass sie nicht ihrem unterjährigen Durchschnitt entspricht. Weiterhin lässt sich anmerken, dass das Erreichen einer bestimmten Kapitalstruktur nicht das primäre Ziel der Unternehmensfinanzierung ist, sondern nur Ausdruck der in der Vergangenheit getroffenen Finanzierungsentscheidungen ist. Problematisch ist ferner, dass mit der Eigenkapitalquote, die nur dichotom zwischen Eigen- und Fremdkapital unterscheidet, nur schwer mezzanine beziehungsweise hybride Finanzierungsinstrumente erfasst werden können.

Um zu klären, weshalb ein spezielles Finanzierungsinstrument gewählt wurde, bietet sich die Suche nach den entscheidungsrelevanten Motiven der Unternehmen an. Auf

---

<sup>19</sup> Krahen (1998), S. 23.

<sup>20</sup> Ramb (1998), S. 1.

<sup>21</sup> Hermanns (2006), S. 210.

*Breuer, Gürtler* und *Schuhmacher* geht eine Gliederungssystematik zurück, welche die verschiedenen Funktionen der Finanzierung darstellt.<sup>22</sup> Ihre Struktur basiert auf den vorhandenen Kapitalstrukturtheorien und gliedert diese nach Finanzierungsfunktionen. Die Autoren gehen davon aus, dass Finanzierung nicht nur der Mittelbeschaffung dient, sondern auch eine Transformations-,<sup>23</sup> Kanalisierungs-,<sup>24</sup> Verhaltensbeeinflussungs- und Informationsübermittlungsfunktion hat. Anhand dieser Gliederung sollen in dieser Arbeit Hypothesen über die Finanzierungsentscheidungen im deutschen Mittelstand aufgestellt werden und anschließend im empirischen Teil dieser Arbeit getestet werden. Die Beantwortung folgender Fragen steht im Vordergrund dieser Untersuchung:

- Warum haben sich Unternehmen für das konkrete Finanzierungsinstrument PREPS entschieden?
- Waren den Unternehmen dabei unterschiedliche Funktionen und Eigenschaften der Finanzierung besonders wichtig?
- Hängt die Wertschätzung einzelner Funktionen und Eigenschaften von unternehmensspezifischen Merkmalen ab?

In empirischen Studien wird meist ein breites, heterogenes Sample von Unternehmen in Teilmengen zerlegt. Die Zuordnung zu den Teilmengen erfolgt anhand von Merkmalen der Unternehmen und es wird gemessen, ob die Eigenkapitalquote in den Teilmengen unterschiedlich hoch ist. Dieses Vorgehen hat den Vorteil, dass vorhandene Datensätze verwendet werden können, weil in vielen die Eigenkapitalquote enthalten ist. Da gerade im Mittelstand die Eigenkapitalquote aus genannten Gründen mit Nachteilen behaftet ist, wird in dieser Arbeit ein methodisch anderer Weg gegangen. Es wird eine eigene Befragung durchgeführt. Für diese Untersuchung wurden nur Unternehmen berücksichtigt, bei denen ein konkretes Finanzierungsinstrument Baustein der Unternehmensfinanzierung und damit Teil der Kapitalstruktur ist und gefragt, weshalb dieses Finanzierungsinstrument gewählt wurde. Es soll untersucht werden, ob die Unternehmen unterschiedliche Funktionen desselben Finanzierungsinstruments

---

<sup>22</sup> Breuer/Gürtler/Schuhmacher (2003), S. 368 ff.

<sup>23</sup> Aus der Transformationsfunktion ergibt sich die Kapitalkostenminimierung als ein Ziel der Unternehmensfinanzierung.

<sup>24</sup> Unter Kanalisierungsfunktion wird verstanden, dass die Kapitalflüsse auf die Kapitalgeber kanalisiert werden und finanzierungsabhängige Steuern und Insolvenzkosten vermieden werden.

schätzen und ob diese unterschiedlichen Wertschätzungen von Merkmalen der Unternehmen abhängen. Zum besseren Verständnis werden beide Wege anhand eines Beispiels vorgestellt: Es wird behauptet, dass der Umfang noch für Kapitalgeber verfügbarer Sicherheiten Einfluss auf die Finanzierung eines Unternehmens hat. Wenn keine oder nur wenig verfügbare Sicherheiten vorhanden sind, werden öfter Finanzierungsinstrumente gewählt, die keine Sicherheiten erfordern. Zur Überprüfung kann in einem breiten Sample getestet werden, ob es einen Zusammenhang zwischen dem Umfang an verfügbaren Sicherheiten und der Eigenkapitalquote gibt. Es wäre zu erwarten, dass sich Unternehmen ohne umfangreiche verfügbare Sicherheiten mit überdurchschnittlich viel Eigenkapital (und Mezzanine) finanzieren, weil für solche Finanzierungsinstrumente keine Sicherheiten erforderlich sind. In dieser Studie dagegen wird ein Sample so ausgewählt, dass alle Unternehmen die Verwendung desselben Finanzierungsinstruments verbindet. Die Unternehmen werden gefragt, wie wichtig ihnen bei der Wahl dieses Finanzierungsinstruments der Umfang der erforderlichen Sicherheiten war. Es wird getestet, ob es einen Zusammenhang zwischen dem Umfang an verfügbaren Sicherheiten und ihren Aussagen über die Wichtigkeit des Umfangs der erforderlichen Sicherheiten gibt. In dieser Arbeit werden im gewählten Sample Unternehmen untersucht, die ein mezzanines Finanzierungsinstrument ohne Sicherheitenvergabe verwenden. Es wäre zu erwarten, dass Unternehmen ohne umfangreiche verfügbare Sicherheiten der Aussage stärker zustimmen, dass sie das Finanzierungsinstrument gewählt haben, weil keine Sicherheiten erforderlich waren.

Das gemeinsame Finanzierungsinstrument sollte solchen Unternehmen zur Verfügung stehen, die in ihren Finanzierungsmöglichkeiten mittelständisch sind, innerhalb des Mittelstandes jedoch über möglichst viel Auswahl und möglichst hohe Kompetenz in Finanzierungsthemen verfügen. Das Finanzierungsinstrument, welches diese Eigenschaften erfüllt und welches die in dieser Arbeit untersuchten Unternehmen verwenden, wurde unter dem Namen PREPS<sup>25</sup> vermarktet und war das erste sogenannte Programm-Mezzanine. In den Jahren 2004 bis 2007 wurde Programm-Mezzanine von verschiedenen deutschen Geschäftsbanken und internationalen Investmentbanken

---

<sup>25</sup> Die Capital Efficiency Group AG (CEG) hat mit dem Finanzierungsinstrument PREPS das erste Programm-Mezzanine für den deutschen Mittelstand angeboten. Der Verfasser dieser Arbeit war von 2005 bis 2008 Angestellter der CEG.

angeboten. Es wurden in dieser Zeit mehrere hundert mittelständische Unternehmen mit Programm-Mezzanine finanziert, so dass sich eine große Zahl möglicher Studienteilnehmer ergab. Zu der hier vorliegenden Arbeit wurden sämtliche deutsche mit PREPS finanzierte Unternehmen gebeten einen Fragebogen auszufüllen. Es handelt sich mehrheitlich um große mittelständische Unternehmen mit guter Bonität. Diese Eigenschaften machen sie für die Untersuchung besonders interessant, weil große Unternehmen über eine höhere Finanzkompetenz verfügen sollten und daher bewusster handeln als kleine Unternehmen. Außerdem stehen ihnen aufgrund ihrer Größe und ihrer Bonität mehr Finanzierungsinstrumente zur Auswahl. Dennoch sind sie insofern mittelständisch, als dass sie in der Regel keinen direkten Kapitalmarktzugang haben und sie sich so in ihren Finanzierungsmöglichkeiten von Großunternehmen unterscheiden.

Auch wenn die untersuchten Unternehmen das verwendete Finanzierungsinstrument, ihre Größe und ihre Bonität verbinden, unterscheiden sich ihre Finanzierungsanlässe, ihre Branchen und viele weitere Merkmale. Eine differenzierte Untersuchung erscheint angebracht, um Zusammenhänge zwischen Merkmalen der mittelständischen Unternehmen und ihrer Finanzierungssituation einerseits und ihren Finanzierungsentscheidung andererseits aufzudecken. Die Aussagekraft dieser Arbeit geht also über eine detaillierte Beschreibung der Mezzanine-Nutzer hinaus. Die Ergebnisse sollten sich auf Finanzierungsentscheidungen großer mittelständischer Unternehmen übertragen lassen.

## **1.2 Gang der Untersuchung**

Im zweiten Kapitel werden die Grundlagen zum Verständnis dieser Arbeit gelegt. Dazu wird zunächst erläutert, was ein Finanzierungstitel ist und wie er sich charakterisieren lässt. Im Anschluss werden die beiden dichotomen Finanzierungstitel „idealtypisches Eigenkapital“ und „idealtypisches Fremdkapital“ abgegrenzt, damit dann der Bereich zwischen ihnen näher betrachtet werden kann, in dem sich in verschiedenen Abstufungen hybride beziehungsweise mezzanine Finanzierungen befinden zu denen auch PREPS und Wettbewerber aus der Familie des Programm-Mezzanines gehören. Nach der Vorstellung der Finanzierungsinstrumente wird diskutiert, nach welchen Kriterien die Auswahl zwischen verschiedenen Finanzierungsinstrumenten erfolgen

kann. Es schließt sich eine Übersicht verschiedener Mittelstands- und KMU-Definitionen an. Zuletzt werden die Finanzierungsbesonderheiten des Mittelstands analysiert. Dabei wird ein Fokus auf die Eigenkapitalquote und das Hausbankprinzip gerichtet. Es zeigt sich, dass die Programm-Mezzanine-Nutzer zwar nach den meisten quantitativen Definitionen nicht mittelständisch sind, sich jedoch in ihren Finanzierungsmöglichkeiten von Großunternehmen unterscheiden und in dieser Hinsicht mittelständisch geprägt sind.

Im dritten Kapitel wird das für diese Arbeit relevante Wissen über das Finanzierungsverhalten von Unternehmen in Theorie und Praxis vorgestellt. In historischer Reihenfolge der Finanzierungstheorien steht das Irrelevanztheorem von *Modigliani* und *Miller* an erster Stelle, welches einen Zusammenhang zwischen der Kapitalstruktur und dem Unternehmenswert negiert.<sup>26</sup> Es folgen weitere Theorien, die inhaltlich aufeinander aufbauen und sich Schritt für Schritt in Richtung Realität bewegen, indem Restriktionen wegfallen. Sämtliche Theorien werden dahingehend untersucht, ob sie mögliche Motive für die Wahl eines Finanzierungsinstruments für die untersuchten mittelständischen Unternehmen anbieten. Danach werden den Theorien empirische Erkenntnisse gegenübergestellt. Dabei fällt auf, dass insbesondere für den deutschen Mittelstand sehr wenige Studien existieren. Vorliegende Arbeiten untersuchen zumeist nur die Eigenkapitalquote im Mittelstand, so dass bestimmte Fragestellungen nicht bearbeitet werden können.

Das vierte Kapitel befasst sich mit mezzaninen Finanzierungen, da anhand solcher Instrumente das Finanzierungsverhalten mittelständischer Unternehmen in dieser Arbeit untersucht werden soll. Dazu wird zunächst eine Unterscheidung zwischen dem seit Jahrzehnten existierenden Individual-Mezzanine und dem neueren Programm-Mezzanine vorgenommen. Es folgt eine genauere Analyse der Gestaltungsmerkmale von Programm-Mezzanine. Auch eine Bewertung aus steuerlicher, bilanzieller Sicht und aus der Perspektive von Banken darf nicht fehlen, um mögliche Motive für die Wahl des Finanzierungsinstruments aus Sicht der Kapitalnehmer zu finden. Daran schließt sich ein Abschnitt an, in dem die Struktur einer Programm-Mezzanine-

---

<sup>26</sup> Modigliani/Miller (1958) S. 261 ff.



Transaktion erläutert wird, um mögliche Interessenskonflikte und die Motivationen der beteiligten Parteien zu verstehen. Zuletzt wird die Marktentwicklung von Programm-Mezzanine in Deutschland dargestellt.

In Kapitel fünf werden basierend auf den Ergebnissen der vorherigen Kapitel die Hypothesen formuliert, die in der folgenden empirischen Untersuchung geprüft werden sollen. Die eigenen Hypothesen sind anhand der Gliederungssystematik von *Breuer*, *Gürtler* und *Schuhmacher* über die verschiedenen Funktionen der Unternehmensfinanzierung gruppiert und postulieren mehrheitlich unterschiedliche Absichten bei der Verwendung der Finanzierung für unterschiedliche Untergruppen der befragten Unternehmen. Die Wertschätzung der Finanzierungsfunktionen hängt demnach wesentlich von unternehmensspezifischen Merkmalen und der konkreten Finanzierungssituation ab.

In Kapitel sechs liegt der inhaltliche Schwerpunkt dieser Arbeit. Im ersten Teil werden der Aufbau des Fragebogens und das Vorgehen der Datenerhebung beschrieben. Mit dem Fragebogen werden zum einen Informationen über das teilnehmende Unternehmen und seine Finanzierungssituation gesammelt. Zum anderen wird abgefragt, welche Motive bei der Verwendung des Finanzierungsinstrument welche Relevanz hatten. Danach erfolgen eine Beschreibung des Datensamples hinsichtlich der Unternehmen und ihrer Finanzierungssituationen. Die Auswertung der Motive, welche bei der Entscheidung für Program-Mezzanine im Vordergrund standen, erfolgt zweistufig. Zunächst wird dargestellt, welche Motive über sämtliche Studienteilnehmer hohe und niedrige Zustimmung fanden. Danach wird untersucht, ob die Zustimmung zu den Aussagen in Abhängigkeit von Merkmalen des Unternehmens und der Finanzierungssituation steht. Als statistische Verfahren zur Auswertung der Daten werden exakte  $\chi^2$ -Tests eingesetzt.

Im letzten Kapitel dieser Arbeit werden die gewonnenen Erkenntnisse zusammengefasst und weiterer Forschungsbedarf aufgezeigt.

## 2 Finanzierungsinstrumente und das mittelständische Finanzierungsumfeld

### 2.1 Finanzierungsinstrumente

#### 2.1.1 Definition von Finanzierungstiteln

Wenn ein Unternehmen für einen bestimmten Anlass eine Finanzierung benötigt, gibt es in der Regel verschiedene Finanzierungsvarianten. Das in dieser Arbeit betrachtete PREPS ist eine Finanzierungsvariante neben vielen anderen und es lässt sich anhand bestimmter Eigenschaften charakterisieren und so auch von anderen Finanzierungsvarianten abgrenzen. Jede dieser Finanzierungsvarianten basiert auf einem charakteristischem Bündel an Rechten und auch Pflichten für Kapitalnehmer und Kapitalgeber. Dieses Bündel wird als Finanzierungstitel bezeichnet. Alternativ wird auch von einem Finanzierungsinstrument oder Finanzierungsvertrag gesprochen. Finanzierungstitel gibt es verschiedenste und sie werden bezüglich ihrer monetären Rechten und Pflichten, Gestaltungsrechte sowie Einwirkungs- und Informationsrechte und den entsprechenden Pflichten unterschieden. Welcher Finanzierungstitel von einem Unternehmen in einer konkreten Situation gewählt wird, hängt bei gegebener Auswahl von der Ausgestaltung dieser Rechte und Pflichten ab. Im Folgenden werden sie in Anlehnung an *Franke* und *Hax* vorgestellt:<sup>27</sup>

#### 1. Monetäre Rechte und Pflichten:

Für die Finanzierung des Unternehmens erwartet der Kapitalgeber, dass er zu einem späteren Zeitpunkt eine Rückzahlung erhält. Dieser Rückzahlungsanspruch kann unbedingt oder bedingt sein.

- a) Ein unbedingter Zahlungsanspruch ist ein schuldrechtlicher Anspruch, der einklagbar ist. Er ist allerdings nicht garantiert, weil der Kapitalnehmer bei Fälligkeit zahlungsunfähig sein könnte.
- b) Ein unbedingter Zahlungsanspruch ist an bestimmte Bedingungen geknüpft:

---

<sup>27</sup> Franke/Hax (1999), S. 30 ff.

- i) Die Zahlung kann von der wirtschaftlichen Lage des Emittenten abhängig sein: beispielsweise in Abhängigkeit vom Erreichen eines bestimmten Jahresüberschusses
- ii) Die Zahlung kann bei gegebener wirtschaftlicher Lage von der Entscheidung des Emittenten abhängen: beispielsweise kann dem Kapitalnehmer das Recht eingeräumt werden, dass er die Finanzierung bei günstigerer Refinanzierungsmöglichkeit vorzeitig zurückführt
- iii) Ansprüche können durch Vertragsverletzungen entstehen: beispielsweise kann es sich um Sicherheiten handeln, die bei einer Vertragsverletzung durch den Schuldner an den Gläubiger gehen

Umgekehrt kann es auch Zahlungsverpflichtungen des Kapitalgebers geben:

- a) Gegenüber dem Emittenten:

Meist wird für den Finanzierungstitel ein Kaufpreis bezahlt, der bei Erwerb sofort voll zu zahlen ist. Gelegentlich wird auch vereinbart, dass zu einem späteren Zeitpunkt (Teil-) Zahlungen fällig sind.

- b) Gegenüber Gläubigern des Emittenten:

Je nach Finanzierungstitel ist es möglich, dass die Titelinhaber einem Unternehmen Kapital zur Verfügung stellen müssen, um eine drohende Zahlungsunfähigkeit zu vermeiden.

- c) Gegenüber dem Fiskus:

Manche Zahlungen, die ein Kapitalgeber vom Kapitalnehmer erhält, sind steuerpflichtig.

## 2. Gestaltungsrechte:

Gestaltungsrechte ermöglichen es dem Titelinhaber, seine Rechte und Pflichten zu verändern. Darunter fällt unter anderem das Recht, den Titel weiter zu veräußern oder ihn zu kündigen.

- a) Veräußerungsrechte:

Ob ein Finanzierungstitel veräußerbar ist, hängt von gesetzlichen Bestimmungen und dem Finanzierungsvertrag selbst ab. Teilweise ist eine

Veräußerung ausgeschlossen oder an die Zustimmung anderer Kapitalgeber geknüpft.

b) Kündigungsrechte:

Im Gegensatz zur Veräußerung führt die Kündigung zum Erlöschen aller Rechte und Pflichten. Auch Kündigungsrechte sind abhängig von gesetzlichen und vertraglichen Bestimmungen. Ein Kündigungsrecht kann durch eine wesentliche wirtschaftliche Verschlechterung des Unternehmens, durch Zahlungsverzug oder durch Verletzung anderer Pflichten eintreten.

c) Ausübung sonstiger Optionen:

Es kann vereinbart werden, dass unter bestimmten Bedingungen eine Option ausgeübt werden kann, die zu einer Veränderung des Finanzierungstitels führt. Hierzu zählen beispielsweise Wandelschuldverschreibungen oder Optionsanleihen.

3. Einwirkungsrechte:

Einwirkungsrechte geben dem Titelinhaber die Möglichkeit auf die Geschäftsführung des Schuldners einzuwirken. *Franke* und *Hax* unterscheiden zwischen Alleinentscheidungsrechten, Mitentscheidungsrechten, Vetorechten und Anhörungsrechten.<sup>28</sup> Neben den im Finanzierungsvertrag vereinbarten Einwirkungsrechten kann es auch indirekte Einwirkungsrechte geben. So führt eine Sicherheit oder ein Grundpfandrecht dazu, dass die Geschäftsführung nicht mehr ohne Beteiligung des Kapitalgebers über die entsprechenden Positionen entscheiden kann. Die Einwirkungsrechte können sich in Abhängigkeit von der wirtschaftlichen Situation des Kapitalnehmers verändern.

4. Informationsrechte:

Einwirkungsrechte sind insbesondere dann für den Titelinhaber wertstiftend, wenn er gut informiert ist. Daher wird in einem Finanzierungsvertrag vereinbart, in welchem zeitlichen Rhythmus welche Informationen dem Kapitalgeber zur

---

<sup>28</sup> Franke/Hax (1999), S. 48.

Verfügung gestellt werden. Auch die Informationsrechte können an die wirtschaftliche Lage des Unternehmens geknüpft sein.

### 2.1.2 Übersicht der Finanzierungsarten

Finanzierungstitel werden von einem Unternehmen emittiert, wenn es externe Kapitalgeber sucht. Daneben besteht für Unternehmen auch die Möglichkeit, interne Finanzierungsquellen zu nutzen. Der Vollständigkeit halber werden beide Wege in Kürze vorgestellt. Abbildung 1 zeigt die verschiedenen Finanzierungsarten:

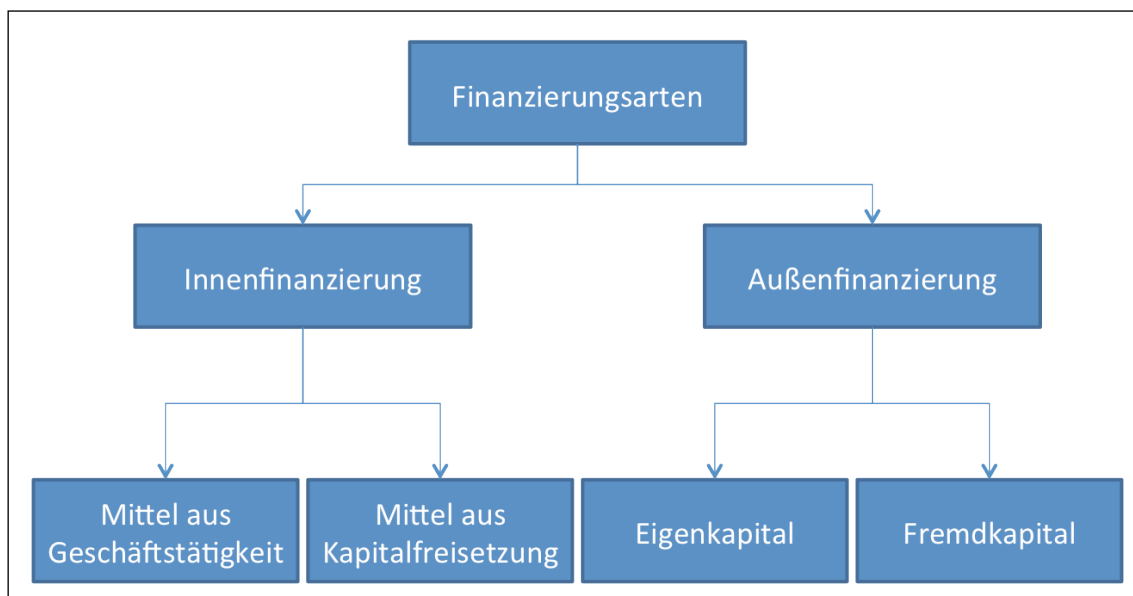


Abbildung 1: Finanzierungsarten

Bei der Innenfinanzierung wird unterschieden, ob die Mittel aus der Geschäftstätigkeit oder aus der Kapitalfreisetzung stammen, beziehungsweise, ob sie aus dem Umsatzprozess oder aus der Vermögensumschichtung stammen. *Süchting* unterscheidet im ersten Fall zwischen einbehaltenem Gewinn, Abschreibungen und Dotierungen über Rückstellungen. Im zweiten Fall unterscheidet er zwischen Rationalisierungen, Desinvestition und Sale-and-Lease-Back Transaktionen.<sup>29</sup>

<sup>29</sup> Süchting (1995), S. 22.

Bei der Außenfinanzierung kommt der Mittelzufluss nicht aus dem Unternehmen sondern von einem externen Kapitalgeber. Zwischen dem außenstehenden Kapitalgeber und dem Unternehmen als Kapitalnehmer werden in einem Finanzierungsvertrag Rechte und Pflichten der Vertragsparteien festgehalten, wie sie zu Beginn dieses Kapitels vorgestellt wurden. Je nach Ausgestaltung des Vertrages wird zwischen Eigen- und Fremdkapital beziehungsweise zwischen Beteiligungstiteln und Forderungstiteln unterschieden. Die beiden Finanzierungstitel unterscheiden sich fundamental und bilden Gegensätze mit den in Tabelle 1 dargestellten Eigenschaften:

	<b>Eigenkapital</b>	<b>Fremdkapital</b>
<b>Ertragsanteil</b>	Volle Teilhabe an Gewinn und Verlust	Fester Zinsanspruch
<b>Vermögensanspruch</b>	Quotal, sofern Liquidationserlös > Schulden	Nominal und bevorrechtigt
<b>Haftung</b>	Mindestens in Höhe der Einlage	Keine Haftung aber Kreditrisiko
<b>Unternehmensleitung</b>	Berechtigt	Faktisch ausgeschlossen
<b>Zeitliche Verfügbarkeit</b>	Unbefristet	Befristet
<b>Steuerliche Belastung</b>	Gewinn wird versteuert	Zinsen bei Kreditnehmer als Aufwand absetzbar

Tabelle 1: Abgrenzung der Begriffe Eigen- und Fremdkapital<sup>30</sup>

Zwischen idealtypischen Eigen- und Fremdkapital existieren weitere Finanzierungsinstrumente. So gibt es neben der Stammaktie mit Stimmrecht auch die Vorzugsaktie ohne Stimmrecht und neben dem vorrangigen, besicherten, kurzfristigen Bankkredit gibt es die nachrangige, unbesicherte, langfristige Anleihe. Und noch etwas mittiger zwischen Eigen- und Fremdkapital gibt es die Klasse der mezzaninen Finanzierungsinstrumente. Das Wort Mezzanine stammt vom italienischen Wort

<sup>30</sup> Tabelle übernommen aus Steiner/Schiffel (2006), S. 5.

„mezzanino“ ab, welches das Zwischengeschoss bezeichnet. Und genau dies ist auch die Bedeutung des Wortes Mezzanine in der Finanzierungswelt. Mezzanine bezeichnet die Kapitalform zwischen Eigen- und dem Fremdkapital. Mezzanine hat somit Eigenschaften von beiden Kapitalformen und befindet sich zwischen den beiden idealtypischen Ausprägungen.

Auch wenn es weder eine juristische noch eine ökonomische Definition des Begriffs Mezzanine gibt<sup>31</sup>, so gibt es doch eine Reihe an kumulativen Merkmalen, die ein mezzaniner Finanzierungstitel vereinen muss:

- Nachrangigkeit gegenüber Fremdkapitalgebern
- Vorrangigkeit gegenüber Eigenkapitalgebern
- Mittel- bis langfristige Kapitalüberlassung (mind. 5 Jahre)
- Gewinnabhängige Vergütungsstruktur

Eine andere Beschreibung liefern *de Ruijter Korver* und *Ongena*, die Mezzanine aus Sicht des Kapitalgebers als ein Instrument bezeichnen, das eine eigenkapitaltypische Risikoentlohnung mit fremdkapitaltypischen Schutzmechanismen verknüpft.<sup>32</sup>

So wie es schwierig ist, Mezzanine so zu definieren, dass es alle Instrumente umfasst, aber gleichzeitig aussagekräftig bleibt, so ist es auch schwierig, die verschiedenen Instrumente zu klassifizieren. Gerne wird wie in Abbildung 2 eine Klassifizierung anhand des Risiko-/Ertragsprofils vorgenommen. Andere unterscheiden wie bei Eigen- und Fremdkapital zwischen öffentlich und privat platziertem Mezzanine.<sup>33</sup>

---

<sup>31</sup> Piaskowski/Kaczmarczyk (2008), S. 5.

<sup>32</sup> De Ruijter Korver/Ongena (2008), S. 1613.

<sup>33</sup> Hinz (2006), S. 39.

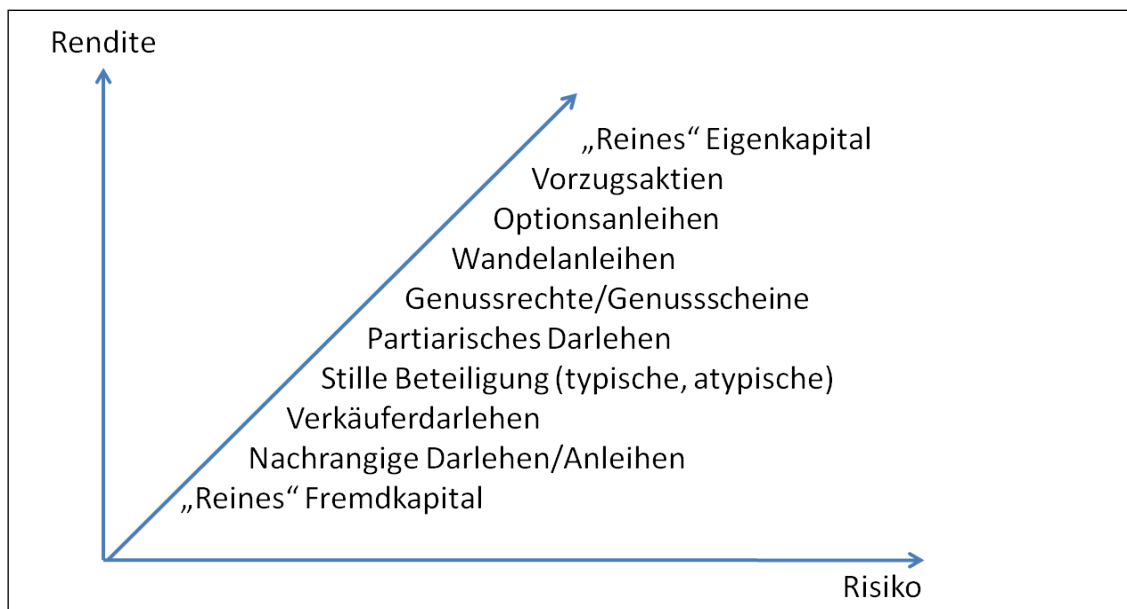


Abbildung 2: Risiko/Ertragsprofil von Mezzanine-Instrumenten<sup>34</sup>

Problematisch an der Klassifizierung anhand des Risiko/Ertragsprofils ist die Tatsache, dass beispielsweise Genussrechte wiederum flexibel ausgestaltet werden können.<sup>35</sup> So kann es voll an Verlusten und Gewinnen partizipieren und damit sehr eigenkapitalnah sein. Umgekehrt kann es auch ohne Verlustbeteiligung, mit fester Verzinsung und einer nur unter unrealistischen Bedingungen hinzukommenden gewinnabhängigen Verzinsung konstruiert werden. Dann unterscheidet sich das Genussrecht nur noch anhand der Bezeichnung vom Nachrangdarlehen.

Da Mezzanine weder Eigen- noch Fremdkapital eindeutig zuzuordnen ist, führt seine Verwendung zu einer Unschärfe bei Arbeiten, die das Finanzierungsverhalten anhand der Eigenkapitalquote untersuchen.

<sup>34</sup> Grafik übernommen aus Rudolph (2004), S. 13.

<sup>35</sup> Eine gesetzliche Definition von Genussrechten und Genussscheinen existiert im deutschen Recht nicht und das ist auch beabsichtigt, weil die flexiblen Nutzungsmöglichkeiten nicht eingeschränkt werden sollen, Angerer (1992), S. 3.



### 2.1.3 Auswahl von Finanzierungsinstrumenten

Wie in diesem Kapitel ausgeführt wurde, existieren verschiedenste Finanzierungsinstrumente. In Bezug auf ihre monetären Rechte, ihre Gestaltungs-, Einwirkungs- und Informationsrechte sowie die dazugehörigen Pflichten unterscheiden sie sich voneinander. Es stellt sich daher die Frage, nach welchen Kriterien Unternehmen bei einem konkreten Finanzierungsanlass entscheiden, wenn sie unter mehreren Optionen auswählen können.

Die Entscheidung ist abhängig von der Finanzierungssituation und Strategie des Unternehmens. *Gerke* und *Bank* nennen als Primärziele der Finanzierung von Unternehmen die Vermögensmaximierung und die Liquiditätssicherung. Offensichtlich stehen sie konkurrierend zueinander, wobei Liquiditätssicherung ein „unbedingtes Begleitziel“ zur Vermögenswertmaximierung ist.<sup>36</sup> Neben den Primärzielen existieren auch Sekundärziele. So sollten Risiken reduziert werden und die unternehmerische Freiheit erhalten werden.<sup>37</sup> Beispielsweise sind aus Unternehmenssicht umfangreiche Einwirkungsrechte der Kapitalgeber unerwünscht.

Neben den Primär- und Sekundärzielen der Finanzierung kann auch nach Funktionen der Finanzierung differenziert werden. Im Folgenden wird die Gliederungssystematik nach *Breuer*, *Gürtler* und *Schuhmacher* vorgestellt. Sie nimmt einen besonderen Stellenwert ein, weil anhand dieser Systematik auch die Hypothesen dieser Arbeit gegliedert werden. Die Systematik sortiert die bekannten Kapitalstrukturtheorien, wie sie in Kapitel 3 dieser Arbeit vorgestellt werden, funktional.

#### 1. Mittelbeschaffung:

Die Mittelbeschaffung ist die originäre Funktion der Unternehmensfinanzierung und ein Primärziel nach *Gerke* und *Bank*. In manchen Situationen steht die Mittelbeschaffung im Vordergrund, weil es keine alternativen Finanzierungsmöglichkeiten für ein Unternehmen oder einen Finanzierungsanlass gibt. Die Sicherstellung der notwendigen Liquidität ist Voraussetzung für die folgenden

---

<sup>36</sup> Gerke/Bank (1998), S. 21.

<sup>37</sup> Gerke/Bank (1998), S. 22.

Funktionen der Unternehmensfinanzierung. Auch PREPS könnte von manchen Unternehmen verwendet worden sein, weil es keine Finanzierungsalternativen gab.

## 2. Transformation:

Unter Transformationsfunktion wird verstanden, dass bei der Unternehmensfinanzierung „den Zeit- und Risikopräferenzen sowie den Vermögensverhältnissen aller Kapitalgeber bestmöglich entsprochen wird“.<sup>38</sup> Das bedeutet, dass die Finanzierung über verschiedene Finanzierungstitel dargestellt wird, die sich in Laufzeit, Risiko und Losgröße unterscheiden. Aus der Transformationsfunktion ergibt sich die „Kapitalkostenminimierung als sinnvolle unternehmerische Zielsetzung beim Treffen von Finanzentscheidungen“.<sup>39</sup> Die Kostenminimierung ergibt sich jedoch nur unter der Annahme, dass es einen verschuldungsgradabhängigen Verlauf der Kapitalkosten gibt. Auch PREPS würde dann verwendet werden, wenn es Finanzierungskosten senkt.

## 3. Kanalisierung:

Im Vordergrund der Kanalisierungsfunktion steht das Vermeiden finanzierungsabhängiger Steuern und Insolvenzkosten.<sup>40</sup> Mittelabflüsse an Parteien, die nicht Kapitalgeber sind, vermindern den Unternehmenswert. Finanzierung hat Einfluss auf die Insolvenzwahrscheinlichkeit und damit auf direkten und indirekten Insolvenzkosten. Darüber hinaus hat Finanzierung einen Einfluss auf die Höhe der Steuern. Falls PREPS dazu beiträgt, Kapitalflüsse auf die Kapitalgeber zu kanalisieren, spräche das für seine Verwendung.

## 4. Verhaltensbeeinflussung:

Auch eine Verhaltensbeeinflussung lässt sich durch die Wahl von Finanzierungstiteln erzielen. Verhaltensbeeinflussung der ersten Art setzt

---

<sup>38</sup> Breuer/Gürtler/Schuhmacher (2003), S. 370.

<sup>39</sup> Breuer (2008), S. 66 ff.

<sup>40</sup> Breuer (2008), S. 123 ff.

voraus, dass das Management eigene Interessen verfolgt, die nicht deckungsgleich mit denen der Kapitalgeber sind. Durch die Unternehmensfinanzierung soll das Verhalten der Manager beeinflusst werden.<sup>41</sup> Verhaltensbeeinflussung der zweiten Art liegt vor, wenn Unternehmen sich durch Finanzierungsentscheidungen gegenüber Wettbewerbern an ein bestimmtes Verhalten binden.<sup>42</sup> Verhaltensbeeinflussung der dritten Art meint die zustandsabhängige Allokation von Verfügungsrechten durch Finanzierungsverträge.<sup>43</sup> Sofern PREPS zu einer wünschenswerten Verhaltensbeeinflussung beiträgt, würden sich daraus Motive zur Verwendung ergeben.

#### 5. Informationsübermittlung:

Die Informationsübermittlung als Funktion der Unternehmensfinanzierung beruht auf der Annahme, dass externe Kapitalgeber schlechter informiert sind als das Management. Durch sichtbare Finanzierungsentscheidungen hat das Management die Möglichkeit Informationen an Externe zu senden.<sup>44</sup> Durch das Senden positiver Informationen versucht das Unternehmen die Finanzierungskosten zu minimieren. Auch mit PREPS könnten positive Informationen an Externe gesendet werden.

Je nach Finanzierungsanlass und Situation des Unternehmens haben die Funktionen der Finanzierung eine unterschiedliche Wichtigkeit. Auf Basis der Präferenzen kann eine Entscheidung getroffen werden.

---

<sup>41</sup> Breuer (2008), S. 195 ff.

<sup>42</sup> Breuer (2008), S. 245 ff.

<sup>43</sup> Breuer (2008), S. 263 ff.

<sup>44</sup> Breuer (2008), S. 157 ff.

## 2.2 Untersuchungsgegenstand Mittelstand

Das in dieser Arbeit untersuchte Finanzierungsinstrument PREPS wird in der Öffentlichkeit als Instrument der Mittelstandsfinanzierung bezeichnet.<sup>45</sup> Teilweise werden die Mezzanine-Programme auch als Finanzierungsinstrumente für KMU betrachtet.<sup>46</sup> Die parallele Verwendung der Begriffe KMU, Familienunternehmen und Mittelstand ist allgemein weit verbreitet<sup>47</sup> auch wenn es sich nicht um Synonyme handelt.<sup>48</sup> Familienunternehmen und Mittelstand sind eher qualitativ definiert während KMU quantitativ definiert sind. Den Begriffen gemein ist ihre Abgrenzung von Großunternehmen. Im Folgenden wird kurz gezeigt, welche höchst unterschiedlichen Definitionen es gibt. So fängt beispielsweise für *FitchRatings* der Mittelstand dort an wo die Europäische Union bereits von Großunternehmen spricht. Auch die mit PREPS finanzierten Unternehmen liegen von ihrem Umsatz her meist nach EU Definition im Bereich der Großunternehmen. Trotzdem werden sie zu Recht als Mittelstand, wenn auch nicht als KMU, bezeichnet, da sie in ihren Finanzierungsmöglichkeiten im Gegensatz zu Großunternehmen eingeschränkt sind, wie das Kapitel 2.3 zeigen wird.

### 2.2.1 Quantitative Definitionen

Die sicher wichtigste quantitative Definition stammt von der EU-Kommission. Durch sie wird der Begriff KMU eindeutig bestimmt, so dass transparent Fördermittel vergeben werden können. Nach der neuen Richtlinie der *Europäischen Kommission*, welche am 1. Januar 2005 in Kraft trat, werden Mittelständler nach quantitativen Größen in kleinste, kleine und mittlere Unternehmen (KMU) unterteilt:

---

<sup>45</sup> So z.B. Göbel in der Wirtschaftswoche vom 7.5.2007.

<sup>46</sup> So z.B. Lussi (2009), dessen Veröffentlichung „Kapitalmarktbasierende innovative Finanzinstrumente für den Mittelstand“ den Untertitel „Wie KMU dank dem Instrument der Verbriefung von den Vorzügen des Kapitalmarktes profitieren können“ trägt.

<sup>47</sup> So z.B. Khadjavi (2005), S. 52.

<sup>48</sup> Becker/Staffel/Ulrich (2008), S. 5.

Unternehmensgröße	Mitarbeiter	und	Umsatz	oder	Bilanzsumme
kleinste Unternehmen	< 10		< 2 m €		< 2 m €
kleine Unternehmen	< 50		<10 m €		< 10 m €
mittlere Unternehmen	< 250		< 50 m €		< 43 m €

Tabelle 2: KMU Schwellenwerte der EU<sup>49</sup>

Zusätzlich muss ein KMU nach EU-Definition weitestgehend unabhängig sein. Das heißt, dass kein anderes Unternehmen mehr als 25% an dem Unternehmen besitzen darf, wenn es unter die KMU-Kriterien fallen soll.

Eine weitere quantitative und von den Schwellenwerten her recht ähnliche Definition des KMU-Begriffs stammt vom Institut für Mittelstandsforschung aus Bonn und ist seit dem 1. Januar 2002 gültig.

Unternehmensgröße	Mitarbeiter	Umsatz
Klein	< 10	< 1 m €
Mittel	10 - 500	1 - 50 m €
Mittelstand (KMU) zusammen	< 500	< 50 m €

Tabelle 3: KMU Definition des IfM Bonn<sup>50</sup>

In Deutschland gibt es neben den bisher vorgestellten KMU-Definitionen noch weitere quantitative Definitionen, die sich allerdings auf den Mittelstand beziehen. Sie berücksichtigen auch deutlich umsatzstärkere Unternehmen. Die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)<sup>51</sup> und auch die Deutsche Industriebank (IKB)<sup>52</sup> dagegen erweitern den Mittelstand bis hin zu 500 Millionen Euro Jahresumsatz. Damit sind sie nicht alleine. Auch die Bankenaufsichtsbehörde definiert den Mittelstand bis zu 500 Millionen Euro Umsatz beziehungsweise bis zu 500 Millionen Euro Bilanzsumme.<sup>53</sup>

<sup>49</sup> Die Kommission der Europäischen Gemeinschaften (2003), Titel II, Artikel 7.

<sup>50</sup> Günterberg/Kaiser (2004), S. 3.

<sup>51</sup> KfW (2006), S. 5.

<sup>52</sup> Goeke (2008), S. 11.

<sup>53</sup> Sanio (2002), S. 13.

Das Softwareunternehmen SAP hat die mittelständische Zielgruppe ebenfalls so begrenzt, dass Unternehmen bis 500 Millionen Euro Umsatz angesprochen werden.<sup>54</sup>

### 2.2.2 Qualitative Definitionen

Für öffentliche Förderungen und amtliche Statistiken ist eine quantitative Definition notwendig, damit klar abgegrenzt und objektiv nachvollziehbar entschieden werden kann. Die Begriffe Mittelstand und Familienunternehmen haben jedoch auch eine qualitative Komponente und lassen sich nicht ausschließlich an Umsatz- und Mitarbeiterzahlen fest machen. Deshalb werden mittelständische Unternehmen auch qualitativ von Großunternehmen abgegrenzt.

Verschiedene Akteure der Finanzwelt haben sich Gedanken über die Definition des Mittelstandes gemacht. So wird bei der Ratingagentur *FitchRatings* in ihrer regelmäßig zitierten Veröffentlichung „Who will finance the Mittelstand?“ Mittelstand wie folgt definiert:

- Konzentrierter Familienbesitz
- Wunsch, Informationen vertraulich zu behandeln
- Keine Einflussnahme externer Parteien auf Entscheidungen
- Wunsch nach Steuereffizienz

Neben dieser rein qualitativen Beschreibung wird zusätzlich ein Mindestumsatz von 50 Millionen Euro gefordert, um die adressierten Unternehmen identifizieren zu können.<sup>55</sup>

In die Klassifizierung von *FitchRatings* fallen auch die meisten Programm-Mezzanine-Nutzer und so sprechen auch die an den PREPS-Transaktionen beteiligten Parteien von Mittelstandsfinanzierung.<sup>56</sup> Zumindest bei den ersten Transaktionen wurden nur

---

<sup>54</sup> Koenen (2007), S. 15.

<sup>55</sup> Eyerman et al. (2005), S. 4.

<sup>56</sup> So z.B. Heinke (2006), S. 103 ff., Manager der HVB, in seinem Beitrag „Mezzanine Kapitalmarktfinanzierung für den Mittelstand am Beispiel PREPS“.

Unternehmen finanziert, die mindestens 50 Millionen Euro Jahresumsatz erwirtschaften. Bei späteren Transaktionen wurden Unternehmen ab 20 Millionen Euro Umsatz finanziert, sofern sie in sehr wertschöpfungstiefen Branchen tätig waren und somit in ihren Strukturen umsatzstärkeren Unternehmen entsprachen. Wie die Auswertungen in Kapitel 6.4.1 zeigen, ist bei der großen Mehrheit der mit PREPS finanzierten Unternehmen der Einfluss der Gesellschafter auf die Geschäftsführung stark ausgeprägt und der Umgang mit Informationen restriktiv.

### **2.2.3 Volkswirtschaftliche Bedeutung des Mittelstands**

Deutlich bestätigt die Abbildung 3 die Wichtigkeit mittelständischer Unternehmen für die deutsche Volkswirtschaft. Dabei fand die Unterscheidung zwischen KMU und Großunternehmen nach den Kriterien des Instituts für Mittelstandsforschung (IfM) statt. Der Anteil mittelständischer Unternehmen an den fünf Kennzahlen wäre noch höher ausgefallen, wenn sämtliche mittelständischen Unternehmen nach der Definition von *FitchRatings* berücksichtigt worden wären.

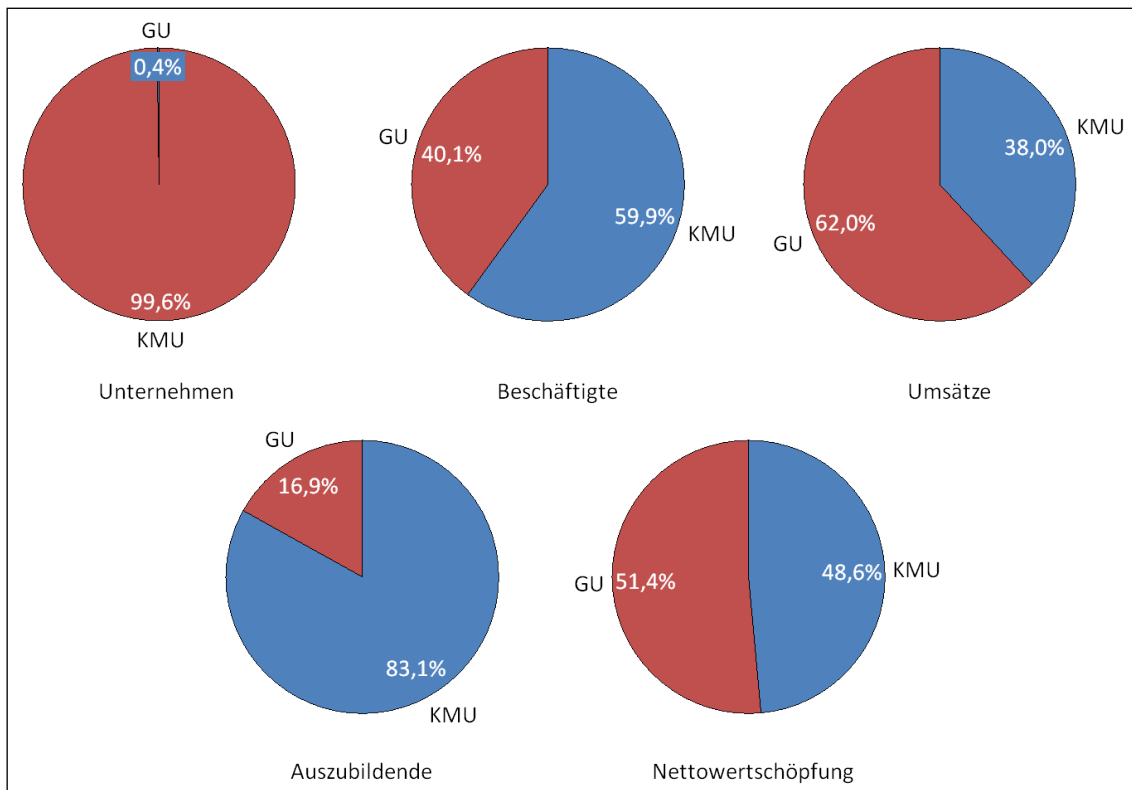


Abbildung 3: Volkswirtschaftliche Bedeutung der KMU in Deutschland<sup>57</sup>

Noch wichtiger als die Erkenntnis, dass knapp 60 Prozent der Beschäftigten im Mittelstand arbeiten, ist die Analyse der Beschäftigungsveränderung nach der Unternehmensgröße. Arbeitsplätze wurden nicht von den kleinen Mittelständlern sondern gegen die üblichen Annahmen von den großen Mittelständlern mit über 50 Beschäftigten geschaffen.<sup>58</sup>

Die Wichtigkeit großer mittelständischer Unternehmen für die Beschäftigung untermauert eine Studie, welche vom IfM zusammen mit dem Zentrum für europäische Wirtschaftsforschung im Auftrag der Stiftung Familienunternehmen durchgeführt wurde. Es wird die Beschäftigungsentwicklung von den 500 größten Familienunternehmen (Top 500) mit der Beschäftigungsentwicklung von den 26 nicht-Familien-geführten DAX 30-Unternehmen (DAX 26) verglichen. Im Zeitraum von 2005 bis 2008 wurden weltweit circa 500.000 neue Arbeitsplätze durch die Familienunternehmen geschaffen während die DAX-Unternehmen nur circa 68.000

<sup>57</sup> Unternehmensbestand 2010 auf Basis der Zahlen des Unternehmensregisters 2008 gemäß IfM Bonn.

<sup>58</sup> Goeke (2008), S. 14.



Arbeitsplätze schaffen konnten. Noch wichtiger ist die inländische Entwicklung, wie sie in Abbildung 4 zu sehen ist. Die Familienunternehmen haben in den Jahren 2006 bis 2008 die Zahl ihrer Beschäftigten in Deutschland um fünf Prozent auf 2,2 Millionen erhöht während die DAX-Unternehmen im selben Zeitraum sieben Prozent ihrer Beschäftigten entlassen haben und im Jahr 2008 nur noch 1,4 Millionen inländische Beschäftigte auswiesen.

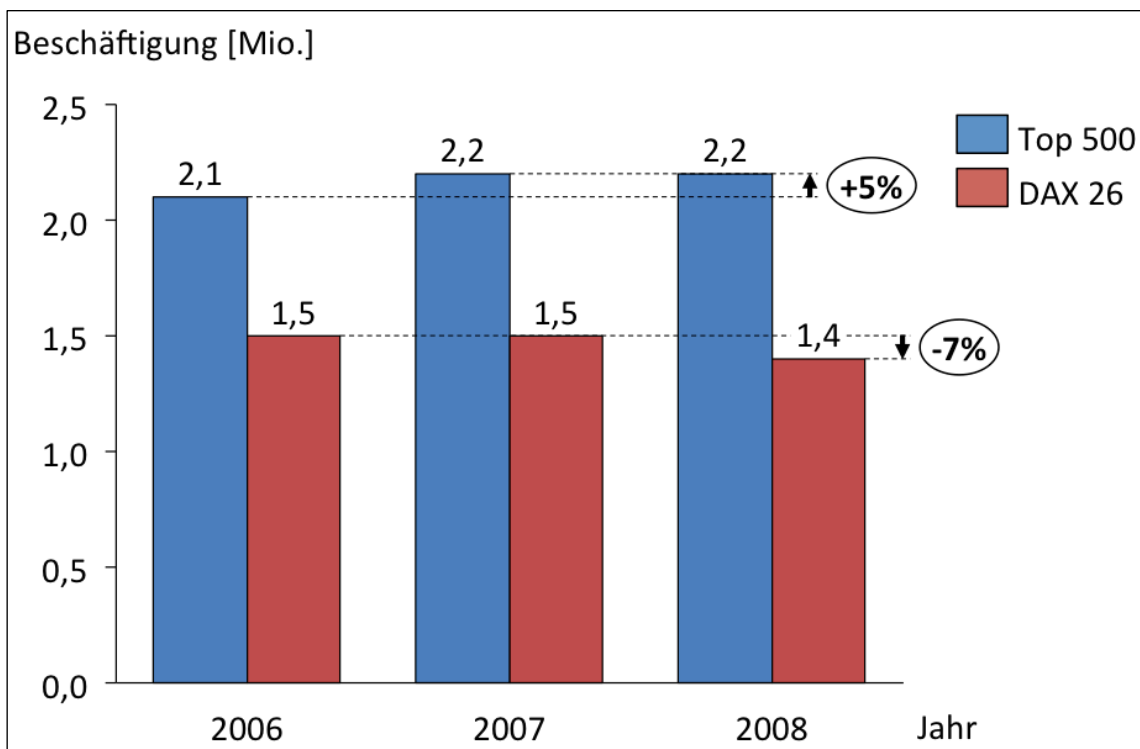


Abbildung 4: Entwicklung der Beschäftigtenzahlen im Inland für die Jahre 2006 bis 2008<sup>59</sup>

Wenn also große mittelständische Unternehmen an sich schon die volkswirtschaftlich wichtigsten Unternehmen sind, dann sind aus dieser Gruppe die wachsenden, innovativen Unternehmen noch wichtiger. Genau solche Unternehmen machten die Zielgruppe für Programm-Mezzanine aus. Wie sich im folgenden Kapitel 2.3 zeigen wird, ist das deutsche Hausbanksystem zwar für die Finanzierung des Mittelstandes grundsätzlich gut geeignet, allerdings nur mit Einschränkungen für die Finanzierung von Innovation. Insofern kann jetzt schon die Vermutung geäußert werden, dass mit

<sup>59</sup> Grafik übernommen aus Stiftung Familienunternehmen (2009), S. 43.

PREPS und vergleichbaren Finanzierungsinstrumenten die volkswirtschaftlich wichtigsten Unternehmen finanziert wurden.

### 2.3 Mittelständisches Finanzierungsumfeld

Nachdem Finanzierungsinstrumente und Mittelstandsbegriffe vorgestellt wurden, kann im Folgenden auf das mittelständische Finanzierungsumfeld eingegangen werden. Die Finanzierungssituation des Mittelstands unterscheidet sich maßgeblich von der eines Großunternehmens und das auch oberhalb der 50 Millionen Euro Umsatzgrenze der EU Definition.

Nach *Dufey* und *Hommel* handelt es sich insbesondere um folgende Unterschiede.<sup>60</sup>

- Der Mittelstand hat üblicherweise keinen Zugang zum Eigenkapitalmarkt und wenn dann zu deutlich höheren Transaktionskosten und mit deutlich weniger Liquidität.
- Die mittelständischen Unternehmen haben keinen Zugang zu einem Fremdkapitalmarkt und daher höhere Fremdkapitalzinsen, weil sie über Intermediäre finanziert werden.
- Der Mittelstand ist weniger international aufgestellt und kann nur zu höheren Transaktionskosten den Standort in steuerlich vorteilhafte Jurisdiktionen verschieben.
- Die Eigentümer von mittelständischen Unternehmen haben ein weniger diversifiziertes Portfolio und entscheiden daher risikoaverser als es die Aktionäre von Großunternehmen tun.
- Entscheidungen im Mittelstand sind stark von dem Wunsch der Eigentümer geprägt, die Kontrolle über das Unternehmen zu behalten. Die Eigentümer sind nicht mobil und unwillig, externes Eigenkapital aufzunehmen, selbst wenn es den Firmenwert steigern würde.

---

<sup>60</sup> Dufey/Hommel (1999), S. 185 ff.

- Nachfolgeprobleme verursachen Konflikte im Spannungsfeld zwischen der Gefahr des Kapitalverzehr und der Sicherstellung der Kontrolle der Familie über das Unternehmen.
- Die Kosten, welche bei Krisen entstehen, sind höher als bei Großunternehmen.

Insbesondere aufgrund der ersten beiden der genannten Besonderheiten steht dem Mittelstand nicht die gesamte Auswahl der Finanzierungsinstrumente zur Verfügung. Mittelständische Unternehmen haben üblicher Weise keinen Zugang zum organisierten Kapitalmarkt, weil „hohe Fixkosten die Emission von Wertpapieren bei einem vergleichsweise geringen Finanzierungsbedarf untragbar machen“.<sup>61</sup>

Des Weiteren fällt auf, dass die Eigenkapitalquote im Mittelstand niedriger ist als bei Großunternehmen. Sie liegt für den Mittelstand abhängig von der Datenbasis und verschiedenen Annahmen bei circa 20 Prozent, während sie bei Großunternehmen deutlich höher liegt.<sup>62</sup> Dazu ist jedoch kritisch anzumerken, dass die Messung der Eigenkapitalquote auf Stichtagsdaten beruht, die Daten oft nicht aktuell sind,<sup>63</sup> der Untersuchungsgegenstand Mittelstand sehr unterschiedlich definiert wird und die Eigenkapitalquote im Mittelstand aufgrund der oft persönlichen Haftung der Unternehmer faktisch höher ausfällt als sie in der Bilanz gemessen wird.<sup>64</sup>

Die niedrige Eigenkapitalquote im Mittelstand wird oft als große Gefahr ausgemacht und die mezzanine Finanzierung wurde gerne als Mittel zur Verbesserung der Eigenkapitalquote gesehen. Zudem steht die Eigenkapitalquote bei den meisten empirischen Arbeiten zum Finanzierungsverhalten<sup>65</sup> im Mittelpunkt und ist auch deswegen eine detaillierte Betrachtung wert.

---

<sup>61</sup> Börner/Grichnik/Reize (2010), S. 230.

<sup>62</sup> Adenäuer/Haunschild (2008), S. 4 ff.

<sup>63</sup> Adenäuer/Haunschild (2008), S. 16.

<sup>64</sup> Adenäuer/Haunschild (2008), S. 18.

<sup>65</sup> Das liegt daran, dass in den Kapitalstrukturtheorien, auf die sich die meisten empirischen Arbeiten beziehen, die Eigenkapitalquote als Maß für die Kapitalstruktur beziehungsweise Verschuldung verwendet wird.

Es lassen sich drei Ursachen für die niedrige Eigenkapitalquote des deutschen Mittelstands ausmachen:

1. Historisch bedingte Gründe:

Nach der Kapitulation Deutschlands im zweiten Weltkrieg wurde von den USA das European Recovery Program (ERP)<sup>66</sup> gestartet, besser bekannt unter dem Namen Marshall Plan. Im Zeitraum von 1948 bis 1952 wurden umfangreiche Mittel für Kredite, Rohstoffe, Lebensmittel und Waren für das kriegsgeschädigte Westeuropa bereit gestellt. So erhielten deutsche Unternehmen sehr zinsgünstige Kredite<sup>67</sup> und finanzierten sich deshalb weniger mit Eigenmitteln. *Leopold* und *Frommann* sehen weitere historische Gründe für die beim deutschen Mittelstand niedrige Eigenkapitalquote im schnellen Wirtschaftswachstum nach Beendigung des zweiten Weltkrieges, den relativ niedrigen Gewinnen, relativ hohen Steuern und rapide steigenden Personalkosten, so dass im Ergebnis eine Wachstumsfinanzierung nur fremdfinanziert möglich war.<sup>68</sup> Auch wird von *Koss*<sup>69</sup> oder auch *Köster*<sup>70</sup> der fehlende steuerliche Anreiz zur Gewinnthesaurierung zu den historisch jüngeren Ursachen gezählt.

2. Gründe aus dem deutscher Finanzsektor:

*Audretsch* und *Elston* sehen in dem breiten Angebot staatlicher Förderinstitutionen einen Grund für die hohe Fremdfinanzierungsquote im deutschen Mittelstand.<sup>71</sup> Eine weitere Besonderheit der deutschen Bankenlandschaft mag auch zur hohen Verschuldung beitragen: In kaum einem Land ist der Markt der Kapitalgeber so atomistisch strukturiert wie in Deutschland. Die Vielzahl an Kreditinstituten führt zu einem schon ungesunden

---

<sup>66</sup> Für die Verteilung der ERP-Mittel wurde 1948 die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) gegründet. Ab den 60er Jahren wurden subventionierte Förderkredite von der KfW an Kapitalbeteiligungsgesellschaften vergeben, die damit das Eigenkapital von KMU stärken sollten.

<sup>67</sup> Koss (2006), S. 93.

<sup>68</sup> Leopold/Frommann (1998), S. 11.

<sup>69</sup> So war bis 2001 die Körperschaftssteuer auf ausgeschüttete Gewinne relativ niedrig.

<sup>70</sup> Köster (2003), S. 9.

<sup>71</sup> Audretsch/Elston (1997), S. 104 f.

Wettbewerb,<sup>72</sup> der sich in sehr niedrigen Zinsmargen ausdrückt, so dass aufgrund der für den Kapitalnehmer niedrigen Zinskosten die Verschuldung höher ausfällt, als sie es bei weniger Wettbewerb im Bankensektor möglicherweise täte.<sup>73</sup>

### 3. Mentalitätsbedingte Gründe:

Wenn das Eigenkapital nicht durch Thesaurierung von Gewinnen oder durch die bisherigen Gesellschafter in genügendem Umfang sichergestellt werden kann, wäre auch die Suche nach externen Eigenkapitalgebern denkbar. So ist es bei Großunternehmen nicht unüblich für organisches Wachstum, Übernahmen und andere kapitalintensive Projekte bei Bedarf eine Kapitalerhöhung durchzuführen. Mittelständische Unternehmen sind zwar in der Regel nicht börsennotiert und können daher keine zusätzlichen Aktien anbieten, sie könnten theoretisch aber einen externen Gesellschafter aufnehmen, der für seine Beteiligung frisches Kapital einbringt. Es passt jedoch nicht zur Mittelstandstypischen Herr-im-Haus-Mentalität, die Kontrolle mit Externen zu teilen oder auch nur Informationen zu teilen.<sup>74</sup> Im Gegensatz zu Großunternehmen, bei denen üblicherweise Management und Eigentum ohnehin getrennt ist und daher die Aufnahme weiterer Kapitalgeber unproblematischer ist, wird im Mittelstand die Eigenkapitalquote niedrig gehalten. Auch *Segbers* und *Siemes* sehen eine Ursache für die niedrige Eigenkapitalquote mittelständischer Unternehmen in der Verweigerung externes Eigenkapital aufzunehmen, weil sie sonst Kontrolle und Informationen teilen müssten.<sup>75</sup>

Die niedrige Eigenkapitalquote führt zu einer verstärkten Nachfrage nach Mezzanine im Mittelstand. Mezzanine ist aus Sicht der fremdfinanzierenden Banken nachrangig und damit fast so hilfreich wie eine Eigenkapitalerhöhung. Gleichzeitig ist es aus Sicht der Gesellschafter vorteilhaft, weil Mezzanine keine Mitspracherechte für neue Gesellschafter entstehen lässt.

---

<sup>72</sup> Duhnack (2006), S. 11.

<sup>73</sup> Grunow/Figgner (2006), S. 253 f.

<sup>74</sup> Dufey/Hommel (1999), S. 184.

<sup>75</sup> Segbers/Siemes (2005), S. 230.

Neben der im Gegensatz zu Großunternehmen niedrigeren Eigenkapitalquote gibt es eine zweite Besonderheit bei mittelständischen Unternehmen in Deutschland: Die enge Beziehung zu einer oder wenigen Hausbanken. So wie die kontinental-europäische Wirtschaft durch den Mittelstand dominiert wird, im Gegensatz zur anglo-amerikanischen Wirtschaft, die eher durch Großunternehmen dominiert wird, so unterscheiden sich auch die Finanzsysteme. In Kontinentaleuropa überwiegen Hausbank- und Bankfinanzierungen und in den USA und England überwiegen Marktfinanzierungen. Während das Eigenkapital im Mittelstand üblicherweise von den geschäftsführenden Gesellschaftern und nicht von Externen kommt, wird das Fremdkapital meist von der oder den Hausbanken gestellt. Das Hausbankensystem ist ebenso typisch deutsch wie die niedrige Eigenkapitalquote oder der Mittelstand an sich. So wie sich die niedrige Eigenkapitalquote aus dem Mittelstand heraus begründen lässt, kann auch die enge Hausbankbeziehung aus dem Mittelstand heraus begründet werden. Da mittelständische Unternehmen kleiner sind als Großunternehmen, ist auch das fallweise nachgefragte Kreditvolumen kleiner. Der Aufwand der Kreditprüfung ist jedoch nahezu unabhängig von der Höhe des Kredits, da für jede Kreditvergabe das Geschäftsmodell, die Produkte, der Markt und die handelnden Personen bewertet werden müssen. Somit fallen für den Mittelstand relativ hohe Prüfkosten im Verhältnis zu den nachgefragten Kreditvolumina an. Um diesen Nachteil zu reduzieren, gehen mittelständische Unternehmen regelmäßig langjährige Hausbankbeziehungen ein, die auf einer mehrfachen Kreditvergabe beruhen. So können die Kreditkosten relativ zum gesamten Kreditvolumen gesenkt werden.<sup>76</sup>

Zusätzlich verbessern wiederholte Kreditabschlüsse mit derselben Bank die Aussicht auf einen weiteren Kredit und dessen Höhe, so das Ergebnis einer Studie von *Cole*.<sup>77</sup> Die Abhängigkeit nimmt beidseitig zu. In schlechteren Zeiten sieht sich die Hausbank in der Pflicht, weiterhin Kapital zu verleihen, um die langfristige Beziehung nicht zu gefährden.<sup>78</sup>

---

<sup>76</sup> Lehmann/Neuberger (2001), S. 340.

<sup>77</sup> Cole (1998), S. 959 ff.

<sup>78</sup> Stüchting (1995), S. 253.

Nicht nur auf die Kreditvergabe an sich und die Höhe des Kredits, sondern auch auf die Höhe der Zinsen hat die Hausbankbeziehung einen Einfluss. So konnte durch *Lehmann* und *Neuberger* ein negativer Zusammenhang zwischen der Qualität der langjährigen persönlichen Beziehung und der Höhe der Zinsen nachgewiesen werden.<sup>79</sup>

Ein Nachteil der engen Hausbankbeziehung ist die hohe Abhängigkeit beziehungsweise niedrige Diversifizierung der Finanzquellen. In den Jahren 2001 bis 2003 litten viele mittelständische Unternehmen unter der zurückhaltenden Neukreditvergabe der Banken.<sup>80</sup> Geht es den Banken schlecht, geht es auch dem Mittelstand schlecht. Daher wäre es möglich, dass gerade mittelständische Unternehmen mit engen Hausbankbeziehungen die mezzanine Finanzierung PREPS verwendet haben, um ihre Abhängigkeit zu reduzieren.

Neben der problematischen Abhängigkeit von wenigen Finanzquellen als Ergebnis des Hausbankenprinzips gibt es einen zusätzlichen Nachteil für innovative Unternehmen. Wie *Audretsch* und *Elston* schreiben, ist das deutsche Finanzsystem nicht förderlich, um neue Ideen zu finanzieren und Unternehmen, die außerhalb traditioneller Industrien liegen.<sup>81</sup> Auch *Betsch*, *Groh* und *Schmidt* stellen fest, „dass mit Fremdkapital Innovationen sowie rasches Wachstum vielfach nicht in ausreichendem Masse finanziert werden können“.<sup>82</sup> Eine mezzanine Finanzierung könnte also auch präferiert werden, wenn Wachstum und Innovation finanziert werden sollen oder Unternehmen in nicht-traditionellen Industrien Finanzierung suchen.

---

<sup>79</sup> Lehmann/Neuberger (2001), S. 341.

<sup>80</sup> Funk/Goeke (2008), S. 29.

<sup>81</sup> Audretsch/Elston (1997), S. 108.

<sup>82</sup> Betsch/Groh/Schmidt (2000), S. 6 f.

### 3 Finanzierungsverhalten

Die theoretische Analyse des Finanzierungsverhaltens hat eine lange Tradition und wird im Folgenden beginnend mit der bahnbrechenden neoklassischen Irrelevanztheorie<sup>83</sup> von *Modigliani* und *Miller* vorgestellt. Für diese wie auch für die meisten weiteren Theorien gilt, dass sie für Großunternehmen mit Kapitalmarktzugang aufgestellt wurden. Bei der sich anschließenden empirischen Betrachtung des Finanzierungsverhaltens wird ebenfalls deutlich, dass der Schwerpunkt der Untersuchungen auf Großunternehmen liegt und dass ein starker Nachholbedarf an empirischen Arbeiten über den Mittelstand besteht.

Wie bereits in Kapitel 2 festgestellt, ist der Mittelstand anders strukturiert als Großunternehmen und seine Finanzierungssituation ist eine besondere. Der Kapitalmarkt verhält sich in der Realität anders als das abstrahierende Modell der Theorie. Er ist insofern unvollkommen, als dass signifikante Transaktionskosten anfallen und so hat gerade der Mittelstand kaum Zugang zu ihm, weil die relativen Transaktionskosten aufgrund der geringen nachgefragten Kapitalmengen hoch sind. Außerdem ist die Informationsasymmetrie im Mittelstand besonders ausgeprägt<sup>84</sup> und kann als Problem gesehen werden.<sup>85</sup> Besonders stark ist die Informationsasymmetrie bei Innovation ausgeprägt. Das Vorhandensein überdurchschnittlicher Informationsasymmetrien muss jedoch nicht mit der mittelstandstypischen Geheimniskrämerei erklärt werden. Die Überwindung der Informationsasymmetrie verursacht ebenfalls Transaktionskosten und auch hier stehen sie wieder relativ geringen Kapitalmengen gegenüber.<sup>86</sup>

Trotz offensichtlicher Widersprüche zwischen der Realität des Mittelstandes und der abstrakten Theorie der Unternehmensfinanzierung soll im Folgenden ein kurzer Überblick über die Entwicklung der Finanzierungstheorie gegeben werden,<sup>87</sup> um

---

<sup>83</sup> Modigliani/Miller (1958), S. 262 ff.

<sup>84</sup> Eyerman et al. (2005), S. 6 ff..

<sup>85</sup> Börner/Grichnik/Reize (2010), S. 229.

<sup>86</sup> Börner/Grichnik/Reize (2010), S. 228.

<sup>87</sup> Übersichten über die Finanzierungstheorie sind bspw. von Shanken/Smith (1996) oder auch Brennan (1995) geschrieben worden.



Hypothesen für diese Arbeit zu finden. Eine trennscharfe Gliederung der verschiedenen Theorien ist unmöglich, weil sich die Ansätze überschneiden. Die in dieser Arbeit vorgestellte Gliederung orientiert sich an der historischen Entwicklung.

### **3.1 Theoretische Erkenntnisse zum Finanzierungsverhalten**

#### **3.1.1 Irrelevanztheorem**

Der Beginn der Finanzierungstheorie wird durch das legendäre Irrelevanztheorem von *Modigliani* und *Miller* im Jahr 1958 markiert.<sup>88</sup> Die Hauptaussage ihrer marktorientierten Theorie ist, dass der Unternehmenswert unabhängig von der Finanzierung des Unternehmens sei. Diese Aussage gilt unter einer Reihe von Annahmen, von denen die Bedingung des perfekten Kapitalmarktes ohne Arbitragemöglichkeit eine fundamentale ist. Die Kapitalstruktur hätte dann keinen Einfluss auf den Unternehmenswert, wenn die Marktteilnehmer alle Zahlungsströme des Unternehmens auch kostenlos über den Kapitalmarkt synthetisieren können. Hypothesen für diese Arbeit lassen sich aus dem Irrelevanztheorem nicht ableiten, weil Finanzierungsentscheidungen keine Bedeutung haben.

Kritisiert wurde das Modell von *Modigliani* und *Miller* insbesondere für die Negierung des Einflusses von Steuern und Insolvenz. Aufbauend auf dieser Kritik entstanden die folgenden Theorien. Sie haben gemein, dass sie sich der Realität schrittweise durch das Weglassen abstrahierender Restriktionen annähern.

#### **3.1.2 Trade-Off-Theorie**

Etwas später haben *Modigliani* und *Miller* in einer weiteren Veröffentlichung ihr Irrelevanztheorem korrigiert, in dem sie den Effekt von Steuern mit einbezogen.<sup>89</sup> Dieses statische Trade-Off Modell führt zu einer maximalen Verschuldung, da die

---

<sup>88</sup> Modigliani/Miller (1958), S. 261 ff.

<sup>89</sup> Modigliani/Miller (1963), S. 433 ff.

Finanzierungskosten von Fremdkapital steuerlich abzugsfähig sind und so durch Substitution von Eigen- durch Fremdkapital der Unternehmenswert gesteigert wird.

Der nächste Evolutionsschritt basierte auf der Annahme, dass eine sehr hohe Verschuldung die Insolvenzwahrscheinlichkeit erhöht und daher auch Insolvenzkosten zu berücksichtigen seien. Eine optimale Verschuldung wäre demnach erreicht, wenn sich die Vorteile einer höheren Fremdfinanzierung aufgrund der steuerlichen Abzugsfähigkeit des Finanzierungsaufwandes und Nachteile einer höheren Fremdfinanzierung aufgrund steigender Insolvenzkosten ausgleichen. Es muss allerdings zwischen Insolvenz und Liquidation unterschieden werden. Insolvenz tritt ein, wenn ein Unternehmen zahlungsunfähig ist.<sup>90</sup> Die Insolvenz führt zunächst nur zu einem Wechsel der Verfügungsgewalt. Ob liquidiert wird, hängt von dem Fortführungswert des Unternehmens ab. Liegt er über dem Liquidierungswert, wird fortgeführt und es würden daher nur Kosten für die Reorganisation der Verfügungsgewalt anfallen, die aber marginal wären und keinen Einfluss auf die Kapitalstruktur hätten.<sup>91</sup> Neben den direkten Insolvenzkosten, die durch das Insolvenzverfahren anfallen, existieren auch indirekte Insolvenzkosten, die aufgrund der Antizipation der (möglichen) Insolvenz anfallen. Ein Unternehmen mit erhöhter Insolvenzwahrscheinlichkeit hat Schwierigkeiten, Kunden, Lieferanten und Mitarbeiter an sich zu binden und dadurch indirekte Insolvenzkosten. *Castanias* empirische Untersuchung zeigt, dass Unternehmen mit einer höheren Insolvenzwahrscheinlichkeit weniger Fremdfinanzierung verwenden.<sup>92</sup>

Die Eintrittswahrscheinlichkeit einer Insolvenz wird bei der Erstellung eines Ratings gemessen. Sie wird durch eine hohe Fremdkapitalquote erhöht, aber auch durch kurzfristige Finanzierung und durch Abhängigkeit von wenigen Kapitalgebern. Aus Sicht eines Unternehmens könnte eine mezzanine Finanzierung wie PREPS vorteilhaft sein, wenn durch sie die Insolvenzwahrscheinlichkeit gesenkt werden kann. Diese

---

<sup>90</sup> Die tatsächliche Zahlungsunfähigkeit ist verantwortlich für die sehr große Mehrheit aller Insolvenzen in Deutschland. Die Überschuldung als Insolvenzursache spielt nur eine marginale Rolle. Bei Kapitalgesellschaften ist auch drohende Zahlungsunfähigkeit ein möglicher Insolvenzanlass, jedoch nur auf Initiative des Unternehmens hin.

<sup>91</sup> Haugen/Senbet (1978), S. 383 ff.

<sup>92</sup> Castanias (1983), S. 1629.

könnte dadurch sinken, da die Finanzierung langfristig läuft und während der Laufzeit nicht kündbar ist. Aber auch dadurch, dass sie zu einer Diversifikation der Kapitalgeber führt und so die Abhängigkeit von einzelnen Kapitalgebern aber auch von Banken insgesamt reduziert, da die Kündigung eines bestehenden Kapitalgebers dann zu einem relativ geringeren Refinanzierungsbedarf führt.

### 3.1.3 Theorien basierend auf dem Agency-Modell

Die bisherigen Modelle haben untersucht, ob die Verteilung der Mittel an die verschiedenen Finanzgeber des Unternehmens einen Einfluss auf den Unternehmenswert hat. Dabei wurde den handelnden Personen kein Gewicht eingeräumt. Agency-Theorien betrachten ein Unternehmen als Konstrukt aus Vertragsbeziehungen zwischen interagierenden Parteien. Diese Parteien handeln rational und opportunistisch. Bei Vorliegen asymmetrisch verteilter Information wird der besser Informierte aufgrund der Annahme opportunistischen Verhaltens den schlechter Informierten übervorteilen.<sup>93</sup> Es waren *Jensen* und *Meckling*, die 1976 eine Theorie präsentierten, welche Konflikte zwischen verschiedenen Parteien und deren kostenverursachende Überwindung berücksichtigten.<sup>94</sup> Zum einen wurden Konflikte zwischen den Managern (Agents) und Gesellschaftern (Principals) untersucht. Dies führte zur Principal-Agent-Theorie. Zum anderen wurden Konflikte zwischen den verschiedenen Kapitalgebern, hier Eigen- und Fremdkapitalgeber, untersucht. Diese Ansätze haben gemein, dass sie die Cash-Flows eines Unternehmens im Gegensatz zu *Modigliani* und *Miller* nicht als gegeben betrachten, sondern umgekehrt begründen, wie das Verhältnis der verschiedenen Parteien die Cash-Flows des Unternehmens beeinflusst.<sup>95</sup>

#### 3.1.3.1 Konflikte zwischen Gesellschaftern und Management

Principal-Agent Probleme der ersten Art können immer dann entstehen, wenn Manager nicht das gesamte Eigenkapital eines Unternehmens halten. In diesem Fall sind die

---

<sup>93</sup> Franke/Hax (1999), S. 409 ff.

<sup>94</sup> Jensen/Meckling (1976), S. 305 ff.

<sup>95</sup> Brennan (1995), S. 9 ff.

Manager alleine für den Gewinn des Unternehmens verantwortlich, partizipieren aber nur teilweise daran. Deshalb ist es denkbar, dass sie Teile ihrer Anstrengung darauf verwenden, ihre Nebenleistungen (Perquisites) zu erhöhen. Als Beispiel werden oft unwirtschaftliche Firmenjets oder besonders aufwendige und teure Büros genannt, sogenannter Konsum am Arbeitsplatz. Auch kann es sein, dass das Management durch reduzierten Arbeitseinsatz den Unternehmenswert senkt. Unter der Annahme eines konstanten absoluten Eigenkapitalbetrags des Managements sinken die Verluste des Principal-Agent Problems mit steigender Verschuldung, weil das Management zunehmend größere relative Anteile des gesamten Eigenkapitals stellt. 1986 hat *Jensen* die Theorie veröffentlicht, dass Fremdverschuldung durch die damit vertragliche Verpflichtung Zinsen und Tilgung zu zahlen, die freien Cash-Flows reduziert und damit auch den Konflikt zwischen Gesellschaftern und Managern reduziert.<sup>96</sup>

Das Principal-Agent Problem ist im Mittelstand vermutlich schwächer ausgeprägt als bei Großunternehmen, weil die Position des Gesellschafters und die des Geschäftsführers oft zusammenfallen. Das Modell wird für diese Arbeit nicht weiter verfolgt, da sich keine überzeugenden Hypothesen ableiten lassen.

### **3.1.3.2 Konflikte zwischen Gesellschaftern und Gläubigern**

Dem zweiten Agency Cost Problem liegt der Konflikt zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern zugrunde. Es besteht die Gefahr, dass der Eigenkapitalgeber suboptimal investiert. Besonders riskante Investitionen könnten durchgeführt werden, weil im Erfolgsfall der Eigenkapitalgeber fast den gesamten Gewinn erhält, im Misserfolgsfall der Fremdkapitalgeber jedoch die Verluste mittragen muss. Dabei könnten sogar Projekte durchgeführt werden, deren Erwartungswert negativ ist. Da die Fremdkapitalgeber das Verhalten der Eigenkapitalgeber antizipieren und weniger Kredit geben, trägt letztendlich der Eigenkapitalgeber die Kosten des Agency Cost Problems, welches auch als Vermögenssubstitution (Asset Substitution Effect) bezeichnet wird.<sup>97</sup> Es wird allerdings unterstellt, dass die Fremdfinanzierung nicht zweckgebunden ist und

---

<sup>96</sup> Jensen (1986), S. 323 ff.

<sup>97</sup> Harris/Raviv (1991), S. 300 ff.

so das Management zwar risikoarme Projekte kommuniziert, tatsächlich aber riskantere Projekte finanziert. Da zumindest umfangreichere Bankkredite meist zweckgebunden vergeben werden und im Mittelstand die Fremdfinanzierung größtenteils über Banken erfolgt, ist die Gefahr einer nachträglichen Umwidmung auf risikoreichere Projekte im Mittelstand begrenzt. Mezzanine Finanzierungen schränken die Mittelverwendung kaum ein und so könnten sie in den von *Jensen* und *Meckling* angedachten Situationen eingesetzt werden. Es sollte untersucht werden, ob die mezzanine Finanzierung insbesondere für besonders riskante Investitionen verwendet wird, die eventuell durch Banken nicht finanziert würden.

#### 3.1.4 These des Reputationseffekts

Ab Ende der achtziger Jahre wurden Theorien entwickelt, die auf der Reputation von Unternehmen (*Diamond*) oder Managern (*Hirshleifer* und *Thakor*) basieren. Die Reputationsmodelle basieren auf der Betrachtung mehrerer Perioden. Externe Kapitalgeber berücksichtigen gemachte Erfahrungen und reagieren in den Folgeperioden auf sie. Neu an den Reputationsmodellen ist, dass es für Unternehmen keine zeitlich konstant bleibende optimale Kapitalstruktur gibt, sondern dass sie vom Unternehmensalter (*Diamond*) und der Reputation der Manager (*Hirshleifer* und *Thakor*) abhängt.

*Diamond* stellt 1989 eine Theorie vor, nach der die Reputation eines Unternehmens Einfluss auf den Zugang des Unternehmens zu Fremdfinanzierung hat. Ebenso wird die Auswahl von Projekten durch den Reputationsgedanken beeinflusst.<sup>98</sup> Neu gegründete Unternehmen ohne Kredithistorie zahlen einen durchschnittlichen Zins und neigen zur Durchführung überdurchschnittlich riskanter Projekte. Wenn sie diese Phase überleben, werden sie später unterdurchschnittlich riskante Projekte durchführen, weil sie höhere Reputationskosten haben. Es ergibt sich keine Hypothese, da junge Unternehmen ohne Kredithistorie vermutlich auch bei mezzaniner Finanzierung einen höheren Zins zahlen würden als es Unternehmen mit Kredithistorie täten. Bei mezzaninen Finanzierungen wie PREPS mit identischem Zins für alle Kapitalnehmer würden Unternehmen ohne

---

<sup>98</sup> *Diamond* (1989), S. 828 ff.

Kredithistorie nicht teilnehmen können, da sie nicht über ein qualifizierendes Rating verfügen.

*Hirshleifer* und *Thakor* haben 1992 ein Modell vorgestellt, in dem Manager aus Sorge um ihre Reputation ihre Entscheidungen konservativer treffen als sie es in einer Welt ohne mögliche Reputationsverluste tun würden und als es den Präferenzen der Eigentümer des Unternehmens entspräche.<sup>99</sup> Eine Hypothese zur Verwendung von PREPS lässt sich nicht ableiten.

### 3.1.5 Signalisierungstheorien

*Modigliani/Miller* gingen bei der Aufstellung ihres Irrelevanztheorems von einem vollkommenen Markt aus. Eine wesentliche Annahme des vollkommenen Marktes ist die perfekte Information aller Marktteilnehmer. Es gibt keine Informations-Outsider oder anders ausgedrückt: Informationen sind gleichmäßig und symmetrisch verteilt. Es waren *Miller* und *Modigliani*<sup>100</sup> selbst die 1961 bemerkten, dass die Handlung von gut informierten Managern Signale an schlechter informierte Outsider übermitteln kann. Das erste Konzept stammt jedoch von *Akerlof*<sup>101</sup> aus dem Jahr 1970, der am Beispiel des Gebrauchtwagenmarktes zeigte, dass asymmetrische Information Probleme bis hin zum Marktversagen verursachen kann. Die Historie der Signalisierungstheorie beginnt mit der Arbeit von *Spence*,<sup>102</sup> der das Konzept des Signalisierens bezogen auf den Arbeitsmarkt einführt. Es waren *Ross*<sup>103</sup> sowie *Leland* und *Pyle*<sup>104</sup>, die 1977 erste Modelle für die Signalisierungsfunktion von Finanzierungsinstrumenten präsentierten.

Weil externe Kapitalgeber ein nur für die Insider wohlfahrtssteigerndes Verhalten erwarten und einpreisen, müssen die Insider die Externen von ihren guten Absichten überzeugen, damit sie günstige Kredite bekommen. Das kann durch eine

---

<sup>99</sup> Hirshleifer/Thakor (1992), S. 437 ff.

<sup>100</sup> Miller/Modigliani (1961), S. 411 ff.

<sup>101</sup> Akerlof (1970), S. 488 ff.

<sup>102</sup> Spence (1973), S. 355 ff.

<sup>103</sup> Ross (1977), S. 23 ff.

<sup>104</sup> Leland/Pyle (1977), S. 371 ff.

Informationsübermittlung (Signalisierung) funktionieren, die aber nicht kostenlos sein darf. Wäre sie kostenlos, würden alle Unternehmen diese Information senden, weil alle Unternehmen günstige Finanzierungsbedingungen bei externen Kapitalgebern suchen.<sup>105</sup>

#### *Ross*

Im wegweisenden Modell von *Ross* ist die Investitionssumme fix nicht aber das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital, welches dazu verwendet wird, Informationen an Externe zu senden. Manager können die zukünftigen Erträge besser einschätzen als die Investoren. Das Management wird bei steigender Marktbewertung des Unternehmens besser entlohnt und bei fallender Marktbewertung bestraft. Investoren werten den Grad der Verschuldung als Indikator für die Qualität des Unternehmens. Schlechte Unternehmen können die hohe Verschuldung guter Unternehmen nicht kopieren, weil sie bei jedem Schuldenniveau höhere Insolvenzkosten haben.

#### *Leland/Pyle*

Das Modell von *Leland* und *Pyle* kommt ebenfalls zu dem Ergebnis, dass bessere Unternehmen höhere Verschuldungen aufweisen, wenn auch auf anderem Wege. Sie zeigen, dass bei Unternehmen mit höherer Verschuldung gleichzeitig das Management einen höheren Anteil am Eigenkapital hält und das Unternehmen von höherem Wert ist. Schlechter informierte Kapitalgeber schätzen den Wert eines Unternehmens umso höher ein, je höher der Eigenkapitalanteil des Managements ist.<sup>106</sup> Oder anders ausgedrückt: Das Management wird mehr Eigenkapital am Unternehmen halten als es bei symmetrischer Information optimal wäre. Dadurch werden beim Management Kosten verursacht<sup>107</sup> und weil das Signal Kosten verursacht ist es für Investoren glaubhaft. Sowohl das Ausmaß der Risikoaversion des Managements wie auch das Risiko des Projekts erhöhen die Kosten der Informationsübermittlung.

Im Mittelstand ist asymmetrische Information ein besonders großes Problem und so ist es nicht verwunderlich, dass oft Manager und Gesellschafter deckungsgleich sind. Die

---

<sup>105</sup> Breuer/Gürtler/Schuhmacher (2003), S. 380.

<sup>106</sup> Leland/Pyle (1977), S. 376.

<sup>107</sup> Die Kosten entstehen durch die suboptimale Risikoallokation. Es wäre aus Sicht des Managements besser, das eigene Vermögen breiter zu streuen.

mezzanine Finanzierung ist für die Signalisierung grundsätzlich gut geeignet, weil das Finanzierungsinstrument nur bonitätsstarken Unternehmen zur Verfügung steht. Weil eine mezzanine Finanzierung teurer ist als Fremdfinanzierung, werden mit dem Signalisieren Kosten verursacht. Durch die Verwendung von Programm-Mezzanine werden Externe darüber informiert, dass das finanzierte Unternehmen bonitätsstark ist und innovative Finanzierungsinstrumente nutzt.

### 3.1.6 Pecking-Order-Theorie

Die Pecking-Order Theorie wurde 1984 in Arbeiten von *Myers* und *Majluf*<sup>108</sup> und *Myers*<sup>109</sup> präsentiert, welche wiederum auf einer Veröffentlichung von *Rothschild* und *Stiglitz*<sup>110</sup> aus dem Jahr 1976 basieren. Die Pecking-Order Theorie geht von gleichgerichteten Interessen von Management und Gesellschaftern aus. Wie auch bei den zuvor vorgestellten Ansätzen wird davon ausgegangen, dass das Management die Bewertung des Unternehmens und die Erwartung von Projekten richtig einschätzen kann, während die schlechter informierten externen Kapitalgeber das nicht können. Wenn ein Unternehmen für ein neues Projekt Kapital braucht und dafür eine Kapitalerhöhung über den Kapitalmarkt durchführen möchte, wird der Wert zu niedrig eingeschätzt. Auf diese Weise würde ein Vermögenstransfer von den Altaktionären zu den Neuaktionären stattfinden. Da das Management aber im Auftrag der Altaktionäre handelt, wird es eine Eigenkapitalerhöhung vermeiden und stattdessen erst die Innenfinanzierung nutzen, dann Fremdkapitalfinanzierungen und dann hybride Finanzierungen bevor es im letzten Ausweg eine Eigenkapitalerhöhung vornehmen würde. Die Präferenzordnung der Finanzierungen wird auch als Hackordnung (Pecking Order) bezeichnet. Sie verdeutlicht, dass es keine optimale Kapitalstruktur gibt, sondern diese dynamisch von durchgeführten Projekten und deren Finanzierung nach der Regel der Hackordnung abhängt. Es kann im Extremfall dazu kommen, dass Projekte mit positivem Erwartungswert nicht durchgeführt werden, weil ihre Durchführung für die bestehenden Aktionäre einen Verlust bedeutet. Die Pecking-Order Theorie ist die erste, die neben Eigen- und Fremdkapital auch hybride Finanzierungsinstrumente

---

<sup>108</sup> Myers/Majluf (1984), S. 187 ff.

<sup>109</sup> Myers (1984), S. 575 ff.

<sup>110</sup> Rothschild/Stiglitz (1976), S. 629 ff.



berücksichtigt. So würde eine mezzanine Finanzierung wie PREPS verwendet, wenn keine Fremdfinanzierung mehr erhältlich ist und um eine Eigenkapitalfinanzierung zu vermeiden.

Ebenfalls 1984 erschien in einem Aufsatz von *Myers* eine modifizierte Pecking-Order, die annimmt, dass Unternehmen um eine geringe Verschuldung bemüht sind beziehungsweise ihre Verschuldung reduzieren, damit sie in Zukunft bei Investitionsmöglichkeiten nicht zur Aufnahme von Eigenkapital gezwungen werden beziehungsweise leichter Fremdkapitalzugang haben.<sup>111</sup> Die modifizierte Variante berücksichtigt bei der gegenwärtigen Finanzierung also auch die zukünftige Verschuldungsfähigkeit. Es könnte eine mezzanine Finanzierung wie PREPS gewählt werden, damit in der Zukunft eine Fremdfinanzierung sicherer erhältlich ist.

### 3.1.7 Theorien basierend auf produkt- und marktspezifischen Modellen

Mitte der achtziger Jahre entstanden neue Theorien, die eine Verbindung zwischen Finanzierungsentscheidungen und produkt- und marktspezifischen Entscheidungen aufzeigten.

1984 beschrieb *Titman* den Einfluss von Produkt- und Branchenmerkmalen auf Kapitalstruktur.<sup>112</sup> Bei einem Insolvenzverfahren haben nicht nur die Kapitalgeber ein Interesse an den Cash-Flows sondern auch die Kunden des Unternehmens. Weil sie allerdings an Insolvenzgesprächen nicht teilnehmen, preisen sie ihre Insolvenzkosten durch Preissensibilität beziehungsweise Kaufzurückhaltung bereits beim Produkterwerb mit ein. Die Insolvenzkosten sind höher, wenn über lange Zeit After-Sales-Beziehungen bestehen oder Garantien, Gewährleistungen und Produkthaftung wichtig sind. Da letztendlich der Produzent die Insolvenzkosten trägt, versucht er über seine Finanzierung eine niedrige Insolvenzwahrscheinlichkeit zu signalisieren.

---

<sup>111</sup> Myers (1984), S. 23.

<sup>112</sup> Titman (1984), S. 137 ff.

*Titman* folgend, sollten Unternehmen aus Branchen mit höheren Insolvenzkosten eine niedrigere Verschuldung aufweisen. Alternativ zur niedrigen Verschuldung könnten solche Unternehmen auch eine mezzanine Finanzierung verwenden wenn sie davon überzeugt sind, dass durch Eigenschaften des Finanzierungsinstruments die Insolvenzwahrscheinlichkeit und damit die Insolvenzkosten sinken.

*Brander* und *Lewis* haben 1986 den Einfluss der Kapitalstruktur über die eigene Produktion auf Wettbewerber untersucht.<sup>113</sup> Demnach ist zu erwarten, dass in oligopolistischen Märkten die Verschuldungsquote höher ist als in monopolistischen oder atomistischen Märkten. Wenn ein Unternehmen im oligopolistischen Markt die Verschuldung bewusst erhöht wird es auch die Produkt-Output-Menge erhöhen, um die Fremdkapitalgeber bedienen zu können. Im Ergebnis würden die Wettbewerber an Wert verlieren, weil sie bei konstantem Gesamtmarktvolumen weniger absetzen könnten. Folgen alle der Strategie, so verlieren alle an Wert.

Die mezzanine Finanzierung könnte verwendet werden, um sich in einem oligopolistischen Markt an die Wachstumsstrategie zu binden. Gerade zur Finanzierung von Wachstum ist Mezzanine-Kapital gut geeignet. Außerdem ist die Verwendung von Programm-Mezzanine im Gegensatz zu zusätzlichen Bankkrediten für Wettbewerber gut sichtbar.

### **3.1.8 Windows-of-Opportunity und Market-Timing-Modelle**

Unter den Begriffen „Windows of Opportunity“ und „Market Timing“ wurden Modelle vorgestellt, welche den Einfluss des bewussten Timings von Finanzentscheidungen auf die Finanzierungsstruktur berücksichtigen. Demnach versuchen Unternehmen durch gutes Timing unterschiedliche Marktbewertungen bei der Eigen- und Fremdkapitalbeschaffung opportunistisch auszunutzen. Es kann auch bei diesen Modellen keine optimale Kapitalstruktur geben. Es gab in den letzten Jahren insbesondere empirische Arbeiten, die sich mit diesem Ansatz beschäftigten, wie

---

<sup>113</sup> Brander/Lewis (1986), S. 956 ff.

beispielsweise die von *Baker* und *Wurgler*, die im Jahr 2002 veröffentlicht wurde.<sup>114</sup> Demnach ist die Kapitalstruktur eines Unternehmens das Ergebnis seiner Bemühungen, den Eigenkapitalmarkt optimal zu timen.

Mezzanines Kapital könnte besonders dann nachgefragt werden, wenn es im Vergleich zu anderen Finanzierungsarten besonders günstig erscheint. Gerade Programm-Mezzanine war durch die Verbriefungen in den Jahren 2004 bis 2007 zumindest im Vergleich zu Individual-Mezzanine besonders günstig.

### 3.1.9 Weitere Modelle

In jüngeren Modellen wurde auch der Einfluss von Strategie und Psychologie auf Finanzierungsentscheidungen erörtert. Damit nähern sich die Modelle der Realität einen weiteren Schritt, weil auch individuelle Besonderheiten der Manager berücksichtigt werden.

*Barton* und *Gordon* nehmen an, dass die Risikobereitschaft und der Wunsch nach Kontrolle und nach Flexibilität der Geschäftsführung einen Einfluss auf Finanzierungsentscheidungen haben. Die Präferenz dieser Werte hängt wiederum von Merkmalen des Unternehmens ab. Es sind Profitabilität, Unternehmensgröße, Umsatzwachstum, Volatilität und Anlagenintensität.<sup>115</sup>

Interessant an dieser Arbeit sind die Einflüsse persönlichkeitspezifischer und unternehmensspezifischer Merkmale auf die Kapitalstruktur. Finanzierungsziele wie Kontrolle und Flexibilität könnten durch die Verwendung mezzaniner Finanzierungen erreicht werden.

---

<sup>114</sup> Baker/Wurgler (2002), S. 1 ff.

<sup>115</sup> Barton/Gordon (1988), S. 623 ff.

### 3.1.10 Kritische Würdigung der Theorien

Nach ersten Modellen, die entweder die Kapitalstruktur für irrelevant halten oder aber eine optimale statische Kapitalstruktur begründen, kamen neuere dynamische Modelle in den Fokus der Forschung. Mit interdisziplinären Ansätzen wurden viele unrealistische Restriktionen traditioneller Modelle aufgehoben. Nachteilig an der Vielzahl der Kapitalstrukturtheorien ist, dass sich die Modelle regelmäßig widersprechen, so dass eine Theorie für ein Unternehmen eine höhere Eigenkapitalquote prognostiziert während für das gleiche Unternehmen eine andere Theorie eine niedrigere Eigenkapitalquote erwarten lässt. Und so fasst *Myers*, der sich jahrzehntelang mit Kapitalstrukturtheorien beschäftigt hat, das Ergebnis seiner Suche 2001 wie folgt zusammenfasst: „There is no universal theory of debt-equity choice, and no reason to expect one.“<sup>116</sup> Die Theorien sind abhängig von spezifischen Annahmen und sie betonen spezifische Kosten und Vorteile von alternativen Finanzierungsstrategien.<sup>117</sup> Deshalb schlagen *Breuer, Gürtler* und *Schuhmacher* für eine Untersuchung des Finanzierungsverhaltens von Unternehmen vor, die Determinanten aus den Funktionen der Unternehmensfinanzierung abzuleiten. So nimmt die Unternehmensfinanzierung neben der Mittelbeschaffung auch noch eine Transformations-, Kanalisierungs-, Verhaltensbeeinflussungs- und Informationsübermittlungsfunktion wahr, wie bereits in Kapitel 2.1.3 dargestellt wurde.<sup>118</sup> Den Funktionen der Unternehmensfinanzierungen folgend, lassen sich die Erkenntnisse der Kapitalstrukturtheorien sehr gut zusammenfassen und strukturieren. Positiv ist darüber hinaus, dass so eine für diese Arbeit vorteilhafte entscheidungsorientierte Perspektive eingenommen wird. Anhand dieser Gliederung werden die Hypothesen in Kapitel 5 dieser Arbeit aufgestellt, weil die „übersichtliche Darstellung und Analyse ökonomischer Wirkungszusammenhänge“<sup>119</sup> einfacher fällt.

---

<sup>116</sup> Myers (2001), S. 81.

<sup>117</sup> Myers (2001), S. 99.

<sup>118</sup> Breuer/Gürtler/Schuhmacher (2003), S. 370.

<sup>119</sup> Breuer/Gürtler/Schuhmacher (2003), S. 370.

### 3.2 Empirische Erkenntnisse zum Finanzierungsverhalten

*Myers* schrieb 2001, dass empirische Arbeiten zur Kapitalstruktur ihren Fokus auf Aktiengesellschaften mit Zugang zum amerikanischen oder internationalen Kapitalmarkt gelegt haben und begründet diese Tatsache damit, dass diesen Unternehmen die breiteste Auswahl an Finanzierungsinstrumenten zur Verfügung steht und sie ihre Kapitalstruktur mit relativ niedrigen Kosten verändern können.<sup>120</sup> Und so gibt es zu den Kapitalstrukturtheorien tatsächlich viele empirische Arbeiten, in denen insbesondere amerikanische Großunternehmen untersucht werden. Regelmäßig zitierte empirische Untersuchungen hinsichtlich der Kapitalstruktur börsennotierter Unternehmen sind unter anderem von *Rajan* und *Zingales* (1995)<sup>121</sup> und *Harris* und *Raviv* (1991)<sup>122</sup> durchgeführt wurden. Allerdings haben bereits *Rajan* und *Zingales* festgestellt, dass „eine vertiefte Untersuchung der US-amerikanischen und ausländischen Daten nahelegt, dass die theoretische Untermauerung der entdeckten Zusammenhänge nach wie vor mehrheitlich ungelöst ist.“<sup>123</sup>

Wie *Krahn* feststellte, liegt im deutschsprachigen Raum ein Missverhältnis von theoretischer und empirischer Forschung vor.<sup>124</sup> Auch *Ramb* sieht die Fragen zur Finanzierungsstruktur insbesondere für nicht-börsennotierte Unternehmen empirisch nicht beantwortet.<sup>125</sup>

*Börner*, *Grichnik* und *Reize* stellen im Jahr 2010 für den Mittelstand fest, dass es „in Deutschland keine hinreichende empirische Evidenz gibt“.<sup>126</sup> Dabei halten sie Arbeiten über den Mittelstand für besonders wichtig, weil diese Unternehmen eine „große Bedeutung für die deutsche Wirtschaft“ haben, aber auch, weil diese Unternehmen „einige Besonderheiten aufweisen, die als spezifische Restriktionen bei Finanzierungsentscheidungen wirksam werden können.“<sup>127</sup> Aufgrund des Mangels

---

<sup>120</sup> Myers (2001), S. 82.

<sup>121</sup> Rajan/Zingales (1995), S. 1421 ff.

<sup>122</sup> Harris/Raviv (1991), S. 297 ff.

<sup>123</sup> Harris/Raviv (1991), S. 1458.

<sup>124</sup> Krahn (1998), S. 23.

<sup>125</sup> Ramb (1998), S. 1.

<sup>126</sup> Börner/Grichnik/Reize (2010), S. 231.

<sup>127</sup> Börner/Grichnik/Reize (2010), S. 227.

empirischer Arbeiten in diesem Bereich verstehen sie ihre eigene Studie „Finanzierungsentscheidungen mittelständischer Unternehmer – Einflussfaktoren der Fremdfinanzierung deutscher KMU“ daher auch nicht als „konfirmatorischen Test eines bestimmten Modells“, sondern als „explorative Analyse des Finanzierungsverhaltens, um in einem ersten Schritt relevante Einflussfaktoren für die Fremdfinanzierung von KMU zu bestimmen“.<sup>128</sup> Börner, Grichnik und Reize verwenden für ihre Analyse das Mittelstandspanel der KfW Bankengruppe. Der Datensatz soll repräsentativ für KMU in Deutschland sein und wird als Längsschnittdatensatz erhoben. Es wurden Unternehmen bis zu einem jährlichen Umsatz von 500 Millionen Euro berücksichtigt. Die Überprüfung der Hypothesen erfolgte durch Regressionsanalysen, bei denen der Einfluss von unternehmensspezifischen und bilanzspezifischen Variablen auf den Umfang der externen Fremdfinanzierung getestet wird. Es zeigte sich, dass der Umfang der externen Fremdfinanzierung mit dem Alter von Unternehmen zunimmt. Externe Fremdfinanzierung wird stärker von Personen- als von Kapitalgesellschaften genutzt. Begründet wird dieses Ergebnis damit, dass eine Gewinnthesaurierung bei Personengesellschaften steuerlich nachteilhafter ist als bei Kapitalgesellschaften. Innovationstätige Unternehmen nutzen weniger Fremdfinanzierung. Dies könne daran liegen, dass bei ihnen Informationsasymmetrien stärker ausgeprägt seien und weniger geeignete Werte als Kreditsicherheiten vorhanden seien. Unternehmen mit hoher Ertragskraft nutzen weniger Fremdfinanzierung sondern thesaurieren Gewinne, obwohl sie vermutlich mehr Fremdfinanzierung erhalten würden. Ein Zusammenhang zwischen Unternehmenswachstum und dem Grad der externen Fremdfinanzierung konnte dagegen nicht nachgewiesen werden.<sup>129</sup>

In einer Untersuchung aus dem Jahr 2006 haben *Drobotz, Pensa* und *Wöhle* das Finanzierungsverhalten von börsennotierten Unternehmen aus Deutschland, Österreich und der Schweiz analysiert.<sup>130</sup> Dabei wurden verschiedene Theorien wie das statische Trade-Off-Modell, die Signalisierungstheorie, die Pecking-Order-Theorie, Market Timing und „Praktikerregeln“ getestet. Im Gegensatz zu der oben vorgestellten Studie von *Börner, Grichnik* und *Reize* haben *Drobotz, Pensa* und *Wöhle* keine Sekundärdaten

---

<sup>128</sup> Börner/Grichnik/Reize (2010), S. 231.

<sup>129</sup> Börner/Grichnik/Reize (2010), S. 243 ff.

<sup>130</sup> Drobotz/Pensa/Wöhle (2006), S. 253 ff.

analysiert, sondern eine eigene Datenerhebung durchgeführt und so Primärdaten ausgewertet. Die Daten wurden mit einem Fragebogen erhoben, der wiederum auf einem Fragebogen einer Untersuchung von *Graham* und *Harvey* aus dem Jahr 2001 basiert, in der knapp 400 US-amerikanische Unternehmen unter anderem zu Finanzierungs- und Kapitalstrukturentscheidungen befragt wurden.<sup>131</sup> *Börner*, *Grichnik* und *Reize* verwenden „weitestgehend identische Fragestellungen“ und ebenfalls die vierstufigen Antwortoptionen. Aus der Grundgesamtheit von 931 Unternehmen der Deutschen Börse AG, Wiener Börse AG und Swiss Exchange haben 99 Unternehmen den Fragebogen komplett ausgefüllt. Die Auswertung berücksichtigte 80 Unternehmen. Zusammenfassend wurde festgestellt, dass „qualifizierte Praktikerüberlegungen“ einen hohen Stellenwert bei der Entscheidungsfindung genießen.<sup>132</sup> Dagegen „erhalten theoretische Ansätze wie das statische Trade-Off-Modell, die Signalisierungshypothese und die Pecking-Order-Theorie insgesamt geringe Zustimmung, obwohl diesen in Teilaspekten praktische Relevanz zukommt.“<sup>133</sup> Es zeigten sich Bemühungen, Fremdfinanzierung fristenkongruent zur Mittelverwendung aufzunehmen. Außerdem bestätigen Unternehmer mehrheitlich, dass sie sich durch eine langfristige Finanzierung vor Refinanzierungsrisiken in ertragsschwachen Phasen geschützt fühlen. In Bezug auf Eigenkapital wird befürchtet, dass eine Kapitalerhöhung zu einer Verwässerung der Altaktionäre führen würde und so wurde begründet, dass eine Finanzierung über zusätzliches Eigenkapital besonders teuer sei. Zusammenfassend wird festgestellt, dass „Finanzentscheider immer noch eher „Faustregeln“ befolgen, deren Anwendung zwar einfach ist, die aus theoretischer Sicht aber zumeist kritisch hinterfragt werden müssen“.<sup>134</sup>

Interessant ist ferner eine Aussage von *Bessler* und *Kurth*, die eine empirische Untersuchung von Wachstumsunternehmen durchführten. Auch die in dieser Arbeit untersuchten Unternehmen sind größtenteils Wachstumsunternehmen beziehungsweise sie verwenden eine typische Wachstumsfinanzierung. Datenbasis der Studie von *Bessler* und *Kurth* sind Unternehmen, die einen IPO am Neuen Markt durchführten. Sie stellen

---

<sup>131</sup> Graham/Harvey (2001), S. 187 ff.

<sup>132</sup> Drobotz/Pensa/Wöhle (2006), S. 279.

<sup>133</sup> Drobotz/Pensa/Wöhle (2006), S. 278 f.

<sup>134</sup> Drobotz/Pensa/Wöhle (2006), S. 279.

fest, dass die Finanzierungsstruktur nicht das Ergebnis einer durchdachten Strategie ist, sondern nur die gerade zur Verfügung stehenden Finanzierungsalternativen widerspiegelt.<sup>135</sup>

Von besonderer Relevanz für diese Arbeit ist eine Untersuchung aus dem Jahr 2006, die sich mit mezzaniner Mittelstandsfinanzierung in Deutschland befasst. Sie wurde vom Finance-Magazin zusammen mit der HypoVereinsbank durchgeführt und trägt den Titel „Mezzanine – Vom Krisen- zum Wachstumsinstrument“. Im Rahmen dieser Feldstudie wurden 23 Mittelständler in circa 60-minütigen Interviews über ihre Erfahrungen bei der Nutzung von Mezzanine befragt. Die Teilnehmer haben Jahresumsätze zwischen 39 Millionen und 900 Millionen Euro. 16 von ihnen haben ausschließlich Programm-Mezzanine verwendet, vier haben ausschließlich Individual-Mezzanine verwendet und drei haben beide Varianten verwendet. Eine Mehrheit von 14 Unternehmen hat PREPS verwendet. In Tabelle 4 werden die Anlässe der Finanzierungsaufnahme dargestellt. Dabei waren Mehrfachnennungen erlaubt.

Organisches Wachstum, Projektfinanzierung	15
Akquisition	9
Bilanz stärken	3
Refinanzierung	3
Bonität demonstrieren	1
Reaktion auf Drängen einer Hausbank	1
Bei Mezzanine muss der Verwendungszweck nicht offen gelegt werden	1
Kein konkreter Anlass	1

Tabelle 4: Anlass für die Mezzanine-Aufnahme<sup>136</sup>

Eine große Mehrheit nutzt die mezzanine Finanzierung um Wachstum zu ermöglichen (Anlass 1 und 2). Es gibt jedoch neben Wachstum und Refinanzierung auch weitere

<sup>135</sup> Bessler/Kurth (2004), S. 63

<sup>136</sup> Tabelle übernommen aus Hedstück/Göbel (2006), S. 12.



Motive. Ein Unternehmer gab im Interview an, dass er mit der Aufnahme von Mezzanine-Kapital „den Banken und dem Kapitalmarkt seinen Investment-Grade-Status demonstrieren“ wolle „und sich so aus der „Sippenhaft“ des Branchenumfeldes befreien“ wolle.<sup>137</sup> Auch interessant ist, dass ein Unternehmen Mezzanine verwendet, weil der Verwendungszweck nicht offengelegt werden muss, sowie, dass ein Unternehmen die Finanzierung auf Wunsch einer Bank verwendet.

Gefragt wurde nicht nur nach dem Anlass der mezzaninen Finanzierungsaufnahme sondern auch nach den Zielen der Finanzierungsaufnahme. Dabei wurde sowohl nach Primär- wie auch nach Sekundärzielen gefragt. In Tabelle 5 werden die genannten Ziele dargestellt.

	primär	sekundär
Rating verbessern, wirtschaftliches EK stärken	11	7
Liquiditätsreserve, Kriegskasse	8	1
Mehr Unabhängigkeit von Banken	3	3
Mehr Flexibilität, Komfortgewinn	2	2
Bonität/Kapitalmarktfähigkeit demonstrieren	1	1
Diversifikation der Finanzierungsquellen	0	3
Reduzierung der Fremdkapitalkosten	0	3
Stabilisierung des Bankenkonsortiums	0	1
Leichtere Finanzierung des Umlaufvermögens	0	1
Zurückführung von Gesellschafterdarlehen	0	1
Tax-Shield	0	1

Tabelle 5: Ziele bei der Mezzanine-Aufnahme<sup>138</sup>

<sup>137</sup> Hedstück/Göbel (2006), S. 12.

<sup>138</sup> Tabelle übernommen aus Hedstück/Göbel (2006), S. 14.

Bei den Finanzierungszielen zeigt sich, dass bei vielen Unternehmen nicht der Mittelzufluss selbst im Vordergrund stand sondern darüber hinaus gehende Ziele, die erst nach Erfüllung des Liquiditätsziels Wichtigkeit erlangen. Zu diesen weiteren Zielen zählen die Risikominimierung und der Erhalt der unternehmerischen Freiheit wie in Kapitel 2.1.3 dieser Arbeit geschrieben. Die mezzanine Finanzierung wird demnach oft in Situationen eingesetzt, in denen die klassischen Primärziele Liquiditätssicherung und Vermögensmaximierung<sup>139</sup> bereits erreicht sind. Insgesamt finden sich viele interessante Ansätze in der Feldstudie von *Hedstück* und *Göbel*. Das mag daran liegen, dass die Studie nicht dazu stattfand, existierende Kapitalstrukturtheorien empirisch zu überprüfen. Stattdessen beruhen die Auswertungen auf offenen Gesprächen über die Aufnahme der Finanzierung anlässlich der großen Erfolge der Mezzanine-Programme in den Jahren 2004 bis 2006. Die Auswertungen zeigen, welche Motive den finanzierten Unternehmen besonders wichtig waren. Viele der Finanzierungsziele und Finanzierungsanlässe fließen in die Hypothesen dieser Arbeit ein. Nicht stringent analysiert wird in der Studie von *Hedstück* und *Göbel* ob es Zusammenhänge zwischen Unternehmen mit ähnlichen Präferenzen gibt. Warum ist es manchen Unternehmen wichtig, ihr Rating zu verbessern oder Liquiditätsreserven zu bilden und anderen nicht? Stehen Finanzierungspräferenzen in einem Zusammenhang mit unternehmensspezifischen oder situationsspezifischen Merkmalen? Die Analyse solcher Zusammenhänge ist ein wesentliches Ziel dieser Arbeit.

---

<sup>139</sup> Gerke/Bank (1998), S. 21.

## 4 Programm-Mezzanine als Finanzierungsinstrument

In dieser Arbeit werden nur Unternehmen zur Teilnahme an der Befragung eingeladen, die dasselbe mezzanine Finanzierungsinstrument verwenden. Im Folgenden wird dieses Finanzierungsinstrument vorgestellt.

### 4.1 Programm-Mezzanine und Individual-Mezzanine

Mezzanine Finanzierungen sind nicht neu und wurden mittelständischen Unternehmen auch schon vor 2004 angeboten. Eine breitere Bekanntheit erlangte diese Finanzierungsart jedoch erst durch die Verbriefung von standardisierten Mezzanineverträgen, wie sie unter dem Namen PREPS im Jahr 2004 erstmals durch die Capital Efficiency Group mit Unterstützung der HypoVereinsbank durchgeführt wurde. Es entstand sogenanntes Programm-Mezzanine, welches sich vom bereits existierenden Individual-Mezzanine abgrenzt.

Bei Programm-Mezzanine wird üblicherweise ein standardisierter Genussrechtsvertrag verwendet von dem innerhalb einer Transaktion nur wenige Ausnahmen gemacht werden.<sup>140</sup> Die Verwendung eines standardisierten Vertrags macht die Verbriefung der Genussrechte über eine Zweckgesellschaft am Kapitalmarkt einfacher, weil die Cash-Flows gebündelt werden und Ratingagenturen und Investoren nur einen Genussrechtsvertrag beurteilen müssen.<sup>141</sup>

Individual-Mezzanine dagegen kann vollkommen flexibel ausgestaltet werden und wird oft parallel zu einer Eigenkapitalbeteiligung gegeben. Der Kapitalgeber kann den Vertrag mit dem Kapitalnehmer individuell aushandeln, weil keine anschließende Bündelung für eine Verbriefung oder eine Portfolio-Transaktion vorgesehen ist.

---

<sup>140</sup> Aktiengesellschaften wurden Nachrangdarlehen angeboten, weil sie für die Emission eines Genussrechts einen Beschluss der Aktionäre brauchen und ein solcher einige Vorlaufzeit benötigt. Daher wurde für sie ein Nachrangdarlehen mit einjähriger Wandlungsoption in ein Genussrecht angeboten.

<sup>141</sup> Eine Darstellung einer Verbriefungsstruktur und der beteiligten Parteien findet in Kapitel 4.4 statt.

Jetter sieht folgende wesentliche Unterschiede zwischen Programm-Mezzanine und Individual-Mezzanine:

	<b>Programm-Mezzanine</b>	<b>Individual-Mezzanine</b>
<b>Vorteile</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Einfache Struktur</li> <li>- Günstiger Zinssatz</li> <li>- Klares Ratingraster</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Maßgeschneiderte Vertrag möglich</li> <li>- Laufzeitflexibilität</li> <li>- Bonität individuell bewertbar</li> </ul>
<b>Nachteile</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kein Spielraum für individuelle Erfordernisse</li> <li>- Laufzeit an Refinanzierung gebunden</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Meist teurer</li> <li>- Hohe Mitspracheanforderungen</li> <li>- Meist starke Erfolgsabhängigkeit</li> </ul>

Tabelle 6: Vergleich Programm-Mezzanine und Individual-Mezzanine<sup>142</sup>

## 4.2 Ausgestaltungsmerkmale von mezzaninem Kapital

Wie bereits in Kapitel 2.1.2 ausgeführt, lassen sich die verschiedenen Mezzanineinstrumente nicht anhand ihrer Namen beurteilen, weil beispielsweise das Genussrecht sehr unterschiedlich ausgestaltet werden kann.<sup>143</sup> Wer immer ein Instrument bewerten möchte, ob es der Kapitalnehmer selbst ist, ein Analyst der Hausbank, der Wirtschaftsprüfer oder Steuerberater, muss den Finanzierungstitel anhand der vertraglich vereinbarten Rechte und Pflichten beurteilen.

Im Folgenden werden die wesentlichen Vertragsmerkmale von Programm-Mezzanine im Allgemeinen und PREPS im Speziellen vorgestellt:

<sup>142</sup> Tabelle übernommen aus Jetter (2008), S. 139.

<sup>143</sup> Heinemann/Kraus/Schneider (2006), S. 171 f.

## 1. Nachrangigkeit

Die Nachrangigkeit der Finanzierung ist das wichtigste Merkmal<sup>144</sup> von Mezzanine. Im Falle der Unternehmensliquidation werden die Fremdkapitalgeber vorrangig zum Mezzaninekapitalgeber bedient. Gegenüber den Eigenkapitalgebern ist der Mezzaninekapitalgeber allerdings wiederum vorrangig zu bedienen. Durch die Nachrangigkeit gegenüber den herkömmlichen Bankkrediten schützt die Mezzaninefinanzierung die Bank vor Ausfällen. Nachrangigkeit ist eine wesentliche Voraussetzung für die Anerkennung als wirtschaftliches Eigenkapital durch Banken.<sup>145</sup> Die Nachrangigkeit kann durch eine Rangrücktrittsklausel im Finanzierungsvertrag dokumentiert werden. Es gibt die Möglichkeit einer einfachen Nachrangigkeit oder einer qualifizierten<sup>146</sup> Nachrangigkeit. Auch kann unterschieden werden, ob sich die Nachrangigkeit nur auf die Rückzahlung oder auch auf die laufende Vergütung bezieht.

PREPS war über alle Transaktionen mit einem qualifizierten Nachrang ausgestattet, der allerdings nur für die Rückzahlung und nicht für die Vergütung bestand. Nachrangige Zinszahlungen hätten das Rating der Wertpapiere verschlechtert, welche die Zweckgesellschaft zur Refinanzierung emittiert hat (siehe Kapitel 4.4) und so die Kosten für die Kapitalnehmer erhöht. Wie auch die Studie von *Hedstück* und *Göbel* zeigt, ist die Anrechnung als wirtschaftliches Eigenkapital und der Effekt auf das Rating den finanzierten Unternehmen sehr wichtig.<sup>147</sup>

## 2. Laufzeit

Die Laufzeit von mezzaninen Instrumenten kann unterschiedlich lang sein. Die Mindestlaufzeit der Finanzierung sollte nicht unter 5 Jahren liegen, weil sonst die Finanzierung durch Banken nicht als wirtschaftliches Eigenkapital bewertet

---

<sup>144</sup> Werner (2007), S. 24.

<sup>145</sup> Vgl. Kapitel 4.3 dieser Arbeit.

<sup>146</sup> Qualifiziert ist der Nachrang, wenn er gegenüber allen (auch zukünftigen) vorrangigen Finanzierungen gilt.

<sup>147</sup> Hedstück/Göbel (2006), S. 14.

werden kann (siehe Abbildung 5). Üblich bei Programm-Mezzanine ist eine fixe Laufzeit von 7 Jahren. Andere Mezzaninemittel haben teilweise eine deutlich längere Laufzeit von 10 Jahren oder sogar eine unbefristete Laufzeit (falls es sich um bilanzielles Eigenkapital nach HGB oder gar IFRS handeln soll).

Die PREPS-Transaktionen hatten alle eine Finanzierungslaufzeit von sieben Jahren. Die Laufzeit von PREPS war damit deutlich länger als die durchschnittlichen Laufzeiten der Fremdfinanzierungen von den Kapitalnehmern. Unternehmen könnten die Finanzierung gewählt haben, weil sie ihnen langfristig zur Verfügung steht.

### 3. Besicherung

Wie bei Eigenkapital wird auch bei Mezzaninekapital üblicher Weise auf eine Besicherung verzichtet. Die Abwesenheit von Sicherheiten ist aus Sicht der Kapitalnehmer ein wesentlicher Vorteil von Mezzanine. Unternehmen, die keine freien Sicherheiten mehr haben, können sich mit Mezzanine weiter verschulden. Auch ist es üblich, dass Unternehmen sich bei syndizierten Finanzierungen gegenüber ihren Banken verpflichten, keine weiteren gleichrangigen Kapitalgeber aufzunehmen oder Sicherheiten an neue Kapitalgeber zu vergeben. In einer solchen Situation kann es vorteilhaft sein, eine mezzanine Finanzierung zu verwenden, anstatt den syndizierten Kreditvertrag neu zu verhandeln.

Bei PREPS waren keine Sicherheiten erforderlich. Die mezzanine Finanzierung könnte Verwendung finden, weil für sie keine Sicherheiten gestellt werden müssen.

### 4. Rückzahlung

Die Rückzahlung erfolgt bei Programm-Mezzanine üblicher Weise in einer Tranche. Bei Individual-Mezzanine ist auch eine ratenweise Rückführung verhandelbar. Die Endfälligkeit ist für den Mittelstand eher ungewöhnlich während sie bei Großunternehmen üblicher ist. Unternehmen sollten keine im Verhältnis zur gesamten Finanzierungssumme großen Anteile endfällig

finanzieren, weil die Gefahr besteht, dass sie zum Fälligkeits- und Refinanzierungsdatum wirtschaftliche Schwierigkeiten haben.<sup>148</sup>

Auch die PREPS-Finanzierungen sind endfällig. So steht die Finanzierung dem Kapitalnehmer über die gesamte Laufzeit in vollem Umfang zur Verfügung.

## 5. Kündigung

Eine ordentliche Kündigung ist bei Mezzanine meist beidseitig ausgeschlossen. Außerordentliche Kündigungsrechte lassen sich nicht ausschließen, da es sich um ein Dauerschuldverhältnis nach § 314 BGB handelt. Dem Kapitalgeber (beziehungsweise der handelnden Zweckgesellschaft) und Kapitalnehmer stehen Kündigungsrechte in speziellen Situationen zu. Üblich ist die sogenannte „Change of Control“ Klausel.<sup>149</sup> Falls ein Mezzaninekapitalnehmer mehrheitlich von einem anderen Unternehmen übernommen wird und es dadurch zu einer objektiven Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation des Kapitalnehmers kommt, kann der Kapitalgeber kündigen. Ebenfalls gekündigt werden kann, wenn der Kapitalnehmer seiner Informationspflicht nicht nachkommt oder er fällige Zinsen nicht zahlt obwohl er nicht insolvent ist.<sup>150</sup>

Auch bei den PREPS-Transaktionen gab es außerordentliche Kündigungsmöglichkeiten zum Schutze der Kapitalgeber. Gekündigt werden konnte unter anderem bei Liquidation des Kapitalnehmers, Eröffnung eines Insolvenzverfahrens, dem mehrfachen Ausbleiben von Zinszahlungen, Verletzungen der Informationsrechte oder einem Change of Control mit einhergehender wesentlicher Verschlechterung der wirtschaftlichen Interessen der Zweckgesellschaft. Eine ordentliche Kündigungsmöglichkeit war dagegen nicht vorgesehen und so wurde die Finanzierung vielleicht auch deswegen ausgewählt, weil sie dem Kapitalnehmer stabil und verlässlich über die Laufzeit zur Verfügung steht.

---

<sup>148</sup> Stäglich und Teller schlagen als Daumenregel vor, dass nicht mehr als ein Drittel der Finanzierungssumme zu einem Datum fällig werden sollte. Stäglich/Teller (2006), S. 129 f.

<sup>149</sup> Jetter (2008), S. 142.

<sup>150</sup> Heinke (2006), S. 105.

## 6. Verlustbeteiligung

Unter Verlustbeteiligung ist nicht zu verstehen, dass der Mezzaninekapitalgeber bei einer Unternehmensliquidierung nachrangig ist und so einen Verlust erleidet, sondern, dass seine Forderung in Verlustjahren reduziert wird, so dass der Kapitalnehmer über den daraus resultierenden außerordentlichen Ertrag ein besseres Ergebnis ausweisen kann. Eine solche Verlustbeteiligung ist üblicher Weise mit einer Besserungsabrede kombiniert, die für positive Geschäftsjahre eine Zuschreibung der Forderung bis zur Höhe des Nominalbetrages vorsieht.<sup>151</sup> Unter den verschiedenen Mezzanine-Programmen wurde der Wettbewerb zu einem großen Teil über das Thema Verlustbeteiligung ausgetragen. Unstrittig ist, dass Mezzaninekapital ohne Verlustbeteiligung nicht im bilanziellen Eigenkapital (sowohl HGB wie auch IFRS) auszuweisen ist. Trotzdem schützt auch Mezzanine ohne Verlustbeteiligung die vorrangige Forderung einer Bank, so dass der Titel dem wirtschaftlichen Eigenkapital zugerechnet werden sollte. Ob eine Verlustbeteiligung dem Kapitalnehmer hilft, ist strittig, weil Insolvenzen praktisch nie durch Überschuldung, sondern durch (drohende oder tatsächliche) Zahlungsunfähigkeit ausgelöst werden.

Bei PREPS gab es keine vertraglich vereinbarte Verlustbeteiligung. Eine Verlustbeteiligung hätte das Rating der Zweckgesellschaft deutlich verschlechtert und deshalb die Finanzierung für die Kapitalnehmer teurer gemacht.

## 7. Vergütung und weitere Kosten

Es ist bei Mezzanine üblich, eine Basisvergütung und eine erfolgsabhängige Vergütungskomponente zu kombinieren. Wenn die Basisvergütung dominiert, handelt es sich eher um fremdkapitalnahes Mezzanine. Liegt umgekehrt der Schwerpunkt auf einer erfolgsabhängigen und damit unsicheren Vergütung, rückt das Mezzanine näher an Eigenkapital.<sup>152</sup> In der Theorie wird viel über weitere Komponenten zum Laufzeitende gesprochen, sogenannte „Mezzanine-

---

<sup>151</sup> Werner (2007), S. 27.

<sup>152</sup> Föcking (2006), S. 33.



Kickers“ analog zu den „Equity-Kickers“ in der Private-Equity-Finanzierung. Jedoch ist bei Programm-Mezzanine ein zusätzlicher Mezzanine-Kicker nicht üblich. Neben der Vergütung und Nebenkosten für Bonitätsbeurteilungen und andere Dienstleistungen sieht *Föcking* als drittes Element die Steuereinsparungen. Er argumentiert, dass es je nach Vertragsausgestaltung zu mehr oder weniger umfangreichen Steuerersparnissen kommen kann, weil erfolgsabhängige Vergütungen im Gegensatz zur Basisverzinsung nicht unbedingt steuerlich abzugsfähig seien und schlägt daher eine nach-Steuer-Kostenbetrachtung vor.<sup>153</sup>

Bei PREPS war ein fester Zins vierteljährlich zu zahlen. Hinzu konnte eine variable Gewinnbeteiligung kommen, deren Zustandekommen vom Erreichen bei Vertragsschluss vereinbarter Gewinnschwellen abhängig war. Bei Überschreitung der unteren Gewinnschwelle war eine zusätzliche Vergütung von einem weiteren Prozent und bei Überschreitung der oberen Gewinnschwelle noch ein weiteres Prozent Vergütung für das entsprechende Geschäftsjahr zu zahlen. Im Gegensatz zu machen Wettbewerbsprodukten zahlten bei PREPS alle Unternehmen einer Transaktion unabhängig von ihrer Bonität bei Vertragsabschluss und unabhängig von ihrer Bonitätsentwicklung während der Kreditlaufzeit denselben Basiszins. Möglicherweise haben Unternehmen sich für die mezzanine Finanzierung entschieden, weil sie günstig im Vergleich zu Alternativen war.

#### 8. Sonstige Vereinbarungen und Covenants

Das wichtigste Recht für den Kapitalgeber ist ein relativ weitreichendes Informationsrecht. Der Kapitalnehmer ist verpflichtet, innerhalb gewisser Fristen testierte Jahresabschlüsse einzureichen. Bei manchen Transaktionen ist zusätzlich noch die Berechnung der Schwellenwerte für die etwaige erfolgsabhängige Vergütung durch einen Wirtschaftsprüfer vorzunehmen, ein Quartalsreporting vorzulegen und über wesentliche wirtschaftliche Entwicklungen zu informieren. Die Informationspflichten sind auch innerhalb

---

<sup>153</sup> *Föcking* (2006), S. 27.

der Mezzanine-Programme unterschiedlich weitgehend. Allgemein nehmen die Informationspflichten von Transaktion zu Transaktion zu, weil es bei den älteren Transaktionen zu vermehrten Ausfällen kam, die auf Betrug zurückzuführen waren. Die Informationspflichten können mit Strafzahlungen und Kündigungsrechten kombiniert sein. Auch ist es üblich, dass ein Krisenmanager in die Verbriefungsstruktur eingebunden ist. Bei einer wirtschaftlichen Verschlechterung besteht für die finanzierten Unternehmen die Verpflichtung, Gespräche mit dem sogenannten Recovery-Manager zu führen.<sup>154</sup> Zeitgleich verschärfen sich meist die Informationspflichten. Eine weitere Verpflichtung seitens des Kapitalnehmers kann es sein, einen ausreichenden Versicherungsschutz für das finanzierte Unternehmen sicher zu stellen, wie *Heinke* schreibt.<sup>155</sup>

Bei den PREPS-Transaktionen bestehen Informationspflichten in einem Umfang, wie er auch bei Kreditfinanzierungen üblich ist. Bei einer wirtschaftlichen Verschlechterung nehmen die Informationspflichten zu und Gespräche mit dem Recovery Manager werden obligat. Ab der Transaktion PREPS 2004-2 wurde die Aufnahme nachrangiger Finanzierungen, die jedoch gegenüber PREPS vorrangig wären, genehmigungspflichtig.

### **4.3 Bilanzielle, steuerliche Sicht und Bankensicht**

Die Beurteilung der mezzaninen Finanzierung durch Externe kann entscheidungsrelevant für ihre Verwendung sein. Wie jedes Finanzierungsinstrument kann auch Mezzanine aus verschiedenen Perspektiven betrachtet werden. Bei idealtypischem Eigen- und Fremdkapital führen die verschiedenen Sichtweisen jedoch nicht zu verschiedenen Ergebnissen. Das Stammkapital einer GmbH ist selbstverständlich auch in der Bilanz Eigenkapital. Ebenso ist es im Rating der Bank Eigenkapital. Die Gewinnausschüttung an die Gesellschafter ist für die Gesellschaft nicht steuerlich abzugsfähig. Umgekehrt ist der kurzfristige Bankkredit in der Bilanz

---

<sup>154</sup> Heinke (2006), S. 109.

<sup>155</sup> Heinke (2006), S. 105.

Fremdkapital, im Rating der Bank ebenfalls. Die Finanzierungsaufwendungen sind steuerlich abzugsfähig, in dem sie die Besteuerungsgrundlage reduzieren.<sup>156</sup>

Bei Mezzaninekapital dagegen können die drei Sichtweisen unterschiedlich ausfallen und das ist auch so gewollt. Idealer Weise wird das Mezzaninekapital in der Handelsbilanz als Eigenkapital bilanziert, bei der Bilanzanalyse der Bank ebenfalls als (Quasi-) Eigenkapital betrachtet und steuerlich als Fremdkapital gesehen. So reduziert sich das Jahresergebnis um den Zinsaufwand und damit auch die Steuerlast. Trotzdem bleiben die Vorteile von Eigenkapital erhalten.

Leider ist diese Ideallösung nicht einfach zu konstruieren und nicht frei von Risiken. Sehr spitzfindig konstruierte Verträge mögen zwar kurzfristig alle Vorteile kombinieren, es besteht jedoch immer die Gefahr, dass die Bewertung mit der Zeit oder Person unterschiedlich vorgenommen wird. Auch kann die Bewertung im Rating von Bank zu Bank unterschiedlich ausfallen oder es kann sich der Kriterienkatalog einer Bank ändern. Ebenso sind Wirtschaftsprüfer relativ unabhängig in ihren Entscheidungen. So liegen zwar oft Gutachten von Wirtschaftsprüfern über die „richtige“ Bilanzierung für die mezzaninen Finanzierungsinstrumente vor. Sie sind jedoch noch nicht einmal für Wirtschaftsprüfer derselben Kanzlei bindend.

#### **Steuerliche Sicht:**

Am eindeutigsten ist die steuerliche Bewertung von Mezzaninekapital. Die dominierenden Programme haben die Finanzierungsverträge so ausgestaltet, dass der Finanzaufwand steuerlich abzugsfähig ist. Es ist sehr unwahrscheinlich, dass sich diese Bewertung über die Laufzeit bestehender Finanzierungen ändert. In der Studie von *Hedstück* und *Göbel* gaben 18 von 23 Unternehmen an, dass die steuerliche Abzugsfähigkeit für sie entscheidungsrelevant war.<sup>157</sup>

---

<sup>156</sup> Tatsächlich werden seit 2008 die Zinsen im Berechnungsschema der Gewerbesteuer für Kapitalgesellschaften zu dem Gewinn aus Gewerbebetrieb wieder hinzuaddiert, jedoch maximal zu 25% und nach Abzug eines Freibetrages von bis zu 100.000 Euro von der Gesamtsumme der Finanzierungsentgelts. Daher können kleine Kapitalgesellschaften Finanzierungsaufwendungen meist vollständig abziehen.

<sup>157</sup> Hedstück/Göbel (2006), S. 23.

**Bilanzielle Sicht:**

Im Handelsgesetzbuch (HGB) ist in den §§ 247 Abs. 1 und 266 für Kapitalgesellschaften und in § 264 a für Personengesellschaften eine klare Trennung zwischen Eigen- und Fremdkapital vorgesehen. Trotzdem wird Mezzanine oft im Eigenkapital oder als Sonderposten mit Rücklageanteil ausgewiesen. Das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) hat deshalb in der Stellungnahme des Hauptfachausschusses 1/1994 „Zur Behandlung von Genussrechten im Jahresabschluss von Kapitalgesellschaften“<sup>158</sup> einen Kriterienkatalog für den bilanziellen Ausweis gegeben. Demnach muss eine mezzanine Finanzierung kumulativ folgende Kriterien erfüllen, damit sie im Eigenkapital und dort als letzte Position gesondert ausgewiesen als „Genussrechtskapital“ bilanziert werden kann:

- Erfolgsabhängige Vergütung
- Verlustteilnahme bis zur vollen Höhe
- Langfristigkeit der Kapitalüberlassung ohne wirtschaftliche Kündigungsrechte
- Nachrangigkeit bei Insolvenz oder Liquidation gegenüber allen Gläubigern

Auch wenn nur sehr wenige mittelständische Unternehmen nach IFRS bilanzieren, soll kurz auf diesen Standard eingegangen werden. Nach IFRS sind die Vorschriften zur Qualifizierung eines Finanzierungstitels als Eigenkapital noch strenger als nach HGB. So darf der Finanzierungsvertrag kein Laufzeitende vorsehen und die Zahlung der Zinsen muss im Ermessen des Unternehmens liegen.<sup>159</sup> Programm-Mezzanine ist nach IFRS kein Eigenkapital. Allerdings gibt es auch nach IFRS Überlegungen, eine Zwitterposition zwischen Eigen- und Fremdkapital einzuführen.<sup>160</sup>

---

<sup>158</sup> HFA WPg 1994, S. 419.

<sup>159</sup> Föcking (2006), S. 33.

<sup>160</sup> FASB-IASB New Conceptual Framework Project.

**Bewertung aus Sicht einer Bank/Ratingagentur:**

Letztendlich ist die Bilanzierung im Jahresabschluss nicht von so großer Bedeutung, wie es die heiß geführte Diskussion<sup>161</sup> vermuten ließe. Viel wichtiger ist, wie die Kapitalgeber des finanzierten Unternehmens die mezzanine Finanzierung betrachten. Wenn beispielsweise die Hausbank die mezzanine Finanzierung aufgrund der hohen laufenden Cash-Flow Belastung und der nahen Endfälligkeit negativ einschätzt, kann sich das Rating sogar verschlechtern.<sup>162</sup> In jedem Fall wird die Bank in ihrem Rating nicht einfach die Positionen aus der HGB-Bilanz übernehmen, sondern die Vertragsausgestaltung berücksichtigen. Schließlich dient der vom Wirtschaftsprüfer erstellte und geprüfte Abschluss nur dazu andere zu informieren, während das Rating einer Bank direkten Einfluss auf den Finanzierungsumfang und die Finanzierungskosten des Unternehmens hat. Die Anrechnung der mezzaninen Finanzierung zum wirtschaftlichen Eigenkapital im Bankenrating ist den finanzierten Unternehmen wichtig. Dies zeigt die Frage von *Hedstück* und *Göbel* nach den Zielen, die mit der Mezzanine-Aufnahme verfolgt wurden. Sowohl als Primär- wie auch als Sekundärziel fand keine andere Antwort so viel Zustimmung wie die Verbesserung des Ratings und die Stärkung des wirtschaftlichen Eigenkapitals.<sup>163</sup>

---

<sup>161</sup> So z.B. das im Mai 2007 unter der Leitung von Jörg Baetge erstellte Arbeitspapier der Expertgroup 1 „Ratingrelevante Aspekte der Mezzanine-Finanzierung“ bei der DVFA Ratingkommission mit dem Titel „Mezzanine Finanzierungsformen und Bilanzrating“. Das Arbeitspapier wurde von Managern der führenden Mezzanine-Programme in der Börsenzeitung am 11.8.2007 u.a. mit folgenden Aussagen kritisiert: „Die Betrachtung der Expertengruppe um Baetge sind recht abstrakt und aus der HGB-Perspektive. Sie stehen aber nicht im Einklang mit wirtschaftlichen Überlegungen.“ Oder auch: „Die Frage, ob Mezzanine bilanzielles Eigenkapital sei, sei nicht entscheidend. Vielmehr muss Mezzanine als wirtschaftliches Eigenkapital von den Banken akzeptiert werden“. Oder auch: „Prof. Baetge zielt mit seinen Vorschlägen auf die Rating-Verbesserung ab, also auf Bilanzkosmetik“.

<sup>162</sup> Everling/Trieu (2006), S. 89.

<sup>163</sup> Hedstück/Göbel (2006), S. 14.

<b>Laufzeit</b>	> 5 Jahre	8
	> 7 Jahre	1
	keine Mindestlaufzeit	1
<b>Restlaufzeit</b>	> 1 Jahr	5
	> 2 Jahre	1
	> 3 Jahre	1
	> Laufzeit des Kredits	2
	> keine Mindestlaufzeit	1
<b>Kündigungsrechte</b>	keine Kündigungsrechte	9
	nicht relevant	1
<b>Nachrangigkeit</b>	ja	10
	irrelevant	1
<b>Zinsstundung in der Krise</b>	ja	7
	irrelevant	3
<b>Verlustbeteiligung</b>	ja	5
	nicht relevant für 50% wEK, aber relevant für 100% wEK	3
	irrelevant	2

Abbildung 5: Kriterien für die Einstufung als wirtschaftliches Eigenkapital (Anzahl Banken)<sup>164</sup>

Wie Abbildung 5 zeigt, haben deutsche Banken (Teilnehmer der Befragung waren: Bayern LB, Commerzbank, Deutsche Bank, Dresdner Bank, DZ Bank, HSH Nordbank, HypoVereinsbank, IKB, Landesbank Baden-Württemberg, West LB) recht unterschiedliche Forderungen für die Anerkennung einer mezzaninen Finanzierung für das wirtschaftliche Eigenkapital. Interessant auch eine Aussage eines Mezzaninekunden in derselben Studie von *Hedtstück* und *Göbel*. So gab es in 2004 besonders schwierige Gespräche mit Banken, weil sie ihre eigenen Wettbewerbsprodukte zu PREPS vorbereiteten. Die Schwierigkeiten ließen dann nach, als „die meisten Häuser eigene Produkte am Markt hatten und dadurch zumindest die Produktklasse nicht mehr kritisieren konnten“.<sup>165</sup> Zu Beginn der Laufzeit einer Mezzaninefinanzierung ist die

<sup>164</sup> Grafik übernommen aus Hedtstück/Göbel (2006), S. 32.

<sup>165</sup> Hedtstück/Göbel (2006), S. 20.

Zurechnung zum wirtschaftlichen Eigenkapital üblich. Über die Laufzeit ändert sich die Bewertung, weil die Fälligkeit näher rückt. Manche Banken rechnen beispielsweise PREPS fünf Jahre lang dem wirtschaftlichen Eigenkapital zu, dann ein Jahr dem mittelfristigen Fremdkapital und dann ein Jahr dem kurzfristigen Fremdkapital.

#### 4.4 Prozess und Struktur einer Programm-Mezzanine-Transaktion

Wie bereits in Kapitel 4.2 wird auch hier die Vorstellung zunächst allgemein für Programm-Mezzanine und dann speziell für PREPS durchgeführt.

In Abbildung 6 wird Struktur und Prozess einer Programm-Mezzanine-Transaktion vereinfacht dargestellt. Eine detailliertere grafische Darstellung einer PREPS-Struktur erfolgt im Anhang (siehe Abbildung 63). In ihr wird die tatsächliche Komplexität einer Verbriefungsstruktur deutlich.

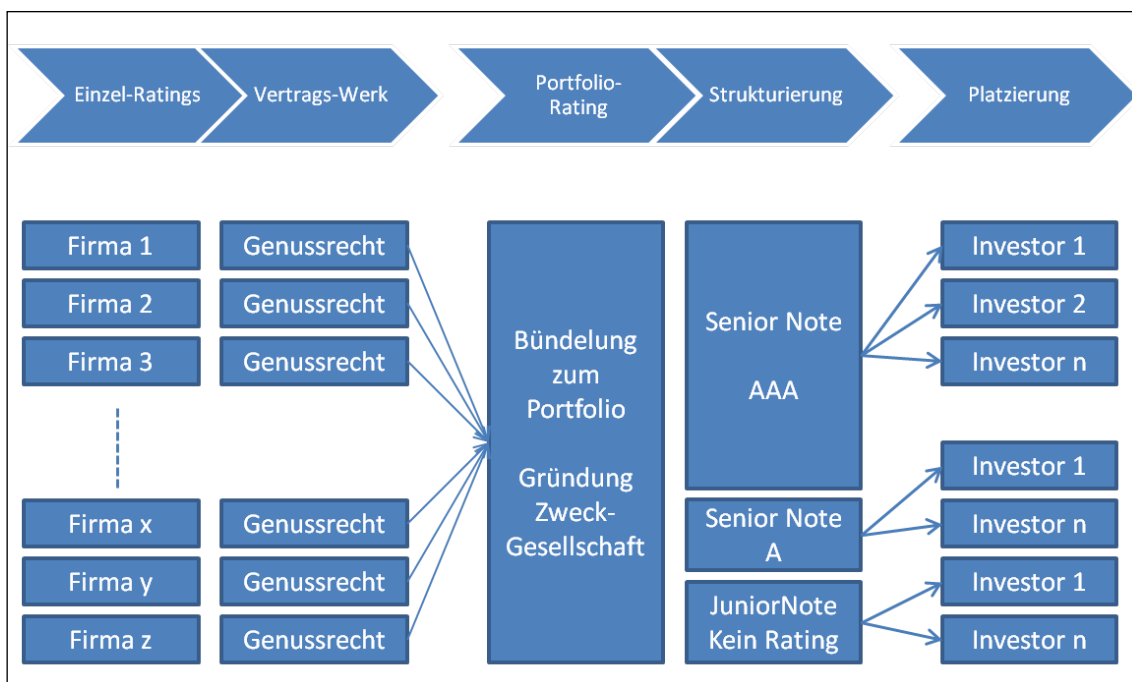


Abbildung 6: Struktur und Prozess einer Programm-Mezzanine-Transaktion<sup>166</sup>

<sup>166</sup> In Anlehnung an Heinke (2006), S. 104.

Die Mezzanine-Programme begannen stets mit der Zusammenstellung des Portfolios der Kapitalnehmer. Je nach Plattform wurden unterschiedliche Voraussetzungen bezüglich Bonität, Unternehmensgröße und anderen Kriterien verlangt. Üblicher Weise gaben die Unternehmen ein Angebot zum Abschluss einer Finanzierungsvereinbarung an den Initiator der Transaktion. Wenn genügend Unternehmen die Voraussetzungen erfüllt hatten und Angebote abgegeben hatten, wurde eine Zweckgesellschaft gegründet. Für die Zweckgesellschaft wurde der gesamte Finanzierungsbedarf bestimmt und die Refinanzierung über mehrere Tranchen am Kapitalmarkt durchgeführt. Dabei wurde versucht, möglichst große Tranchen mit möglichst guten Ratings zu erhalten, um die gewichteten Refinanzierungskosten zu minimieren. Die Tranchen stehen in einer Rangfolge. Die vorrangigste Tranche trägt das niedrigste Risiko und erhält deshalb auch die niedrigsten Zinsen (Senior Note), die nachrangigste Tranche umgekehrt (Junior Note). Sobald die Platzierung der Tranchen bei den Investoren abgeschlossen war, konnte die Zweckgesellschaft die von den Unternehmen gegebenen Angebote zum Abschluss einer Finanzierungsvereinbarung annehmen und den durch die Kapitalnehmer zu leistenden Zins bekannt geben.

Die Vorstellung der beteiligten Parteien hilft, ihre Interessen (und auch mögliche Interessenskonflikte) zu verstehen und die Unterschiede der verschiedenen Programme herauszuarbeiten.

#### 1. Initiator

Bei jeder Plattform gibt es einen Initiator, der den Prozess organisiert und die verschiedenen Parteien koordiniert. Er steht außerhalb der Finanzierungsstruktur. Der Initiator ist bis auf wenige Ausnahmen (die Deutsche Bank und IKB, die zusammen EquiNotes initiiert haben, sind in die Junior Note ihrer Transaktionen investiert) nicht investiert. Er trägt die Anlaufkosten und damit das Risiko, ob eine Transaktion zustande kommt. Von einer „Chance auf ein nahezu risikoloses Geschäft“ zu sprechen,<sup>167</sup> scheint in Anbetracht der siebenstelligen Anlaufkosten für Rechtsberatung, Vertrieb und Rating der Sache nicht gerecht zu werden.

---

<sup>167</sup> Hommel/Schneider/Nothse (2010), S. 13.



Die Capital Efficiency Group AG (CEG) mit Sitz in der Schweiz ist Initiatorin von PREPS und Begründerin des gesamten Marktes verbriefter mezzaniner Mittelstandsfinanzierungen. Die CEG ist bankenunabhängig. Trotzdem hatte auch sie ein Interesse daran, die Verbriefung nicht als reines Provisionsgeschäft zu sehen, dass mit der erfolgreichen Verbriefung abgeschlossen wäre. Hohe Insolvenzzraten bei den finanzierten Unternehmen würden die Erfolgsaussichten für Folgetransaktionen schmälern.

## 2. Banken für Origination

Unter Origination wird die Werbung der Kapitalnehmer verstanden. Für eine Verbriefung muss das Portfolio der Kapitalnehmer möglichst groß und möglichst diversifiziert sein, um das Risiko für die Kapitalgeber und damit die Refinanzierungskosten zu senken. Origination wurde teilweise von Banken durchgeführt, die ohnehin im Geschäftsfeld Mittelstandsfinanzierung tätig waren (Es können Interessenskonflikte entstehen wenn eine Bank ein Unternehmen vorrangig finanziert und danach demselben Unternehmen die Nachrangfinanzierung vermittelt.)<sup>168</sup>. Andere Plattformen ohne Partner mit Historie in der Mittelstandsfinanzierung gingen eigene Wege. So wurde beispielsweise der breite deutsche Mittelstand per Fax über das eigene mezzanine Finanzierungsprodukt (PULS von Merrill Lynch mit der Gallionsfigur Lothar Späth) angesprochen und bei Interesse ein Termin vereinbart.

Die CEG hat von Anfang mit großen Geschäftsbanken bei der Ansprache der Mittelständler zusammengearbeitet. Bei den ersten beiden Transaktionen war alleine die HypoVereinsbank<sup>169</sup> Vertriebspartner der CEG. Von Transaktion zu Transaktion nahm die Zahl der Partnerbanken immer weiter zu und zur letzten erfolgreich platzierten Transaktion PREPS 2007-1 waren unter anderem folgende Banken über Kooperationsverträge für Origination eingebunden: Credit Suisse, BACA, SEB, Fortis und Barclays. Die Partnerbanken haben

---

<sup>168</sup> Vgl. Kapitel 5.6.

<sup>169</sup> Heute Teil der italienischen UniCredit Group.

selbstständig Unternehmen identifiziert und angesprochen. Dabei wurden zum einen Bestandskunden angesprochen zum anderen wurde das Produkt PREPS auch als Akquise-Instrument zur Neukundengewinnung eingesetzt.

### 3. Kreditkomitee

Das Kreditkomitee oder eine ähnliche Institution muss die Entscheidung treffen, welche Unternehmen in eine Transaktion aufgenommen werden. Zunächst mussten die Unternehmen bestimmte quantitative Kriterien erfüllen, wie eine Mindestgröße, eine Mindestbonitätsbeurteilung nach RiskCalc von Moody's KMV und, wenn eine Mittelstandsbank für Origination verantwortlich war, ein Mindestbankrating. Wenn diese Hürden genommen waren, wurde die Entscheidung durch das Kreditkomitee unter Berücksichtigung von Gesprächen und Dokumenten (Planzahlen, Strategie, aktuelle BWA und ähnliche Dokumente) gefällt.

Bei der CEG gab es eine eigenständige Abteilung für die Finanzierungsentscheidung. Die CEG war auch als Manager über die Laufzeit an die Transaktion gebunden und die Vergütung für die Management-Leistungen war sehr erfolgsabhängig. Deshalb war es im Interesse der CEG, bonitätsstarke Unternehmen mit positiven Erfolgsaussichten auszuwählen.

### 4. Ratingagenturen

Eine Verbriefung hat stets den Zweck, ein illiquides Asset liquide zu machen. Dazu gehört die Schaffung fungibler Wertpapiere. Erst durch ein Rating werden die Wertpapiere für die breite Masse der institutionellen Investoren interessant. Oft kritisiert wurden die Mezzanineverbiefungen dafür, dass bei einer geringen Granularität der Assets (30 bis 70 Finanzierungsverträge) sehr viele sehr kleine Wertpapiertranchen am Kapitalmarkt platziert wurden. Das diese Kritik zumindest für manche Mezzanine-Programme berechtigt ist, zeigte sich beispielsweise an der Insolvenz von NICI. Die *Deutsche Bank* schrieb: „The NICI impact appears minimal in the PREPS 2004-2 and FORCE 2005-1 deals. The NICI related loss in CBMEZ (Anmerkung des Verfassers: Bei CBMEZ

handelt es sich um das Produkt Mezz Cap der Commerzbank) may potentially wipe out the equity and result in principal write-down on the BB-rated bonds, in our opinion.<sup>170</sup> Während die nachrangigste Tranche und die Granularität bei PREPS und FORCE verhältnismäßig groß waren und die Insolvenz eines Kapitalnehmers keinen dramatischen Effekt hatte, war bei Mezz Cap das Gegenteil der Fall.

#### 5. Banken für Platzierung der Wertpapiere

Nachdem die Ratings für die Wertpapiertranchen erfolgt waren, mussten die Wertpapiere am Kapitalmarkt verkauft werden. In den meisten Fällen konnte die initiiierende Bank die Platzierung selbst durchführen. Auch hier entstanden wieder unterschiedlich ausgeprägte Interessenskonflikte. Während der Initiator seinen Erfolg mit der Platzierung erreicht hatte, entstand mit der erfolgreichen Platzierung für die verantwortliche Bank wiederum ein Reputationsrisiko. Eine schlechte Performance der Wertpapiere würde die zukünftige Platzierungsfähigkeit der Banken beeinträchtigen. So begründen *Franke* und *Hein*, dass die Commerzbank das NICI-Genussrecht von der Zweckgesellschaft CB Mezz Cap nach NICIs Insolvenz erworben hat, um Reputationskosten zu vermeiden.<sup>171</sup>

Da die CEG als Initiator von PREPS keine Investmentbank ist, wurde die Platzierung der Wertpapiere mit Partnern durchgeführt. Die Junior Note wurde zusammen mit der Credit Suisse platziert. Bei der Senior Note waren JPMorgan zusammen mit der Investmentbank-Sparte der HVB Joint Book Runner.

#### 6. Recovery Manager

Nach Auszahlung der Finanzierung an die Kapitalnehmer beginnt die Laufzeit der mezzaninen Finanzierung. Während der Laufzeit wird die Bonität der Unternehmen fortwährend beurteilt. Der Recovery Manager steht Unternehmen beratend zur Seite wenn sich deren Bonität über die Laufzeit der Finanzierung

---

<sup>170</sup> Deutsche Bank (2006), S. 6.

<sup>171</sup> Franke/Hein (2008), S. 237.

verschlechtert. Der Recovery Manager vertritt die Zweckgesellschaft bei Sanierungsgesprächen im Interesse der Kapitalgeber. Sollte eine Verwertung des Finanzierungsvertrags notwendig sein, ist der Recovery Manager beauftragt, den Verkaufsprozess zu koordinieren. Problematisch ist, wenn der Recovery Manager nicht nur Interessen der Kapitalgeber vertritt, sondern noch andere Abhängigkeiten hat. Insbesondere bei den Programmen, die von Mittelstandsbanken initiiert wurden, kann gefragt werden, ob der Recovery Manager bei Sanierungsgesprächen nur die mezzanine Position vertritt oder sich durch einen gegebenenfalls gleichzeitig vorhandenen vorrangigen und besicherten Bankkredit beeinflussen lässt.

Bei PREPS gelangen Unternehmen automatisch in den Recovery Prozess sobald die Bonität unter Investment-Grade sinkt. Der Recovery Manager ist ein auf Sanierung und Turn-Around-Management spezialisierter Dienstleister, dessen Aufgabe es ist, bonitätsschwache Unternehmen zu beraten, so dass sie ihre Krise überwinden. Er hat keine Weisungsbefugnis, jedoch sind die Unternehmen verpflichtet, mehrfach jährlich für Gespräche mit ihm bereit zu stehen und ihn permanent mit Informationen zu versorgen. Falls das Unternehmen in ein Insolvenzverfahren gerät, hat der Recovery Manager die Aufgabe, einen Verkauf des Genussrechts PREPS zu prüfen. Der Recovery Manager ist durch seine Vergütungsstruktur motiviert, dass Genussrecht maximal teuer zu verkaufen und so sowohl die eigenen Erlöse wie auch die Erlöse der Zweckgesellschaft und damit auch die der Investoren zu maximieren. Es ist möglich, dass Unternehmen sich für die mezzanine Finanzierung mit unabhängigem Recovery Manager entscheiden, weil sich dieser aufgrund der Abwesenheit verwertbarer Sicherheiten in einer Krise für die Fortführung des Unternehmens einsetzen wird.

## 4.5 Der deutsche Markt für Programm-Mezzanine

Obwohl Mezzanine als Finanzierungsinstrument alt ist, wurde es erst 2004 einer größeren Öffentlichkeit bekannt.<sup>172</sup> Bis 2004 wurden mezzanine Finanzierungen im Mittelstand hauptsächlich von den Gesellschaftern (beispielsweise in Form von Nachrangdarlehen), Banken und den Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften (MBG) vergeben. Mit der erstmalig im Frühjahr 2004 von der Capital Efficiency Group (CEG) initiierten Verbriefung von Genussrechten unter dem Namen PREPS 2004-1 begann die jüngste Erfolgsgeschichte von Mezzanine. Der Erfolg beruht auf verschiedenen Faktoren. Durch die Standardisierung konnten die Nebenkosten der mezzaninen Finanzierung gesenkt werden. Auch die damalige Renditeerwartung der Investoren<sup>173</sup> war ursächlich verantwortlich für die niedrigen Zinsen. Hinzu kam, dass in den Jahren 2001 bis 2003 nach dem Platzen der New Economy Blase die deutschen Banken deutlich restriktiver Kredite vergaben, so dass es kein genügendes Kreditangebot gab.<sup>174</sup> Auch wurde das Finanzierungsinstrument sehr offensiv sowohl durch den Initiator CEG wie auch durch die Vertriebspartner vertrieben. Die HypoVereinsbank konnte mit dem Pionierprodukt PREPS nicht nur bestehende Kunden finanzieren, sondern auch in großem Umfang Neukunden gewinnen. Die Gewinnung von Neukunden ist in dem extrem gesättigten deutschen Bankenmarkt, der durch hohen Wettbewerb und einer nahezu atomistischen Marktstruktur geprägt ist, allgemein sehr schwierig. Wie *Franz, Hötzingler* und *Mangels* 2007 feststellten, „trägt der Ausbau des Geschäftsfeldes Mezzanine-Kapital maßgeblich zur Stärkung der Kundenbindung und damit zur Sicherung der Marktanteile im mittelständischen Firmenkundengeschäft bei.“<sup>175</sup> Insofern ist es nicht verwunderlich, dass auch viele Wettbewerber der HypoVereinsbank mit eigenen Produkten in den Programm-Mezzanine-Markt eintraten und sich dieser rasant entwickelte. Abbildung 7 zeigt die Transaktionen im zeitlichen Ablauf. Auf der Ordinate ist die Anzahl der verbrieften Finanzierungsverträge der jeweiligen Transaktion abgetragen:

---

<sup>172</sup> So sind beispielsweise in der Bibliothek der Hochschule Sankt Gallen unter dem Suchbegriff „Mezzanine“ gerade einmal 8 von 44 Quellen in den Jahren vor 2004 erschienen, aber 36 seit 2004: <http://aleph.unisg.ch/F> Datum der Abfrage: 25. August 2014.

<sup>173</sup> Hommel/Schneider/Nothse (2010), S. 8.

<sup>174</sup> Bundesbank (2006), S. 24.

<sup>175</sup> Franz/Hötzingler/Mangels (2007), S. 49.

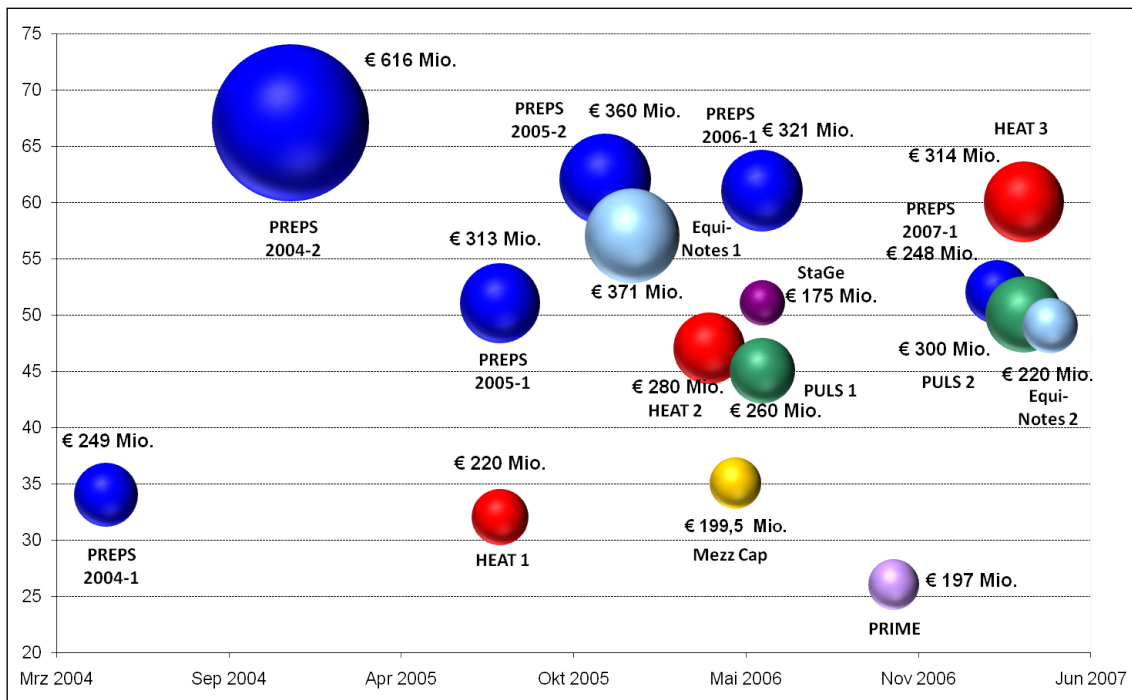


Abbildung 7: Marktüberblick über kapitalmarktfremfinanzierte Mezzanine-Verbriefungen<sup>176</sup>

Während es im Jahr 2004 ausschließlich zwei PREPS-Transaktionen der CEG mit Unterstützung der HVB gab, kamen im Jahr 2005 neben zwei weiteren PREPS-Transaktionen noch eine Transaktion der HSBC unter dem Programm-Namen HEAT auf den Markt. Im Jahr 2006 wurden neben einer PREPS- und einer HEAT-Transaktion erstmals EquiNotes von den gemeinschaftlich arbeitenden Deutschen Bank und IKB, MezzCap von der Commerzbank, Smart Mezzanine (StaGe) von den gemeinschaftlich arbeitenden Bayern LB zusammen mit der West LB, PULS von Merrill Lynch und Smart Mezzanine (PRIME) von den gemeinschaftlich arbeitenden Landesbank Baden-Württemberg, HSH Nordbank und HASPA platziert. In 2007 kamen noch eine PREPS-, eine HEAT-, eine PULS- und eine EquiNotes-Transaktion auf den Markt, bevor die Finanzkrise weitere Verbriefungen unmöglich machte. Insgesamt wurde über diese Transaktionen ein Volumen von 4'632'800'000 Euro verteilt auf 779 Finanzierungen an den Mittelstand vergeben.<sup>177</sup>

<sup>176</sup> Capital Efficiency Group (2007).

<sup>177</sup> Die Zahlen entstanden auf Basis der Ratingreports von *FitchRatings*, *Moody's Investors Service* und *Standard & Poors*. Eine exakte Berechnung ist nicht möglich, da bei den PULS-Transaktionen nicht alle notwendigen Angaben offengelegt wurden.

Auch wenn es die Finanzkrise und das damit einhergehende Desinteresse der Investoren an weiteren Verbriefungen waren, die das Ende von Programm-Mezzanine besiegelten, gab es in den Jahren davor bereits mit steigender Anzahl der Transaktionen und Anbieter ernsthafte Probleme. Die Probleme wurden sichtbar als es zu den ersten Insolvenzen von Kapitalnehmern kam. Dabei fiel zunächst auf, dass ungewöhnlich viele Insolvenzen mit Betrug einhergingen. Es kam der Vorwurf auf, dass die Mezzanine-Plattformen besonders anfällig für Betrug waren. Als Reaktion wurde der Prozess der Kreditprüfung intensiviert und zusätzlich den Investoren mehr Information zur Verfügung gestellt.<sup>178</sup> Auch führten manche Insolvenzen bei verschiedenen Transaktionen zeitgleich zu Ausfällen, weil Unternehmen sich bei mehreren Programmen parallel bedienten. So zitieren *Hommel, Schneider* und *Nothse* eine IKB-Studie, der zufolge hinter 51 ausgefallenen Finanzierungen nur 31 Unternehmensinsolvenzen stehen, da 15 dieser Unternehmen an zwei bis vier Transaktionen teilgenommen hatten.<sup>179</sup> Auch auf diese Kritik wurde reagiert, in dem der Finanzierungsvertrag die Unternehmen zwang, die Aufnahme weiterer Nachrangfinanzierungen genehmigen zu lassen. Wirklich problematisch war jedoch, dass dieselbe Insolvenz zu ganz unterschiedlichen Effekten bei den verschiedenen Transaktionen führte.<sup>180</sup> Bei kleineren und weniger granularen Portfolios waren die Effekte deutlich gravierender. Als Reaktion darauf begann die CEG als erster Initiator damit, die Diversifikation und Größe einer Transaktion zu erhöhen, in dem auch Unternehmen außerhalb Deutschlands finanziert wurden. Außerdem gab es Versuche, den Markt zu konsolidieren, die jedoch scheiterten.<sup>181</sup>

---

<sup>178</sup> „Some platforms are making a step in the right direction by offering more details on the underlying portfolio ... However, it is not ordinarily the job of an ABS investor to conduct company analysis at this level.“, o.V. (2007), International Securitisation Report vom 1.5.2007.

<sup>179</sup> Hommel/Schneider/Nothse (2010), S. 18.

<sup>180</sup> „It seems, though, that the larger and more granular transactions – such as the PREPS deals – are better positioned to absorb defaults, unlike smaller and more concentrated transactions, according to Christinane Kuti, associate director, CDO performance analytics at Derivative Fitch.“, o.V. (2007), International Securitisation Report vom 1.5.2007.

<sup>181</sup> „A move towards consolidation among the platforms would be welcomed by most market participants, particularly investors.“, “There has been some discussion, but the talks do not seem to have gone anywhere. Perhaps it is for political reasons, because the larger institutional sponsors seem to love having their own platform – participants are willing to talk about consolidation, but only on a ‘you come to me’ basis.“, o.V. (2007), International Securitisation Report vom 1.5.2007.

Die Marktentwicklung für Mezzanine als Instrument der Mittelstandsfinanzierung lässt sich sehr gut in den Medien nachvollziehen:

- Das Pionierprodukt PREPS wird begeistert angenommen: „**Gebündelte Genüsse – Neue Mezzanine-Finanzierung**“,<sup>182</sup> Dezember 2004
- Zunehmender Wettbewerb unter den verschiedenen Programm-Mezzanine-Anbietern: „**Platform over-crowding**“,<sup>183</sup> 1.5.2007
- Es kommt zu überraschend vielen Insolvenzen: „**Insolvenzen verunsichern Geldgeber**“,<sup>184</sup> 30.5.2007
- Der Mezzanine-Markt bricht mit dem gesamten Verbriefungsmarkt ein: „**Markt für Hybridkapital bricht ein**“,<sup>185</sup> 10.1.2008
- Die Marktführer fusionieren: „**Mezzanine is back – Die längst überfällige Konsolidierung der Anbieter beginnt**“,<sup>186</sup> 30.4.2008
- Das Problem der Refinanzierung: „**Dem Mittelstand droht ein Milliardenproblem**“,<sup>187</sup> 31.03.2010
- Hoffnung auf erneute Mezzanine-Verbriefungen: „**Zu den Chancen einer Rückkehr von verbrieftem Mittelstands-Mezzanine**“,<sup>188</sup> 15.05.2010

Zusammenfassend kann zur Marktentwicklung gesagt werden, dass es in der Anfangsphase durch den rasanten Wachstum und den stark ausgeprägten Wettbewerb der Programme systematische Fehler gab, die jedoch lösbar waren beziehungsweise gelöst wurden. Programm-Mezzanine ist gemeinsam mit den anderen Verbriefungsvarianten in der Finanzkrise vom Kapitalmarkt verschwunden. Das ist bedauerlich ist, da mit Programm-Mezzanine insbesondere die für die deutsche Volkswirtschaft besonders wichtige Gruppe der großen und wachsenden

---

<sup>182</sup> Heinke/Göbel (2004).

<sup>183</sup> o.V. (2007), International Securitisation Report vom 1.5.2007.

<sup>184</sup> Bastian/Köhler (2007), Handelsblatt vom 30.5.2007.

<sup>185</sup> o.V. (2008), Handelsblatt vom 10.1.2008.

<sup>186</sup> Dentz (2008), S. 1, 3.

<sup>187</sup> Köhler/Nagl/Osman (2010), Handelsblatt vom 31.3.2010.

<sup>188</sup> Altenburg (2010), S. 506 ff.



mittelständischen Unternehmen finanziert wurde. Es gab bei den Fälligkeiten der ersten Transaktionen PREPS 2004-1 und PREPS 2004-2 für sämtliche Investorenklassen positive Renditen und es gibt wenig inhaltlichen Zusammenhang zwischen amerikanischen Hypotheken, deren Verbriefungen die Finanzkrise auslösten, und europäischem Mittelstandsmezzanine.

## 5 Aufstellung der Hypothesen

Die vorliegende Arbeit verfolgt das Ziel, mehr über Finanzierungsverhalten im deutschen Mittelstand zu erfahren. Folgende Forschungsfragen wurden in Abschnitt 1.1 formuliert: Weshalb entscheidet sich ein Unternehmen für ein Finanzierungsinstrument beziehungsweise welche Eigenschaften und Funktionen des Finanzierungsinstruments sind entscheidungsrelevant? Besteht zwischen der Wertschätzung dieser Eigenschaften und Funktionen und unternehmensspezifischen Merkmalen ein Zusammenhang?

Um diese Fragen zu bearbeiten, wurden in Kapitel zwei wesentliche Grundlagen gelegt. Dazu mussten zunächst Finanzierungsinstrumente definiert und ihre verschiedenen Ausgestaltungsmöglichkeiten charakterisiert werden. Anhand der jeweiligen Vertragsausgestaltung lassen sich nicht nur idealtypisches Eigenkapital und Fremdkapital unterscheiden sondern auch viele Abstufungen dazwischen. Das Finanzierungsinstrument PREPS ist Teil der Programm-Mezzanine Familie und wurde von allen für diese Arbeit befragten Unternehmen verwendet. Auch wurden die Begriffe Mittelstand, KMU und Familienunternehmen vorgestellt. Die befragten Unternehmen sind nach den quantitativen Kriterien der Europäischen Union mehrheitlich keine KMUs mehr, da sie aufgrund ihrer Umsätze und Bilanzsummen zu groß sind. Trotzdem ist ihr Finanzierungsumfeld typisch mittelständisch, da Eigentum und Kontrolle selten getrennt sind, es üblicherweise keinen Kapitalmarktzugang gibt und die Fremdfinanzierung über einige oder wenige Banken erfolgt. Wichtig war weiterhin festzustellen, dass die mit PREPS finanzierten Unternehmen aufgrund ihrer überdurchschnittlichen Bonität, Größe und Wachstum volkswirtschaftlich besonders wichtig sind.

Im folgenden Kapitel drei wurde auf die relevante Literatur eingegangen und wichtige theoretische und empirische Ergebnisse vorgestellt. Während für börsennotierte Großunternehmen viel Theorie existiert und insbesondere für amerikanische Unternehmen auch viel empirische Forschung betrieben wurde, ist über den deutschen Mittelstand empirisch relativ wenig bekannt. Die moderne Finanzierungstheorie begann mit dem Irrelevanztheorem und es folgten zahlreiche Theorien, die mehrheitlich Einflüsse auf die Kapitalstruktur (und damit Eigenkapitalquote) eines Unternehmens postulierten. Empirische Arbeiten über das Finanzierungsverhalten dienten dann oft zum Überprüfen dieser Theorien. „Die Wahl von Finanzierungsinstrumenten wird in einer Vielzahl theoretischer Modelle diskutiert, wobei die Finanzierungsentscheidung

zumeist auf die Kapitalstruktur, also das Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital, bezogen werden.<sup>189</sup> In der Mehrheit der empirischen Arbeiten über das Finanzierungsverhalten werden die möglichen Determinanten aufgelistet und dann einzeln ihr Einfluss auf die Kapitalstruktur untersucht. Beispielsweise wurde der Einfluss der Nationalität eines Unternehmens<sup>190</sup> oder der Einfluss der Branche<sup>191</sup> aber auch andere Determinanten wie die Unternehmensrentabilität, das Unternehmenswachstum, das Unternehmensalter, die Asset-Tangibilität jeweils auf die Höhe der Eigenkapitalquote geprüft.<sup>192</sup> Die Eigenkapitalquote ist jedoch nur mit Einschränkungen als abhängige Größe insbesondere für den Mittelstand geeignet, weil sie zum einen als Stichtagsgröße von vielen Zufällen und saisonalen Schwankungen abhängt, zum anderen aber auch durch ein aktives „Finanzkennzahlmanagement“<sup>193</sup> beeinflusst wird. Zusätzlich entsteht, sofern Finanzierungsentscheidungen auf die Kapitalstruktur reduziert werden, das Problem der Zuordnung mezzaniner Finanzierungen.

Die eben aufgeführten Gründe zeigen die Nachteile einer Auswertung der Eigenkapitalquote. Das gilt besonders für Untersuchungen des Mittelstandes. Hinzu kommt, dass diese Arbeit nicht durchgeführt wurde, um eine konkrete Theorie zu bestätigen oder zu widerlegen sondern eben um mehr über das tatsächliche Finanzierungsverhalten im Mittelstand zu erfahren. Die Forschungsfragen beziehen sich auf die einzelne Finanzierungsentscheidung und weniger auf das Aggregat sämtlicher historisch getroffener Finanzierungsentscheidungen, wie es sich in der Kapitalstruktur eines Unternehmens manifestieren. Es gibt gerade für diese sehr praxisnahe Fragestellung kaum empirische Untersuchungen. Das liegt vermutlich auch daran, dass die Eigenkapitalquote in vielen Datensätzen erhoben wird und so für Untersuchungen keine eigene Erhebung erfolgen muss. Genau bei dieser Forschungslücke setzt die vorliegende Arbeit an und soll einen Beitrag zum Erkenntnisgewinn leisten.

---

<sup>189</sup> Börner/Grichnik/Reize (2010), S. 230.

<sup>190</sup> Bspw. Rajan/Zingales (1995) oder Benito (2003).

<sup>191</sup> Bspw. Schulte (2005).

<sup>192</sup> Eine aktuelle Übersicht internationaler Studien zu den Einflussfaktoren auf die Fremdfinanzierung findet sich in Börner/Grichnik/Reize (2010), S. 232.

<sup>193</sup> Viele Unternehmen sind bemüht, zum Bilanzstichtag eine hohe Eigenkapitalquote auszuweisen, um so durch ein verbessertes Kreditrating Zinskosten zu minimieren. Daher kann angenommen werden, dass die Eigenkapitalquote zum Jahresende bei vielen Unternehmen über dem Jahresdurchschnitt liegt.

Für die Bearbeitung der Forschungsfragen musste eine eigenständige Primärdatenerhebung stattfinden.<sup>194</sup> Dazu wurden nur Unternehmen zur Befragung eingeladen, die dasselbe Finanzierungsinstrument verwendet haben. Erhoben wurde unter anderem die individuelle Wertschätzung verschiedener Finanzierungseigenschaften. Das gemeinsame Finanzierungsinstrument PREPS gehört zur Familie Programm-Mezzanine und wurde im vierten Kapitel dieser Arbeit näher vorgestellt. Wichtig für die folgenden Hypothesen ist insbesondere, dass die mezzanine Finanzierung durch die Verbriefungsstruktur bankenunabhängig refinanziert ist, es keinen vertraglich fixierten Verwendungszweck gibt, keine Sicherheiten für die Kreditvergabe erforderlich sind, die Finanzierung nur Unternehmen mit einer nachgewiesenen Mindestbonität erhalten und auch, dass die finanzierten Unternehmen öffentlich bekannt gemacht werden.

Wie in Kapitel 2.1.1 erläutert wurde, werden durch den Abschluss eines Finanzierungsvertrags nicht nur monetäre Rechte und Pflichten vereinbart, sondern zusätzlich Gestaltungs-, Einwirkungs- und Informationsrechte sowie die entsprechenden Pflichten. Es wäre also wie in den Forschungsfragen formuliert möglich, dass es Untergruppen in der Gesamtgruppe der finanzierten Unternehmen gibt, denen eine Vertragseigenschaft besonders wichtig oder besonders unwichtig war. Solch eine Untergruppe müsste über ein oder mehrere unternehmensspezifische Merkmale abgrenzbar sein. Im Folgenden werden mögliche Gründe herausgearbeitet, weshalb Unternehmen die Finanzierung gewählt haben könnten beziehungsweise, welche Funktion das Finanzierungsinstrument für das jeweilige Unternehmen haben könnte. Die in Kapitel 2.1.3 vorgestellte Gliederungssystematik von *Breuer, Gürtler und Schuhmacher* eignet sich gut zur Klassifizierung der Hypothesen. Die Frage nach der Funktion eines Finanzierungsinstruments führt zu einer für diese Arbeit vorteilhaften Perspektive. Im Vordergrund steht so nicht der oft untersuchte abstrakte Verschuldungsgrad sondern das entscheidungsrelevante Motiv des Kapitalnehmers. In der folgenden Grafik werden die Funktionen der Unternehmensfinanzierung dargestellt:

---

<sup>194</sup> Es sein hingewiesen auf den Anhang zwei. Dort finden sich methodische Überlegungen zum Stand der Theoriebildung (Anhang 2.1), zur Datengrundlage (Anhang 2.2), zur Auswahl der Untersuchungsobjekte (Anhang 2.3) und zur statistischen Datenauswertung (Anhang 2.4).

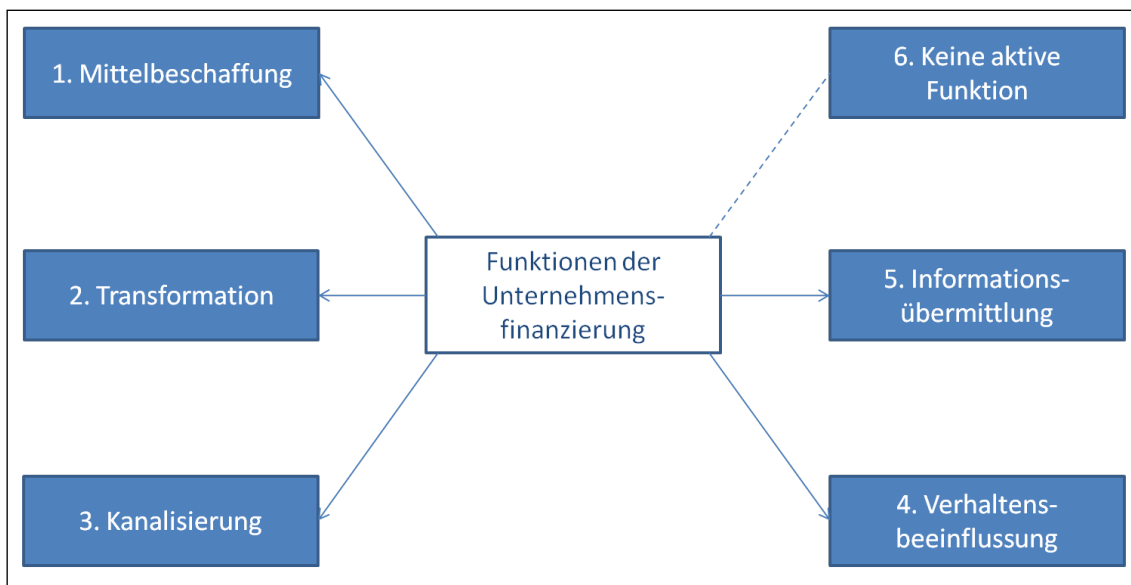


Abbildung 8: Funktionen der Unternehmensfinanzierung<sup>195</sup>

An dieser Stelle soll zunächst der Zusammenhang zwischen den Funktionen der Unternehmensfinanzierung und den in Kapitel 3.1 vorgestellten Theorien zur Unternehmensfinanzierung erläutert werden bevor dann die konkreten Hypothesen aufgestellt werden. Zunächst sei gesagt, dass die Gliederungssystematik von *Breuer*, *Gürtler* und *Schuhmacher* keine eigenständige Theorie darstellt. Es handelt sich lediglich um eine Struktur, welche die bekannten Theorien gliedert. *Breuer*, *Gürtler* und *Schuhmacher* haben sich bei ihrer eigenen Untersuchung der Finanzierung multinationaler Unternehmen gegen „eine reine Auflistung möglicher Kapitalstruktur determinanten“ entschieden, da „die dabei wirkenden Zusammenhänge entweder überhaupt nicht oder mehrfach an verschiedenen Stellen erläutert werden.“ Auch würde dieser Ansatz „die Identifikation weiterer möglicher Unternehmenscharakteristika, die einen Einfluss auf die Kapitalstruktur ausüben können, erschweren.“ Stattdessen haben sie die Determinanten der Kapitalstruktur „aus den verschiedenen, bislang bekannten Funktionen der Unternehmensfinanzierung abgeleitet“ mit der Begründung, dass „dieser Ansatz für eine übersichtliche Darstellung und Analyse ökonomischer Wirkungszusammenhänge zweckmäßig erscheint.“<sup>196</sup> Auch für die vorliegende Arbeit ist die Gliederungssystematik von *Breuer*, *Gürtler* und *Schuhmacher* aus dem von ihnen erläuterten Grund vorteilhafter als „eine reine

<sup>195</sup> In Anlehnung an Breuer/Gürtler/Schuhmacher (2003), S. 370.

<sup>196</sup> Breuer/Gürtler/Schuhmacher (2003), S. 370.

Auflistung möglicher Kapitalstruktur determinanten“. Diese Arbeit verfolgt das Ziel, das Finanzierungsverhalten mittelständischer Unternehmen besser zu verstehen. Dazu ist es notwendig, nah an das Unternehmen und die konkrete Finanzierungsentscheidung heranzurücken und zu analysieren, welche Funktion ein Finanzierungsinstrument neben der Mittelbeschaffung erfüllen soll.

Bei der ersten Funktion der Unternehmensfinanzierung handelt es sich um die Mittelbeschaffung. Gemeint ist die Sicherstellung der betriebsnotwendigen Liquidität. Die Mittelbeschaffung beruht nicht auf einer in Abschnitt 3.1 vorgestellten Theorie. Die Mittelbeschaffung beziehungsweise Liquiditätssicherung ist ein unabdingbares Primärziel der Unternehmensfinanzierung. Das Erreichen weiterer Finanzierungsziele, beispielsweise die Vermögenswertmaximierung oder die Risikominimierung, ist erst möglich wenn die erforderliche Liquidität gesichert ist.<sup>197</sup> In Abschnitt 5.1 werden Hypothesen aufgestellt, bei denen die Mittelbeschaffung im Rahmen der Finanzierungsentscheidung im Vordergrund steht.

Die Transformationsfunktion besagt, dass durch die Unternehmensfinanzierung eine Zerlegung der Zahlungsströme mit unterschiedlichen Laufzeiten, Losgrößen und Risiken möglich ist und so den Präferenzen der Beteiligten entsprochen werden kann. Aus einer pareto-effizienten Fristen-, Losgrößen- und Risikotransformation ergibt sich das Ziel der Unternehmenswertmaximierung und Kapitalkostenminimierung.<sup>198</sup> Die Transformationsfunktion stammt noch aus der Zeit vor dem Irrelevanztheorem von *Modigliani* und *Miller* und geht als traditioneller Ansatz nicht auf die in Kapitel 3.1 vorgestellten modernen Theorien zurück. In ihrer Arbeit aus dem Jahr 1958 beweisen *Modigliani* und *Miller*, dass Finanzierungsentscheidungen keine Transformationsfunktionen erfüllen, sofern es einen perfekten Sekundärkapitalmarkt gibt. In der Finanzierungsrealität des Mittelstandes treffen diese Modellannahmen allerdings nicht zu und so werden in Abschnitt 5.2 Hypothesen vorgestellt, die eine Kapitalkostenoptimierung durch die Finanzierungswahl postulieren.

---

<sup>197</sup> Vgl. dazu Abschnitt 2.1.3.

<sup>198</sup> Breuer (2008), S. 59 ff.

Unter Kanalisierung verstehen *Breuer, Gürtler* und *Schuhmacher*, dass „Mittelabflüsse an andere als die Kapitalnehmer vermieden werden“.<sup>199</sup> Mit diesen unerwünschten Mittelabflüssen sind insbesondere Steuern und Insolvenzkosten gemeint. Die Kanalisierungsfunktion der Unternehmensfinanzierung entspricht der Trade-Off-Theorie aus Abschnitt 3.1.2. Während eine höhere Verschuldung aufgrund der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen zu einer Vermeidung von Steuerzahlungen führt, steigt gleichzeitig durch die erhöhte Verschuldung die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz, die zu direkten und indirekten Insolvenzkosten führen würde. Anzustreben ist demnach eine Verschuldung, bei der sich die positiven und negativen Effekte einer zusätzlichen Erhöhung der Verschuldung aufheben (Trade-Off). Während Steuereffekte aus den in Abschnitt 5.3 genannten Gründen in dieser Arbeit nicht weiter verfolgt werden, wird der Einfluss der Finanzierung auf die Insolvenzwahrscheinlichkeit in den Hypothesen in Abschnitt 5.3 aufgegriffen. Auch die modifizierte Pecking-Order-Theorie, welche auf den zukünftigen Kapitalzugang abzielt, ist Basis einer Hypothese.

Unter der Funktion der Verhaltensbeeinflussung fassen *Breuer, Gürtler* und *Schuhmacher* verschiedene Theorien und Ansätze zusammen. Mit Aufkommen der Agency-Modelle wurde der Einfluss der handelnden Personen auf den Unternehmenswert untersucht. Dabei dient die Wahl der Finanzierung dazu, Interessenskonflikte zwischen den sich opportunistisch verhaltenden Parteien zu lösen.<sup>200</sup> Es können sowohl Konflikte zwischen angestellten Geschäftsführern und den Gesellschaftern eines Unternehmens auftreten wie auch zwischen den Eigenkapital- und Fremdkapitalgebern eines Unternehmens.<sup>201</sup> Die in Abschnitt 3.1.7 vorgestellte Theorie von *Brander* und *Lewis* postuliert dagegen, dass Unternehmensfinanzierung unter bestimmten Umständen einen Einfluss auf Konkurrenten hat und daher wird sie von *Breuer, Gürtler* und *Schuhmacher* der Funktion der Verhaltensbeeinflussung zugerechnet. So sollte sich in einem oligopolistischen Markt mit gegebener Gesamtnachfrage über die gewählte Verschuldung und die damit einhergehende Wachstumsnotwendigkeit die Absatzmenge der Wettbewerber beeinflussen lassen.<sup>202</sup>

---

<sup>199</sup> Breuer/Gürtler/Schuhmacher (2003), S. 371.

<sup>200</sup> Vgl. dazu Abschnitt 3.1.3.

<sup>201</sup> Jensen/Meckling (1976), S. 305 ff.

<sup>202</sup> Brander/Lewis (1986), S. 956 ff.

Zuletzt zählen *Breuer*, *Gürtler* und *Schuhmacher* die Theorie der zustandsabhängigen Allokation von Verfügungsrechten zur Funktion der Verhaltensbeeinflussung durch die Unternehmensfinanzierung. Über die Wahl der Finanzierungsinstrumente wird der Umfang der Verhandlungsmacht für die verschiedenen wirtschaftlichen Situationen eines Unternehmens definiert.<sup>203</sup> In Abschnitt 5.4 werden Hypothesen vorgestellt, in denen Verhaltensbeeinflussung durch die Wahl der Finanzierung erfolgt. Sie basieren auf den beiden in Kapitel 3 vorgestellten Agency-Modellen sowie auf dem produkt- und marktspezifischen Modell.

Zuletzt kann Unternehmensfinanzierung auch die Funktion wahrnehmen, Informationen zu übermitteln. Da es eine Informationsasymmetrie zwischen außenstehenden Kapitalgebern und dem zu finanzierenden Unternehmen gibt, ist es im Interesse des Unternehmens positive Informationen zu senden. Dabei darf das Signal nicht kostenlos sein, da es sonst von jedem Unternehmen gesendet würde. Die in Abschnitt 3.1.5 vorgestellten Modelle von *Leland* und *Pyle* (1977) und *Ross* (1977) zeigen beide, wie der Grad der Verschuldung ein Indikator für die Bonität eines Unternehmens darstellt.<sup>204</sup> Auch die Pecking-Order-Theorie von *Myers* und *Majluf* basiert auf Informationsasymmetrie<sup>205</sup> und fällt ebenfalls in die Gruppe „Informationsübermittlung“ nach *Breuer*, *Gürtler* und *Schuhmacher*. Die Hypothesen aus Abschnitt 5.5 lassen sich auf die Signalisierungstheorien und Pecking-Order-Theorie zurückführen.

Nicht in die Systematik von *Breuer*, *Gürtler* und *Schuhmacher* gehört die sechste Funktion aus Abbildung 8. Es handelt sich um die Negierung einer aktiven Funktion der Unternehmensfinanzierung. Möglicherweise wird gelegentlich eine Finanzierung gewählt, ohne dass sie eine der fünf Funktionen ausüben soll. Zwei solche Hypothesen werden in Abschnitt 5.6 aufgestellt.

Die nun folgenden Hypothesen beziehen sich in ihrer Nummerierung auf die sechs Funktionen aus Abbildung 8. Ebenso werden die Unterkapitel in diesem Kapitel sowie die Unterkapitel bei der statistischen Auswertung der Hypothesen (Abschnitt 6.5) entsprechend dieser sechs Funktionen benannt.

---

<sup>203</sup> Breuer (2008), S. 245 ff.

<sup>204</sup> Vgl. dazu Abschnitt 3.1.5.

<sup>205</sup> Vgl. dazu Abschnitt 3.1.6.



Bei den Hypothesen handelt es sich mehrheitlich um Unterschiedshypothesen. Zusammenhangshypothesen sind bei dem hier verfolgten Forschungsdesign nicht zielführend, da viele Variable nur nominal skaliert sein können.<sup>206</sup> Unterschiedshypothesen postulieren einen Unterschied zwischen zwei oder mehr Gruppen, der mittels Häufigkeits- oder Mittelwertvergleichen gemessen wird. Die Klassifizierung der Gruppen erfolgt durch die unabhängige Variable. Abhängige Variable ist stets die Zustimmung zu einer Aussage über die Verwendung der Finanzierung. Es wird angenommen, dass die Zustimmung unterschiedlich stark ausfällt, je nach dem in welcher Gruppe sich ein Unternehmen befindet. Bei der ersten Hypothese 1 a) wird die Logik der Unterschiedshypothese exemplarisch dargestellt.

### **5.1 Mittelbeschaffung als Funktion der Unternehmensfinanzierung**

Die Mittelbeschaffung ist offensichtlich die elementarste Funktion der Unternehmensfinanzierung. Nur wenn zu jedem Zeitpunkt die notwendige Liquidität sicher gestellt ist, kann ein Unternehmen existieren. Das hier untersuchte Finanzierungsinstrument wurde nur bonitätsstarken Unternehmen<sup>207</sup> angeboten und so sollte die Mittelbeschaffung grundsätzlich keine Probleme bereiten. Da die Bonitätsbeurteilung jedoch auf historischen Daten beruhte und die vermittelnden Banken zumindest bei manchen Mezzanine-Programmen ein Interesse haben könnten, dass gerade bonitätsschwache Unternehmen finanziert werden,<sup>208</sup> könnten auch Unternehmen finanziert worden sein, für welche die Mittelbeschaffung im Vordergrund stand.

Unterschieden werden kann zwischen Situationen, in denen a) ein Unternehmen von anderen Quellen keine Finanzierung mehr erhält, beispielsweise, weil es sich in einer wirtschaftlich angespannten Lage befindet oder b), weil es zwar wirtschaftlich gesund ist, jedoch in einer Branche tätig ist, die von Banken gemieden wird oder c), weil es zwar wirtschaftlich gesund ist, jedoch keine freien Sicherheiten für eine

---

<sup>206</sup> Vgl. dazu die Überlegungen zur Datenauswertung im Anhang 2.4.

<sup>207</sup> Die Bonität musste mindestens Baa3.edf (entspricht Investment Grade) nach Moody's KMV RiskCalc betragen.

<sup>208</sup> Vgl. dazu Kapitel 4.4 über mögliche Interessenskonflikte für Banken bei Programm-Mezzanine.

Bankenfinanzierung hat oder d) Situationen, in denen ein Unternehmen auf anderem Wege keine so flexible Finanzierung erhält.

### **Hypothese 1 a)**

Wenn ein Unternehmen zusätzliche Liquidität braucht, aber nur durch Programm-Mezzanine überhaupt eine Finanzierung angeboten bekommt, dann wird es Programm-Mezzanine verwenden. Möglich ist, dass Programm-Mezzanine phasenweise sehr leichtfertig vergeben wurde, weil zum einen ein ausgeprägter Wettbewerb zwischen den Anbietern bestand und zum anderen in der Anfangsphase nahezu nur historische Unternehmensdaten bei der Kreditentscheidung berücksichtigt wurden. Es wäre denkbar, dass ein Unternehmen zwar über eine gute Kredithistorie verfügt hatte, aber bereits bei Mezzaninevergabe in wirtschaftlichen Schwierigkeiten war.

### Hypothese 1 a)

Unternehmen in einer angespannten Finanzierungssituation verwenden Programm-Mezzanine, weil sie anders keine Finanzierung erhalten.

Bei Hypothese 1 a) handelt es sich um eine Unterschiedshypothese. Die Unternehmen werden in zwei Gruppen aufgeteilt. In der ersten Gruppe befinden sich Unternehmen mit einer angespannten Finanzierungssituation. In der zweiten Gruppen befinden sich die finanziell besser gestellten Unternehmen. Für diese Aufteilung bedarf es einer geeigneten Variable, mit der die angespannte Finanzierungssituation operationalisiert werden kann. Diese Variable ist die unabhängige Variable. Abhängige Variable ist die Zustimmung zu der Aussage, ob die mezzanine Finanzierung verwendet wurde, weil keine andere Finanzierung erhältlich war. Die Hypothese postuliert, dass Unternehmen der ersten Gruppe dieser Aussage häufiger zustimmen als es Unternehmen der zweiten Gruppe tun.

### **Hypothese 1 b)**

Ein Nachteil des deutschen Hausbankensystems ist es, dass Unternehmen in spezifischen Branchen oft auch dann keine ausreichende Bankenfinanzierung erhalten, wenn sie wirtschaftlich gesund sind. Beispielsweise innovative Unternehmen oder auch

Unternehmen aus der wissensorientierten Branche oder aus der Baubranche haben regelmäßig Schwierigkeiten Kredite zu erhalten.<sup>209</sup>

#### Hypothese 1 b)

Unternehmen aus „problematischen“ Branchen verwenden Programm-Mezzanine, weil sie anders keine Finanzierung erhalten.

#### Hypothese 1 c)

Eine Besonderheit der mezzaninen Finanzierung ist, dass sie unbesichert vergeben wird. Speziell für eine Kreditvergabe durch eine Bank ist dagegen das Bereitstellen von Sicherheiten oft gefordert. Es muss Betriebsvermögen geben, welches noch nicht zur Besicherung an Kapitalgeber vergeben wurde. Daher ist vorstellbar, dass Unternehmen zwar über ausreichend freien Cash-Flow zur Bedienung zusätzlicher Finanzierung verfügen jedoch keine Sicherheiten mehr stellen können und so keine Fremdfinanzierung erhalten. Denkbar ist, dass bereits alle Vermögensgegenstände vergeben wurden oder dass es sich um Unternehmen handelt, bei denen kein für eine Besicherung geeignetes Vermögen existiert (zum Beispiel Dienstleister). Somit folgt diese Hypothese der Pecking-Order Theorie die besagt, dass Fremdfinanzierung so lange verwendet wird, bis keine mehr erhältlich ist und dann auf Mezzaninekapital zurückgegriffen werden muss.

Bei dieser Hypothese soll untersucht werden, ob Unternehmen ohne freie Sicherheiten die mezzanine Finanzierung vorrangig deswegen verwenden, weil für sie keine Sicherheiten bereitgestellt werden müssen. Es wäre auch denkbar, dass Unternehmen ohne freie Sicherheiten diese Funktionen der Unternehmensfinanzierung gleich bewerten, wie es die Unternehmen mit verfügbaren freien Sicherheiten tun.

#### Hypothese 1 c)

Unternehmen, die keine freien Sicherheiten haben, verwenden Programm-Mezzanine, weil keine Sicherheiten erforderlich sind.

---

<sup>209</sup> Audretsch/Elston (1997), S. 108.

**Hypothese 1 d)**

Auch wenn eine Kreditfinanzierung über eine Bank zinsgünstiger ist als Programm-Mezzanine, hat die Kreditfinanzierung in manchen Situationen gravierende Nachteile. Zum einen vergeht relativ viel Zeit von der Antragstellung des Kredits bis zu seiner Auszahlung. Zum anderen ist eine Kreditfinanzierung üblicherweise an einen vertraglich vereinbarten Verwendungszweck gebunden. Programm-Mezzanine dagegen kann nach Erhalt fast beliebig verwendet werden und eignet sich daher gut, um kurzfristig zu investieren oder rollierend zu finanzieren (zum Beispiel für Projektentwickler, die zunächst in Vorleistung gehen müssen, bevor das Projekt verkauft wird.). Auch diese Hypothese basiert auf der Funktion der Mittelbeschaffung, weil bei ihr die flexible Mittelverwendung im Vordergrund steht.

## Hypothese 1 d)

Unternehmen, die flexibel und schnell investieren müssen, verwenden Programm-Mezzanine, weil es nicht zweckgebunden ist.

**5.2 Transformation als Funktion der Unternehmensfinanzierung**

Während in Kapitel 5.1 davon ausgegangen wird, dass das Finanzierungsinstrument gewählt wurde, um überhaupt die Unternehmens- oder Projektfinanzierung zu ermöglichen, wird in diesem und den folgenden Kapiteln davon ausgegangen, dass es eine Auswahl zur Verfügung stehender Finanzierungsinstrumente gibt. Es stellt sich dann die Frage, welches Finanzierungsinstrument bei gegebenem Finanzierungsanlass am besten geeignet ist.

Die Unternehmensfinanzierung kann mit unterschiedlichen Finanzierungsinstrumenten erfolgen. Aufgabe der Transformationsfunktion ist es, dass bei Sicherstellung des Liquiditätsbedarfs den Präferenzen aller Beteiligten am besten entsprochen wird.<sup>210</sup> Im Vordergrund steht dabei die Optimierung des Unternehmenswerts. Der Unternehmenswert lässt sich optimieren, indem die Kapitalkosten des Unternehmens

---

<sup>210</sup> Breuer (1998), S. 31.

minimiert werden. Die Kapitalkosten setzen sich aus den Kosten der Beteiligungs- und den der Forderungstiteln zusammen. Die auf alle Finanzierungen entfallenden Verzinsungen sind die Gesamtkapitalkosten. Sie werden auch als durchschnittliche Kapitalkosten bezeichnet und sind zu minimieren.<sup>211</sup>

Daraus folgen zwei Hypothesen zur Verwendung der mezzaninen Finanzierung. Das konkrete Finanzierungsinstrument ist dann zu verwenden, wenn es bei vergleichbaren Vertragseigenschaften günstiger als alternative Finanzierungsinstrumente ist. Auch ist es dann zu verwenden, wenn so das Rating verbessert werden kann und dadurch die Fremdkapitalkosten in solchem Maß gesenkt werden können, dass die Gesamtkapitalkosten sinken.<sup>212</sup>

### **Hypothese 2 a)**

Wie die Feldstudie von *Göbel* und *Hedstück* zeigte, gibt es zwei Gruppen unter den Mezzanine-Nutzern. Zum einen sind es Unternehmen, die eine Wachstumsfinanzierung suchen und zum anderen sind es Unternehmen, die ihre Bilanz optimieren möchten.<sup>213</sup> Wachstumsfinanzierer zeichnen sich durch eine bilanzsummenverlängernde Mittelverwendung aus. Bilanzoptimierer verwenden die mezzanine Finanzierung bilanzsummenneutral. Sie entscheiden sich für das Finanzierungsinstrument, um ihre Kapitalkosten zu optimieren.

### Hypothese 2 a)

Unternehmen ohne Wachstumspläne verwenden Programm-Mezzanine, weil es günstiger ist als vergleichbar ausgestaltete Finanzierungsinstrumente.

### **Hypothese 2 b)**

Falls bei Unternehmen durch die Verwendung des Mezzaninekapitals und einer damit einhergehenden Ratingverbesserung die Gesamtkapitalkosten sinken, so wäre das im

---

<sup>211</sup> Breuer (2008), S. 64 f.

<sup>212</sup> Piaskowski/Kaczmarczyk (2008), S. 15.

<sup>213</sup> Hedstück/Göbel (2006), S. 13.

Interesse dieser Unternehmen. Es lässt sich keine begründet gerichtete Hypothese aufstellen, die für eine spezifische Untergruppe gilt.

Hypothese 2 b)

Unternehmen verwenden Programm-Mezzanine, wenn dadurch die durchschnittlichen Finanzierungskosten sinken.

### 5.3 Kanalisierung als Funktion der Unternehmensfinanzierung

Die Auswahl der Finanzierungsinstrumente sollte so erfolgen, dass Kapitalabflüsse an Nicht-Kapitalgeber vermieden werden und stattdessen auf die Kapitalgeber „kanalisiert“ werden. Dabei ist vor allem an Steuerzahlungen und Insolvenzkosten gedacht.<sup>214</sup>

Für diese Arbeit ist der Bereich der Steuerzahlungen zu vernachlässigen, da die Wahl bereits auf das Finanzierungsinstrument PREPS gefallen ist und bei diesem auf Unternehmensebene für alle Kapitalnehmer gleichermaßen der Zinsaufwand steuerlich abzugsfähig ist. Die Besteuerung auf Ebene der Gesellschafter des Unternehmens ist dagegen unterschiedlich, jedoch nicht mit dieser Untersuchung zu beurteilen, weil die Perspektive der finanzierten Unternehmen eingenommen wird und nicht die ihrer Gesellschafter. Daher werden in dieser Arbeit nur die Insolvenzkosten verfolgt.

Auch an dem Einfluss der direkten und indirekten Insolvenzkosten auf die Unternehmensbewertung wird gezweifelt, weil die Fortführungswürdigkeit eines Unternehmens unabhängig von Eintritt des Konkurses zu beurteilen ist.<sup>215</sup> Mögliche zukünftige Insolvenzkosten werden dagegen als relevante Einflussgröße gesehen<sup>216</sup> und so könnte die Kapitalstruktur bewusst gewählt werden, um die Insolvenzwahrscheinlichkeit zu minimieren.<sup>217</sup>

---

<sup>214</sup> Breuer (2008), S. 123 ff.

<sup>215</sup> Haugen/Senbet (1978), S. 384 ff.

<sup>216</sup> Breuer/Gürtler/Schuhmacher (2003), S. 372.

<sup>217</sup> Castanias (1983), S. 1629.

Unternehmen könnten Programm-Mezzanine verwenden, weil sie so den Kreis ihrer Kapitalgeber diversifizieren können<sup>218</sup> und dadurch zukünftige mögliche Insolvenzkosten reduziert werden beziehungsweise die Insolvenzwahrscheinlichkeit gesenkt wird. Dieses Argument könnte besonders für mittelständische Unternehmen relevant sein, weil diese in der Regel zu klein sind, um direkt Liquidität über den Kapitalmarkt zu beziehen. Gerade in den ersten Jahren des neuen Jahrtausends haben viele Mittelständler schmerzhaft erfahren, welche Gefahren selbst gesunden Unternehmen durch den Rückzug einiger Banken aus der Mittelstandsfinanzierung drohen. Auch könnte die Unternehmensfinanzierung schlicht dadurch stabiler werden, dass ein Finanzierungsinstrument wie PREPS, welches ohne ordentliche Kündigungsrechte bis zur Endfälligkeit zur Verfügung steht, verwendet wird oder auch dadurch, dass durch die Verwendung einer mezzaninen Finanzierung die zukünftige Kreditaufnahme erleichtert wird, weil es sich aus Sicht der meisten Banken um wirtschaftliches Eigenkapital handelt.

### **Hypothese 3 a)**

Ein Unternehmen mit wenigen externen Kapitalgebern ist besonders abhängig vom Wohlwollen dieser wenigen Kapitalgeber. Sollte einer der Kapitalgeber sein Kreditengagement überraschend reduzieren, so gerät der Kapitalnehmer in eine finanzielle Schieflage. Dieses Risiko ist umso grösser, je einseitiger und weniger diversifiziert die Finanzierung eines Unternehmens ist. Es könnte daher den Wunsch geben, durch ein neues zusätzliches Finanzierungsinstrument die Diversifikation der Finanzierungsquellen zu erhöhen.<sup>219</sup>

---

<sup>218</sup> Diversifikation der Finanzierungsquellen wurde in der Studie von Hedstück und Göbel als Sekundärziel der Mezzanine-Aufnahme identifiziert. Hedstück/Göbel (2006), S. 14.

<sup>219</sup> Die „Verbesserung der Kapitalgeberbasis/Diversifikation der Kapitalstruktur“ ist das erste Kernmotiv (Zustimmung von mehr als zwei Drittel der Emittenten) der Studie „Sind Unternehmensanleihen ein probates Mittel zur Mittelstandsfinanzierung?“, Deloitte (2012), S. 7.

Auch in der Studie „Kapitalmarktorientierung und Finanzierung mittelständischer Unternehmen“ taucht die „Verringerung der Abhängigkeit von Fremdkapitalgebern“ als drittwichtigsten von zwölf Motiven auf und auch der „Zugang zu anderen Finanzierungsinstrumenten“ nimmt einen Rang in der ersten Hälfte ein. Kaserer/Fey/Kuhn (2011), S. 44.

**Hypothese 3 a)**

Unternehmen mit einseitiger Finanzierung verwenden Programm-Mezzanine, weil sie so unabhängiger von Banken werden.

**Hypothese 3 b)**

Während Hypothese 3 a) annimmt, dass eine vielfältige Finanzierung das Insolvenzrisiko senkt, geht Hypothese 3 b) davon aus, dass auch ein einzelner Finanzierungsvertrag das Insolvenzrisiko vermindern kann, wenn er entsprechend ausgestaltet ist. Eine Finanzierung wie PREPS mit langfristiger Laufzeit ohne bonitätsabhängige Zinsen und ohne ordentliche Kündigungsrechte sollte den Kapitalnehmer in schwierigen Zeiten schützen können. Allerdings ist Programm-Mezzanine teurer als ein typischer Bankkredit. Der gegenüber kurzfristigeren und instabileren Finanzierungen höhere Zins der Mezzaninefinanzierung kann als Versicherungsprämie verstanden werden. Es sollten insbesondere wirtschaftlich instabile Unternehmen sein, die aus diesem Grund die Finanzierung verwenden. Beispielsweise könnten Unternehmen aus zyklischen Branchen ein verstärktes Interesse an einer langfristigen Finanzierung ohne ordentliche Kündigungsrechte haben, damit sie in Abwärtsbewegungen nicht noch zusätzliche Schwierigkeiten durch Kreditkündigungen erleiden.

**Hypothese 3 b)**

Unternehmen mit erhöhter Insolvenzwahrscheinlichkeit verwenden Programm-Mezzanine, weil das Finanzierungsinstrument langfristig und stabil ist.

**Hypothese 3 c)**

Es kann für ein Unternehmen vorteilhaft sein, statt eines zinsgünstigen Kredits teureres Programm-Mezzanine zu verwenden, weil so die Verschuldungsfähigkeit bei Banken verbessert wird. Die Pecking-Order-Theorie würde zwar postulieren, dass erst die Verschuldungsfähigkeit bei Banken ausgereizt wird, bevor das teurere Mezzaninekapital verwendet wird, aber durch die Verwendung von Mezzaninekapital



kann für die Zukunft eine Finanzierung erleichtert werden.<sup>220</sup> Unternehmen mit einer geringen Eigenkapitalquote<sup>221</sup> haben den höchsten Anreiz, ihre Verschuldungsfähigkeit bei Banken zu erweitern und mit der mezzaninen Finanzierung ein gut geeignetes Instrument dafür, weil es im Bankenrating als wirtschaftliches Eigenkapital qualifiziert.

Hypothese 3 c)

Unternehmen mit reduzierter Verschuldungsfähigkeit verwenden Programm-Mezzanine, um so die zukünftige Kreditaufnahme zu erleichtern.

#### 5.4 Verhaltensbeeinflussung als Funktion der Unternehmensfinanzierung

Eine Verhaltensbeeinflussung durch die Wahl der Kapitalstruktur oder durch die Wahl von Finanzierungsinstrumenten kann nach *Breuer* auf drei Arten erfolgen.<sup>222</sup> Zuerst kann die Finanzierung dazu dienen, mögliche Konflikte zwischen dem Management eines Unternehmens und den externen Kapitalgebern abzubauen. Zusätzlich ist möglich, bei Vorliegen einer duo- oder oligopolistischen Marktstruktur durch die Finanzierung die Wettbewerber zu beeinflussen. Und zuletzt kann durch die Finanzierung die zustandsabhängige Allokation der Verfügungsrechte beeinflusst werden.

Eine Verhaltensbeeinflussung der ersten Art kann und soll hier nicht analysiert werden, weil erstens eine Trennung zwischen Gesellschaftern und Management im Mittelstand kaum vorliegt, so dass Konflikte aufgrund abweichender Absichten selten entstehen und zweitens, weil dafür Manager und Gesellschafter getrennt befragt werden müssten.

Zur Verhaltensbeeinflussung der zweiten und dritten Art werden im Folgenden Hypothesen postuliert.

---

<sup>220</sup> Myers (1984), S. 23 bzw. Kapitel 3.1.6 zur modifizierten Pecking-Order-Theorie.

<sup>221</sup> Die Eigenkapitalquote ist die Kennzahl mit dem höchsten Einfluss auf Ratingmodelle von Banken, Weise (2003), S. 363.

<sup>222</sup> Breuer/Gürtler/Schuhmacher (2003), S. 373 f.

**Hypothese 4 a)**

Verhaltensbeeinflussung der zweiten Art kann in duo- und oligopolistischen Märkten auftreten. Wenn nur wenige Wettbewerber existieren, kann sich ein Unternehmen durch die Wahl der Finanzierung an ein bestimmtes Verhalten binden und damit das Verhalten der Wettbewerber in einer für sich vorteilhaften Weise beeinflussen.<sup>223</sup> Dabei wird das aktive Unternehmen ein aggressives Wachstum durch Investitionen bezwecken und so die mögliche Absatzmenge der Wettbewerber einschränken. Für eine solche Strategie könnte die mezzanine Finanzierung besonders gut geeignet sein, weil es sich um ein typisches Finanzierungsinstrument für Wachstum handelt.

## Hypothese 4 a)

Unternehmen in oligopolistischen Märkten verwenden Programm-Mezzanine, weil sie so Wettbewerber zu ihrem Vorteil beeinflussen können.

**Hypothese 4 b)**

In den Sanierungsgesprächen, welche vor einer befürchteten Insolvenz stattfinden, nimmt der mezzanine Kapitalgeber eine besondere Position ein. In einer Insolvenz würde er aufgrund der Nachrangigkeit der Finanzierung und der Abwesenheit von Sicherheiten den größten Teil seines Kapitals verlieren.<sup>224</sup> Der Mezzaninegeber wird sich in diesen Gesprächen stets für eine Fortführung des Unternehmens einsetzen, weil speziell für ihn der Fortführungswert über dem Liquidierungswert liegen wird. Im Gegensatz zum Eigenkapitalgeber ist er nicht erpressbar, weil durch die Verbriefung die Nachverhandlungsmöglichkeit (zum Beispiel Stundung, Teilverzicht oder auch Nachschuss) ausgeschlossen wurde. Ob der Mezzaninegeber jedoch Einfluss auf die Einleitung und den Ausgang eines Insolvenzverfahrens hat, bleibt fraglich. Deshalb ist auch unklar, welche Untergruppe der Unternehmen die mezzanine Finanzierung verwendet, mit dem Zweck, dass dadurch die Fortführungswahrscheinlichkeit in einer Krise steigen könnte.

---

<sup>223</sup> Brander/Lewis (1986).

<sup>224</sup> Die Ratingagenturen gingen bei den PREPS-Transaktionen davon aus, dass eine Insolvenz stets zu einem Totalverlust führt.

**Hypothese 4 b)**

Unternehmen verwenden Programm-Mezzanine, weil sie so in einer möglichen Krise einen Recovery Manager an ihrer Seite haben, der sich für die Fortführung des Unternehmens glaubhaft einsetzen kann.

**Hypothese 4 c)**

Die Hypothesen 4 c) und 4 d) beziehen sich nicht direkt auf die Verhaltensbeeinflussung der ersten bis dritten Art wie sie weiter vorne vorgestellt wurde. Da es sich jedoch im entfernteren Sinn trotzdem um Verhaltensbeeinflussung handelt, werden sie in diesem Abschnitt aufgeführt. In beiden Fällen geht es um das Verhältnis des Unternehmens zu seinen Banken. Im Gegensatz zu den Kanalisierungshypothesen, die annehmen, dass über eine Veränderung der Finanzierungslandschaft das Insolvenzrisiko gesenkt werden kann, steht bei den folgenden Hypothesen das „angenehmere“ Zusammenleben mit den Banken im Vordergrund. Es soll verbessert werden, indem entweder der Einfluss der Banken durch eine bankenunabhängige Finanzierung reduziert wird (Hypothese 4 c) oder indem eine „unbeliebte“ Bank aus der Unternehmensfinanzierung ausgeschlossen wird (Hypothese 4 d).

Hypothese 4 c) geht davon aus, dass Unternehmen die mezzanine Finanzierung verwenden, um so den Einfluss von Banken zu reduzieren.

**Hypothese 4 c)**

Unternehmen, die mit ihren Banken unzufrieden sind, verwenden Programm-Mezzanine, weil sie so ihre Verhandlungsmacht gegenüber Banken stärken.

**Hypothese 4 d)**

Während Hypothese 4 c) nur die Reduzierung des Einflusses von Banken als Ziel der Finanzierungsaufnahme annimmt, wird bei 4 d) die Finanzierung verwendet, um eine Bank abzulösen, weil das Zusammenleben mit ihr unangenehm war.

Hypothese 4 d)

Unternehmen, die mit ihren Banken unzufrieden sind, verwenden Programm-Mezzanine, um Banken abzulösen.

## **5.5 Informationsübermittlung als Funktion der Unternehmensfinanzierung**

Unter der Annahme, dass externe Kapitalgeber schlechter informiert sind als das Management, wird Unternehmensfinanzierung verwendet, um Informationen zu übermitteln. Das Management versucht externe Kapitalgeber von der guten Unternehmensbonität zu überzeugen. Allerdings funktioniert das Senden von Information nur, wenn eine fälschliche Aussendung zu höheren Kosten beim Unternehmen führt als es Nutzen stiftet.<sup>225</sup>

Die bekannten Modelle, welche auf Informationsübermittlung basieren, gehen davon aus, dass Externe Informationen empfangen, weil die Finanzierungen über den öffentlichen Kapitalmarkt abgewickelt werden. Obwohl die in dieser Arbeit untersuchten Unternehmen ganz mehrheitlich keinen Kapitalmarktzugang haben, eignet sich das Finanzierungsinstrument PREPS trotzdem vortrefflich, um Informationen an Externe zu senden. Während Kreditvergaben von Banken an mittelständische Unternehmen für Externe nicht sichtbar sind und auch Gesellschafterdarlehen und Eigenkapitaleinlagen nicht öffentlich sichtbar sind, ist die PREPS-Finanzierung sehr gut sichtbar. Nicht nur sind alle in Deutschland mit Programm-Mezzanine finanzierten Unternehmen in einer Datenbank im Internet gelistet,<sup>226</sup> sondern es wurde nach jeder PREPS-Transaktion eine ganzseitige Anzeige im Handelsblatt geschaltet, auf der alle Teilnehmer der Transaktion dargestellt wurden. Insofern bot sich dem Mittelstand eine einmalige Gelegenheit, öffentlichkeitswirksam eine Finanzierungsentscheidung zu treffen und zu kommunizieren. Hinzu kommt, dass das Signalisieren mit Programm-Mezzanine Kosten verursacht, da die finanzierten Unternehmen aufgrund ihrer guten

---

<sup>225</sup> Breuer (2008), S. 160.

<sup>226</sup> Finance Magazin: <http://www.finance-magazin.de/npl/files/Mezzanine.pdf>, Datum der Abfrage 15. Oktober 2012.

Bonität vermutlich auch günstigere Finanzierungen über Bankkredite erhalten hätten und ein Kopieren der Information für bonitätsschwächere Unternehmen nicht möglich war, weil eine Mindestbonität verlangt wurde.

### **Hypothese 5 a)**

Die Hypothese 5 a) kann auch durch die in Kapitel 3.2 zitierte Feldstudie untermauert werden. Dort wurden die folgenden beiden Aussagen von mezzanine-finanzierten Unternehmen gemacht:

- „Als Teilnehmer an einem Mezzanine-Programm wird man positiver wahrgenommen, was dabei hilft, andere Kapitalquellen zu erschließen.
- Dank Mezzanine wird der deutsche Mittelstand für die Banken wieder zu einem finanzierungswürdigen Partner. Das bringt die Banken zurück und verbessert damit die Kapitalversorgung des Mittelstands.“<sup>227</sup>

Es gibt keine Untergruppe, der das informieren Externer über die eigene gute Bonität schaden würde. In der folgenden empirischen Untersuchung kann überprüft werden, ob besonders Unternehmen mit schlechtem Zugang zur Bankenfinanzierung die Informationsübermittlung schätzen. Dabei könnte es sich um Unternehmen aus Branchen handeln, die von Banken ungern finanziert werden. Es lässt sich jedoch keine gerichtete Unterschiedshypothese nennen, die gut begründet wäre.

### Hypothese 5 a)

Unternehmen verwenden Programm-Mezzanine, weil sie so externen Kapitalgebern ihre gute Bonität demonstrieren können.

### **Hypothese 5 b)**

Auch bei Hypothese 5 b) geht es um die Außenwirkung der Finanzierungsaufnahme. Programm-Mezzanine ist ein neuartiges und innovatives Finanzierungsinstrument. Es könnte im Interesse von Unternehmen sein, die Finanzierung deswegen zu verwenden, um als innovatives Unternehmen wahrgenommen zu werden. Wie auch bei Hypothese 5

---

<sup>227</sup> Hedstück/Göbel (2006), S. 27.

a) lässt sich keine Untergruppe finden, für die eine besonders hohe oder niedrige Wertschätzung dieses Motivs begründbar wäre. Daher soll allgemein untersucht werden, ob Unternehmen der innovative Charakter von Programm-Mezzanine wichtig war.

Hypothese 5 b)

Unternehmen verwenden Programm-Mezzanine, weil sie so Innovationstätigkeit (zumindest bezüglich ihrer Finanzierung) demonstrieren können.

## 5.6 Keine aktive Funktion der Unternehmensfinanzierung

Es wäre auch denkbar, dass mittelständische Unternehmen sich nicht aus eigenen Überlegungen für Programm-Mezzanine entscheiden, sondern es verwenden, weil es von ihrer Umwelt empfohlen wurde. In dieser Situation hätte die Wahl des Finanzierungsinstruments keine aktive Funktion in der Unternehmensfinanzierung. Ein solches Handeln ist besonders dann vorstellbar, wenn es ein Kompetenzgefälle gibt. Die Empfehlung würde von einer Partei mit glaubwürdiger Finanzkompetenz ausgesprochen. Solche Parteien könnten zum Beispiel Banken, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Unternehmensberater oder Unternehmerverbände sein. Es wird in dieser Arbeit davon ausgegangen, dass Banken wirtschaftlich-egoistische Motive verfolgen, wenn sie Programm-Mezzanine empfehlen, während andere Externe eine Empfehlung aus altruistischer Überzeugung aussprechen.<sup>228</sup>

### Hypothese 6 a)

Banken haben in vielen Fällen besondere Gründe, Programm-Mezzanine zu empfehlen, weil der Vertrieb von Finanzierungsprodukten zu ihrem Geschäft gehört und sie oft über Kreditbeziehungen mit dem Unternehmen verbunden sind und es so zu Wechselwirkungen kommt.

---

<sup>228</sup> Nur Banken erhielten für die Vermittlung von Unternehmen Provisionen. Die anderen hier genannten Parteien erhielten keine Provisionen und so kann davon ausgegangen werden, dass sie PREPS nur empfehlen, wenn sie die Finanzierung für das Unternehmen und die Situation tatsächlich als geeignet empfanden.

Die Motive von Banken können vielfältig sein:

- Banken könnten wirtschaftlich schwachen Unternehmen Programm-Mezzanine empfehlen, wenn sie die Unternehmen bereits mit eigenen Mitteln finanziert haben. Durch die zusätzliche neue Finanzierung würde das Unternehmen Liquidität erhalten und so würde eine Zahlungsunfähigkeit vermieden oder verschoben werden.
- Auch würde die Schwere des Kreditausfalls möglicher Weise durch Programm-Mezzanine gesenkt, weil Mezzanine nachrangig zu Krediten ist.
- Die Empfehlung von Programm-Mezzanine kann der Kundenbindung dienen.
- Durch die Vermittlung von PREPS kann die Wahrscheinlichkeit von Cross-Selling-Abschlüssen erhöht werden über die weitere Erträge generiert werden könnten.
- Zuletzt kann der Vertrieb von Programm-Mezzanine dazu dienen, Neukunden zu gewinnen. Speziell die HypoVereinsbank hat durch PREPS, da es das Pionierprodukt im Bereich Programm-Mezzanine war, zahlreiche Neukunden im sehr umkämpften Firmenkundengeschäft gewinnen können.

Die Hypothese wird untermauert durch eine Interviewaussage aus der zitierten Feldstudie. Dort gab ein Unternehmen an, dass es Mezzanine „auf Drängen einer Hausbank“<sup>229</sup> verwendet hat. Es liegt auf der Hand, dass Unternehmen mit geringer Finanzkompetenz besonders offen für Empfehlungen vermeintlich kompetenterer Experten sind. Daher wird die Hypothese aufgestellt, dass Unternehmen mit schwach ausgeprägter Finanzkompetenz öfter aufgrund einer Empfehlung Programm-Mezzanine verwenden.

Hypothese 6 a)

Unternehmen mit geringer Finanzkompetenz verwenden Programm-Mezzanine, weil es ihnen von Banken empfohlen wurde.

---

<sup>229</sup> Hedstück/Göbel (2006), S. 12.

**Hypothese 6 b)**

Auch andere externe Parteien stehen im regen Austausch mit Unternehmen. Da ihnen keine egoistischen Motive unterstellt werden, sollte ihre Meinung besonders Gehör finden. Auch hier sollten wieder Unternehmen mit schwacher Finanzkompetenz besonders empfänglich für die Meinung von Experten sein.

## Hypothese 6 b)

Unternehmen mit geringer Finanzkompetenz verwenden Programm-Mezzanine, weil es ihnen von anderen externen Parteien empfohlen wurde.
---



## 6 Empirische Studie

### 6.1 Aufbau des Fragebogens

Nach einer Einleitung, die über den Hintergrund der Untersuchung aufklärt, die ungefähre Bearbeitungsdauer nennt, Vertraulichkeit zusichert und zur Teilnahme motiviert,<sup>230</sup> gliedert sich der Fragebogen in vier Abschnitte, von denen die ersten drei dazu dienen, die unabhängigen Variable zu erheben, während der vierte Abschnitt dazu dient, die abhängigen Variable zu erheben:

1. Fragen zum Unternehmen:

Rechtsform, Gesellschafterstruktur, Informationsverhalten gegenüber Externen, Umsatz und Umsatzentwicklung, Wettbewerb und Marktumfeld des Unternehmens, Branche, Bonität und Bonitätsentwicklung des Unternehmens sowie Bonität der Branche, Bilanzkennzahlen

2. Fragen zum Finanzentscheider:

Position des Umfrageteilnehmers, Krisenerfahrung, Finanzierungsziele, finanzwissenschaftliche Ausbildung, Erwartung an PREPS in einer Krise, Erwartung an Banken in einer Krise

3. Fragen zur Finanzierungssituation:

Volumen der Finanzierung und Transaktion, Erstansprache, Verwendungszweck der Finanzierung, geprüfte und verfügbare Finanzierungsalternativen, Umfang freier Sicherheiten, Anzahl und Entwicklung (Haus-) Banken

4. Aussagen zur verwendeten mezzaninen Finanzierung:

Es werden Aussagen vorgeschlagen, weshalb die mezzanine Finanzierung verwendet wurde. Der Umfrageteilnehmer wird gebeten anzugeben, in wie weit eine Begründung zutrifft.

---

<sup>230</sup> Eichhorn (2004), S. 18 ff.

Wie auch in der Studie von *Drobetz et al.* wurden bei den Aussagen im vierten Abschnitt des Fragebogens jeweils dieselben vier Niveaus der Zustimmung angeboten (trifft gar nicht zu, trifft eher nicht zu, trifft eher zu, trifft vollkommen zu),<sup>231</sup> so dass der Teilnehmer zu einer (Tendenz-) Aussage gezwungen wird. Es handelt sich also um eine sogenannte Forced-Choice-Skala im Gegensatz zur Likert-Skala. Auf eine ungerade Anzahl an Antworten wurde verzichtet, weil bei der neutralen Antwort unklar bleibt, ob der Antwortende tatsächlich indifferent ist, oder die Frage nicht verstanden hat und deswegen keine Tendenzaussage treffen kann oder ob er nicht antworten will.

Der gesamte Fragebogen befindet sich im Anhang im Abschnitt 1 dieser Arbeit. Er wurde in digitaler Form mittels der Software EFS – Enterprise Feedback Survey – der Firma Unipark erstellt. Die Software ist im deutschsprachigen Raum für akademische Umfragen sehr verbreitet. Die erhobenen Daten können in verschiedenen Dateiformaten exportiert werden. Für diese Arbeit erfolgte die Auswertung mit SPSS. EFS bietet optisch ansprechende Layout-Möglichkeiten und eine hohe Benutzerfreundlichkeit. Der Zugang zum Fragebogen erfolgt über einen Link, der in der Einladungs-E-Mail eingefügt werden kann.

## 6.2 Ablauf der Datenerhebung

Vor Beginn der Datenerhebung wurde der Fragebogen mit fünf Unternehmen auf inhaltliche Verständlichkeit, zeitlichen Umfang und technische Probleme überprüft. Der Test ergab, dass der Fragebogen verständlich ist und innerhalb von circa 20 Minuten bearbeitet werden kann. Kleine Verbesserungsvorschläge wurden berücksichtigt.

Am 27. Juni 2009 wurden 237 Unternehmen per E-Mail gebeten den Online-Fragebogen auszufüllen.<sup>232</sup> Anschließend wurden im einwöchigen Rhythmus drei Erinnerungs-E-Mails versendet. Die Datenerhebung wurde am 29. Juli 2009 abgeschlossen.

---

<sup>231</sup> Drobetz/Pensa/Wöhle (2006), S. 225.

<sup>232</sup> Ursprünglich wurden 243 deutsche Unternehmen mit PREPS finanziert. Jedoch konnten nur 237 von ihnen zur Befragung eingeladen werden, weil sieben zwischenzeitlich Insolvenz angemeldet hatten.

Weil die Einladung zum Fragebogen über eine E-Mail-Adresse der Capital Efficiency Group AG, dem Initiator der PREPS-Transaktionen, versendet wurde, konnte eine bemerkenswert hohe Rücklaufquote erreicht werden. Von den angeschriebenen 237 Unternehmen haben 162 Unternehmen auf den Link der E-Mail-Einladung geklickt und damit den Online-Fragebogen geöffnet. Von diesen hat wiederum jedes zweite Unternehmen den Fragebogen komplett ausgefüllt. Es liegen insgesamt 82 Fragebögen für die Untersuchung vor. Die Rücklaufquote liegt mit 82 Fragebögen auf 237 Einladungen bei gut einem Drittel beziehungsweise bei 35 Prozent.

Die Befragung wurde anonymisiert durchgeführt. Für die Auswertung muss davon ausgegangen werden, dass die Fragen verstanden wurden und die Antwortenden ehrlich geantwortet haben. Ein Indiz dafür ist, dass kein Fragebogen auffallend monoton ausgefüllt wurde (beispielsweise regelmäßiges Ankreuzen der Option „Keine Angaben“ oder regelmäßiges Ankreuzen der ersten, mittleren oder letzten Option). Auch wurde die Bearbeitungszeit erhoben, so dass Fragebögen mit ungewöhnlich kurzen Bearbeitungszeiten in der Datenbereinigung auffallen würden.

Die Bearbeitungszeit des Fragebogens lag durchschnittlich bei knapp 26 Minuten. Der Median liegt bei 21 Minuten und 20 Sekunden. Vermutlich kommt die deutlich höhere durchschnittliche Bearbeitungszeit dadurch zustande, dass eine kleine Minderheit extrem viel Zeit brauchte, weil sie vermutlich Pausen beim Bearbeiten eingelegt hat. Der Median liegt nahe an dem erwarteten Wert von 20 Minuten, der auch in der Einladungs-E-Mail zur Befragung kommuniziert wurde.

### **6.3 Vergleich mit der Grundgesamtheit**

Zur Befragung wurden nur deutsche Unternehmen eingeladen, die PREPS in ihrem Finanzierungsmix verwendet haben. In Kapitel 6.4.1 werden die Teilnehmer der Befragung anhand der erhobenen Daten beschrieben und es kann vorweggenommen werden, dass es sich um große mittelständische Unternehmen handelt, in denen die Gesellschafter oft deckungsgleich mit der Geschäftsführung sind. Sie sind mehrheitlich wachstums- und bonitätsstärker als die Wettbewerber ihrer Branchen. Es liegt auf der Hand, dass die Teilnehmer der Befragung hinsichtlich ihrer Bilanzkennzahlen und

anderer quantitativer Merkmale nicht repräsentativ für den gesamten deutschen Mittelstand sind. Auch haben große und bonitätsstarke Unternehmen eine breitere Auswahl verfügbarer Finanzierungsinstrumente bei Finanzierungsentscheidungen. Dennoch sind die Ergebnisse dieser Arbeit übertragbar auf den gesamten Mittelstand, da die Funktionen der Unternehmensfinanzierung und die sich daraus auf konkrete Finanzierungssituationen ableitbaren Präferenzen eine allgemeinere Gültigkeit haben.

Ein statistisches Schließen auf Unternehmen, die nicht an der Befragung teilgenommen haben, ist nur in begrenztem Umfang möglich. Das Datensample kann höchstens statistisch repräsentativ für die gesamte Gruppe der 237 deutschen mit PREPS finanzierten Unternehmen sein. Diese Gruppe wird daher als Grundgesamtheit bezeichnet. Und ob von den 82 Teilnehmern der Befragung überhaupt auf diese Grundgesamtheit geschlossen werden darf, beziehungsweise, ob die Teilnehmer der Befragung repräsentativ für die Grundgesamtheit sind, ist zu prüfen. Dagegen könnte sprechen, dass die zur Befragung eingeladenen Unternehmen selbst entscheiden, ob sie den Fragebogen ausfüllen (Selbstselektion). Da dem Verfasser dieser Arbeit Merkmale über die Grundgesamtheit der 237 mit PREPS finanzierten deutschen Unternehmen bekannt sind, kann ein Vergleich zwischen diesen und den Teilnehmern der Befragung durchgeführt werden. Als Vergleichsgrößen für den Test auf Repräsentativität werden Rechtsform, Umsatzgröße und Bilanzsumme herangezogen.<sup>233</sup> In der Datenbank der Capital Efficiency Group AG liegen für diese drei Merkmale Daten vor und konnten für diese Arbeit verwendet werden. Weil in der Erhebung beim Umsatz und der Bilanzsumme nicht nach exakten Werten, sondern nach der Zugehörigkeiten zu Umsatz- und Bilanzsummen-Größenklassen gefragt wurde, mussten die Merkmale aus der Grundgesamtheit zunächst nach diesen Größenklassen sortiert werden.

---

<sup>233</sup> Mit Hilfe der in der Grundgesamtheit bekannten quantitativen Merkmale lässt sich gut überprüfen, ob das Datensample hinsichtlich dieser Merkmale repräsentativ ist. Nicht überprüfen lässt sich, ob das Datensample auch hinsichtlich qualitativer Merkmale repräsentativ ist. Möglich wäre, dass übermäßig viele Unternehmen an der Befragung teilnahmen, die mit der Finanzierung zufrieden sind. Dagegen lässt sich einwenden, dass erstens die Befragung anonym möglich war, dass zweitens manche Unternehmen angaben, dass sie PREPS nicht erneut verwenden würden und dass drittens durch den im Vergleich zur Grundgesamtheit hohen Stichprobenumfang ein gewisses Maß an Repräsentativität gegeben sein muss.

Im ersten Schritt wird nach der Rechtsform verglichen. Tabelle 7 zeigt die Verteilung der Häufigkeiten der verschiedenen Rechtsformen sowohl für die Gruppe der Teilnehmer der Befragung wie auch für die Grundgesamtheit.

Rechtsform	GmbH	GmbH & Co. KG	AG	Gesamt
Teilnehmer Befragung	38	21	21	80
Grund- Gesamtheit	119	60	54	233

Tabelle 7: Vergleich der Grundgesamtheit mit dem Datensample nach Rechtsformen

Die Skalierung der Variable Rechtsform ist nominal. Deshalb können nur Häufigkeiten verglichen werden. Es ist zu prüfen, ob die Häufigkeitsverteilung der Grundgesamtheit der Häufigkeitsverteilung im Datensample entspricht oder ob es signifikante Abweichungen gibt. Dafür wird der sogenannte Goodness-of-Fit-Test empfohlen.<sup>234</sup> Es ist ein eindimensionaler  $\chi^2$ -Test.

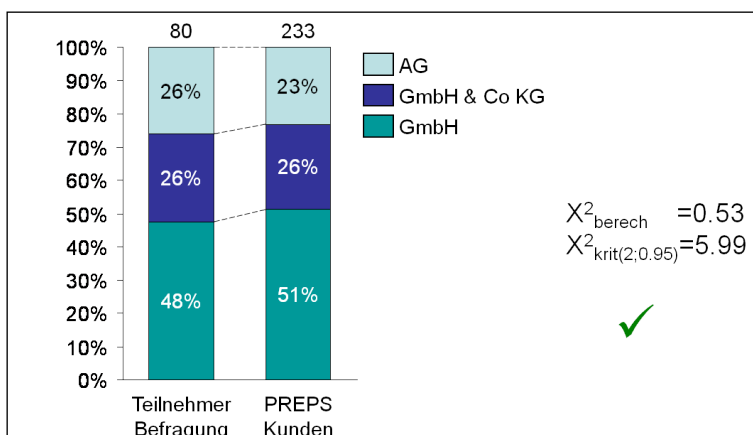


Abbildung 9: Vergleich der Grundgesamtheit mit dem Datensample nach Rechtsformen

Wie Abbildung 9 zeigt, liegt der beobachtete  $\chi^2$ -Wert mit 0.53 weit unter dem kritischen Wert für das fünf-Prozent-Signifikanzniveau bei zwei Freiheitsgraden ( $\chi^2$  kritisch ist

<sup>234</sup> Bortz (2005), S. 162 ff.

5.99). Es gibt also keine signifikante Abweichung hinsichtlich der Rechtsformverteilung zwischen der Grundgesamtheit und dem Datensample.<sup>235</sup>

In Tabelle 8 wird die Umsatzgrößenverteilung für die Teilnehmer der Umfrage und für die Grundgesamtheit dargestellt.

Umsatz in Euro	Unter 50 Mio.	Unter 100 Mio.	Unter 250 Mio.	Unter 500 Mio.	Über 500 Mio.	Gesamt
Teilnehmer Befragung	28	16	21	11	5	81
Grund-Gesamtheit	77	54	61	31	14	237

Tabelle 8: Vergleich der Grundgesamtheit mit dem Datensample nach Umsatzgrößen

Auch die Umsatzverteilung soll mit Hilfe des Goodness-of-Fit-Tests untersucht werden.

Abbildung 10 stellt die Ergebnisse dar:

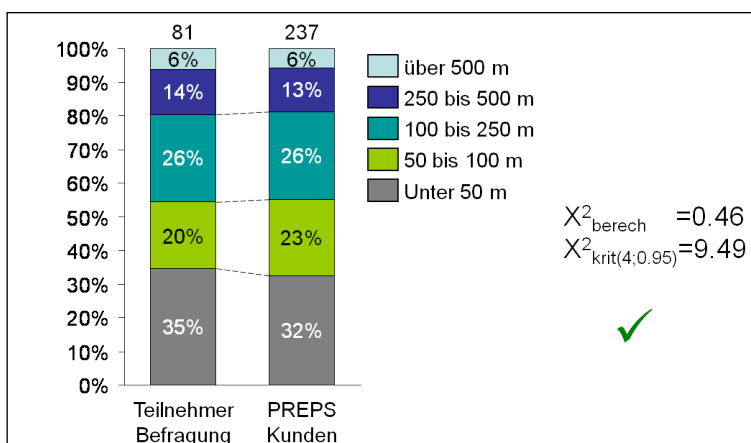


Abbildung 10: Vergleich der Grundgesamtheit mit dem Datensample nach Umsatzgrößen

Auch die Umsatzverteilungen sind in beiden Gruppen sehr ähnlich. Der beobachtete Wert von 0.46 liegt deutlich unter einem auf fünf-Prozent-Niveau kritischen Wert von 9.49.<sup>236</sup>

<sup>235</sup> Die Nebenbedingung für die Zulässigkeit dieses Testverfahrens wird eingehalten. Keine erwartete Häufigkeit liegt unter dem kritischen Wert von 5. Bortz (2005), S. 164.

Im letzten Schritt soll das Datensample noch hinsichtlich der Verteilung der Bilanzsummen mit der Grundgesamtheit verglichen werden. Tabelle 9 stellt die Daten dar.

Bilanzsumme in Euro	Unter 50 Mio.	Unter 100 Mio.	Unter 250 Mio.	Unter 500 Mio.	Über 500 Mio.	Gesamt
Teilnehmer Befragung	40	20	14	3	3	80
Grund-Gesamtheit	109	57	50	12	9	237

Tabelle 9: Vergleich der Grundgesamtheit mit dem Datensample nach Bilanzsummen

Abbildung 11 zeigt das Ergebnis des Goodness-of-Fit-Tests. Erneut gibt es keine signifikante Abweichung der Verteilungen auf fünf-Prozent-Niveau.<sup>237</sup>

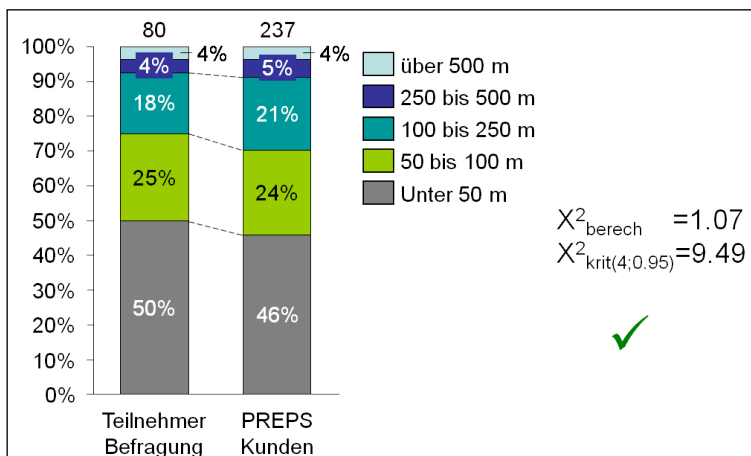


Abbildung 11: Vergleich der Grundgesamtheit mit dem Datensample nach Bilanzsummen

Die Verteilungen von Rechtsformen, Umsatzklassen und Bilanzsummen sind im Datensample und in der Grundgesamtheit fast identisch. Es kann daher angenommen

<sup>236</sup> Die Nebenbedingung für die Zulässigkeit dieses Testverfahrens wird eingehalten. Die kleinste erwartete Häufigkeit liegt mit 4.78 zwar knapp unter dem kritischen Wert von 5, jedoch überschreitet der Anteil der erwarteten Häufigkeiten, die kleiner 5 sind, nicht 20 Prozent der Felder. Bortz (2005), S. 177.

<sup>237</sup> Die Nebenbedingung für die Zulässigkeit dieses Testverfahrens wird nicht eingehalten. Der Anteil der erwarteten Häufigkeiten, die kleiner 5 sind, liegt mit 40 Prozent über den zulässigen 20 Prozent der Felder. Bortz (2005), S. 177. Da der beobachtete  $\chi^2$ -Wert mit 1.07 jedoch weit unter dem zulässigen Wert von 9.49 liegt, kann angenommen werden, dass sich die Verteilungen nicht signifikant unterscheiden auch wenn die Auswertung methodisch unzulässig ist.

werden, dass das Datensample repräsentativ für die Grundgesamtheit ist. Ob das Datensample auch repräsentativ für die Unternehmen ist, welche an anderen Programm-Mezzanine-Transaktionen als den PREPS-Transaktionen teilnahmen, ist unbekannt. Ebenso können keine statistisch belastbaren Schlüsse auf mittelständische Unternehmen im Allgemeinen gezogen werden.

## **6.4 Beschreibung des Datensamples**

Im Gegensatz zu zahlreichen Arbeiten, die mit Sekundärdaten arbeiten und die Finanzierungsentscheidungen anhand der Eigenkapitalquote messen, wurden für diese Arbeit Primärdaten<sup>238</sup> erhoben. Im Folgenden werden die wichtigsten Erkenntnisse vorgestellt.

### **6.4.1 Beschreibung der Unternehmen**

Im ersten Abschnitt des Fragebogens wurden Daten über die finanzierten Unternehmen erhoben. Mit diesen Daten soll unter anderem geprüft werden, ob es sich tatsächlich um große mittelständische Unternehmen mit überdurchschnittlicher Bonität und überdurchschnittlichem Wachstum handelt.

---

<sup>238</sup> Vgl. dazu die methodischen Überlegungen zur Datengrundlage im Anhang im Abschnitt 2.2.



### Rechtsform

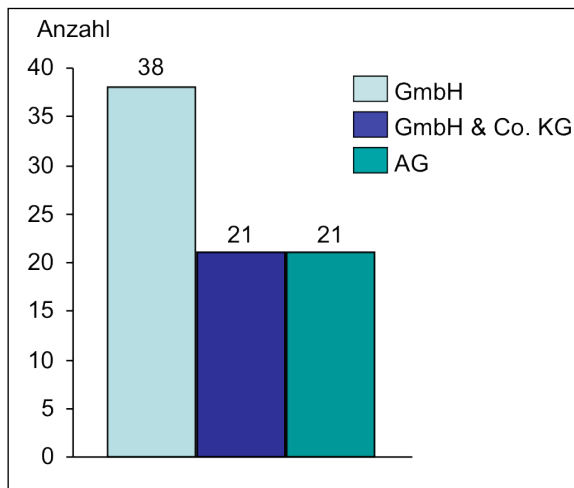


Abbildung 12: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach ihrer Rechtsform

Wie Abbildung 12 zeigt die Verteilung der Unternehmen nach Rechtsformen. Die meisten Unternehmen firmieren als GmbH (38 von 81 Unternehmen), jeweils 21 Unternehmen firmieren als GmbH & Co. KG beziehungsweise als Aktiengesellschaft.

### Inhabergeführt versus fremdgeführt

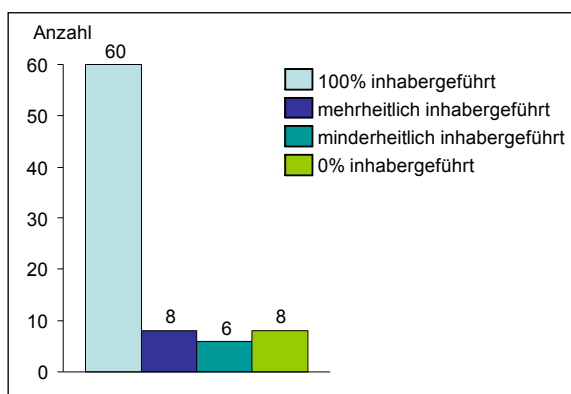


Abbildung 13: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach Ausprägung der Inhaberführung

Die Geschäftsführung der befragten Unternehmen wird größtenteils durch die Gesellschafter wahrgenommen. Bei 60 von 82 Unternehmen besteht die Geschäftsführung ausschließlich aus Gesellschaftern, bei weiteren 14 Unternehmen wird die Geschäftsführung mehrheitlich (acht Unternehmen) oder minderheitlich (sechs Unternehmen) durch die Gesellschafter wahrgenommen. Nur bei acht Unternehmen wird konsequent auf angestellte Manager gesetzt. Auch wenn über ein Viertel der

befragten Unternehmen als Aktiengesellschaft firmieren, verzichten die Gesellschafter nur bei sehr wenigen Unternehmen auf die Ausübung der Geschäftsführung. Es liegt in der großen Mehrheit die für den Mittelstand typische Einheit von Eigentum und Leitung vor.

### *Bilanzsumme*

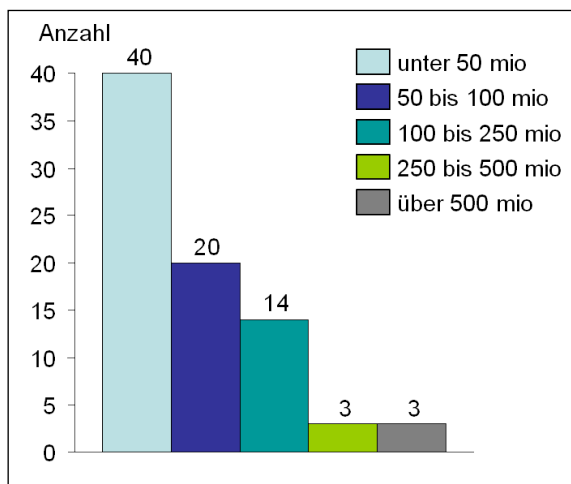


Abbildung 14: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach Bilanzsummenklassen bei Kapitalaufnahme

Die Hälfte der Unternehmen (40 von 80 Unternehmen) befindet sich in der kleinsten Klasse unter 50 Millionen Euro Bilanzsumme. 20 Unternehmen haben eine Bilanzsumme zwischen 50 und 100 Millionen Euro, weitere 14 Unternehmen liegen im Bereich zwischen 100 und 250 Millionen Euro. Jeweils drei Unternehmen befinden sich in der Klasse zwischen 250 und 500 Millionen Euro beziehungsweise in der Klasse über 500 Millionen Euro. Auch wenn die Breite der Klassen nach oben zunimmt, nimmt die Anzahl der Unternehmen ab. Das mag daran liegen, dass es einfach mehr kleine Unternehmen als große gibt.

### Umsatz

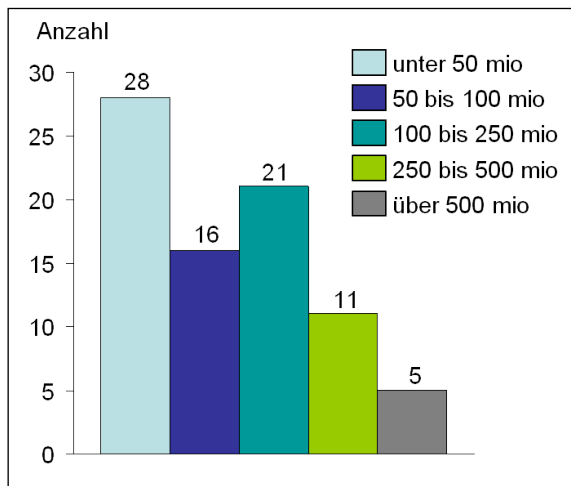


Abbildung 15: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach Umsatzklassen bei Kapitalaufnahme

Im Gegensatz zur Bilanzsumme ist der Umsatz etwas gleichmäßiger über die Klassen verteilt, deren Abgrenzungen identisch definiert sind. Die meisten Unternehmen (28 von 81) haben einen Umsatz unter 50 Millionen Euro. 16 Unternehmen befinden sich in der Klasse bis 100 Millionen Euro, 21 bis 250 Millionen Euro, elf bis 500 Millionen Euro und fünf Unternehmen in der Klasse über 500 Millionen Euro Jahresumsatz.

### Umsatzentwicklung

Interessanter als der absolute Umsatz der Unternehmen ist seine Entwicklung. Mezzaninekapital ist ein typisches Finanzierungsinstrument für wachsende Unternehmen.<sup>239</sup> Im Rahmen dieser Arbeit wurden drei verschiedene Variable erhoben, die Auskunft über Wachstum geben. Zunächst wurde gefragt, wie sich der Umsatz in den drei Jahren vor der Mezzaninefinanzierung entwickelt hat.

---

<sup>239</sup> So war die Finanzierung von Wachstum auch bei der Untersuchung von Hedstück und Göbel das eindeutig wichtigste Motiv bei der Finanzierungsentscheidung. 24 von 33 Nennungen fielen auf den Beweggrund „Wachstum“. Hedstück/Göbel (2006), S. 12.

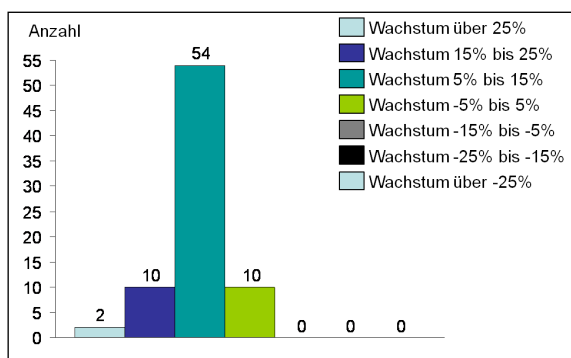


Abbildung 16: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach Umsatzentwicklung vor Kapitalaufnahme

Wie Abbildung 16 zeigt, wurden mehrheitlich wachsende Unternehmen finanziert. Von den 76 Unternehmen, die diese Frage beantwortet haben, befinden sich zehn Unternehmen in der Gruppe der stagnierenden Unternehmen (durchschnittliche jährliche Umsatzentwicklung von minus fünf bis plus fünf Prozent). Die deutliche Mehrheit der Unternehmen gab ein Umsatzplus von fünf bis 15 Prozent an. Weitere zehn Unternehmen wuchsen um durchschnittlich 15 bis 25 Prozent. Eine kleine Minderheit von zwei Unternehmen wuchs durchschnittlich mit über 25 Prozent pro Jahr.

Es ist schwierig zu beweisen, ob die mit PREPS finanzierten Unternehmen überdurchschnittlich stark wachsen, da kaum geeignete Vergleichszahlen existieren. In einer Arbeit von *Schulte* (2005) werden Umsatzentwicklungen von großen, mittelständischen, deutschen Unternehmen dargestellt.<sup>240</sup> Die Daten stammen aus der Studie „Unternehmertum Deutschland“, welche von McKinsey durchgeführt wurde. Die Daten beziehen sich auf die Jahre 1998 bis 2003 und Unternehmen mit einem absoluten Umsatz zwischen 50 Millionen und drei Milliarden Euro.<sup>241</sup> Es wiesen 217 von 471 Unternehmen eine jährliche Umsatzentwicklung von unter fünf Prozent aus. 125 Unternehmen wuchsen zwischen fünf und zehn Prozent und 129 mit über zehn Prozent pro Jahr. Während also bei *Schulte* circa die Hälfte der Unternehmen (46 Prozent) eine jährliche Umsatzentwicklung von unter fünf Prozent angibt, weist die sehr

<sup>240</sup> Schulte (2005), S. 136 f.

<sup>241</sup> Weil die Umsatzentwicklung von der allgemeinen Konjunktur abhängig ist und die Studie von Schulte sich auf die Jahre 1998 bis 2003 bezieht und die allgemeine Konjunktur einen großen Einfluss auf die Umsatzentwicklung von Unternehmen hat, ist ein Vergleich nur eingeschränkt möglich.

deutliche Mehrheit (87 Prozent) der Teilnehmer der vorliegenden Arbeit ein jährliches Umsatzwachstum von über fünf Prozent aus. Es ist somit wahrscheinlich, dass die mezzanine finanzierten Unternehmen deutlich größere Wachstumsraten aufwiesen als der „normale“ große Mittelstand Deutschlands.

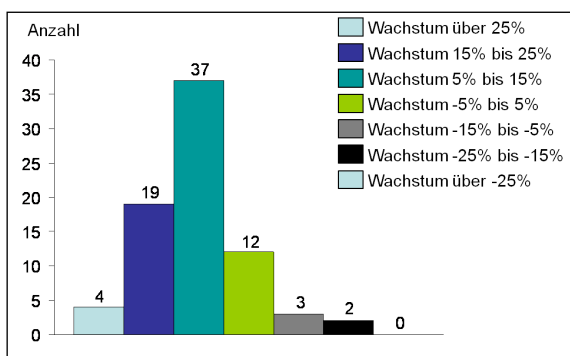


Abbildung 17: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach Umsatzentwicklung nach Kapitalaufnahme

Nach Aufnahme der mezzaninen Finanzierung war die Verteilung der Umsatzentwicklung breiter wie in Abbildung 17 ersichtlich ist. Zwar liegt die deutliche Mehrheit der Unternehmen nach wie vor in dem Bereich plus fünf bis plus 15 Prozent jährliches Umsatzwachstum. Jedoch befinden sich auf der einen Seite auch drei Unternehmen im Bereich minus fünf bis minus 15 Prozent und zwei Unternehmen im Bereich minus 15 bis minus 25 Prozent Umsatzentwicklung. Auf der anderen Seite sind auch deutlich mehr Unternehmen in den beiden wachstumsstärksten Gruppen vertreten.

Ursächlich für die Umsatzeinbrüche mancher Unternehmen nach Aufnahme der mezzaninen Finanzierung könnte sein, dass mit der Finanzierung Projekte abgestoßen wurden, die sich nicht planmäßig entwickelten. Bei den Unternehmen mit Wachstumsbeschleunigung dagegen könnte durch die mezzanine Finanzierung ein erfolgreiches Projekt ermöglicht worden sein.<sup>242</sup>

<sup>242</sup> Im Fragebogen wurde bewusst darauf hingewiesen, dass die Umsatzentwicklung nach Aufnahme der Finanzierung nur bis zum Einsetzen der Finanzkrise gemeint sei. Nur der Einfluss der Finanzierung und durch sie ermöglichte Projekte auf den Umsatz war von Interesse, nicht der Einfluss der Finanzkrise auf den Umsatz.

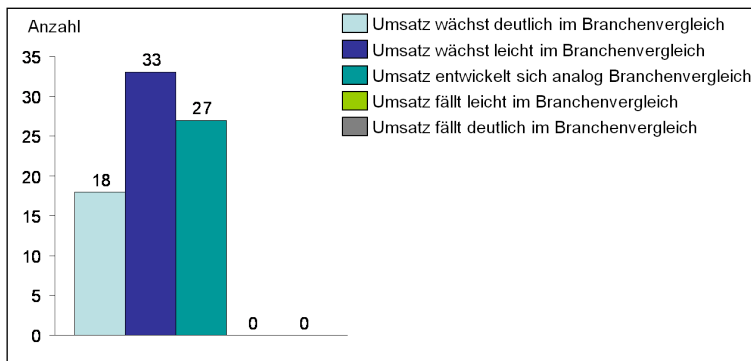


Abbildung 18: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach Umsatzentwicklung im Branchenvergleich

Für die in Abbildung 18 dargestellte Verteilung wurden die Unternehmen gefragt, wie sich ihr Umsatz im Vergleich zu dem Umsatz ihrer Wettbewerber entwickelt. 27 von 78 Unternehmen haben angegeben, dass sie sich durchschnittlich entwickeln. Die große Mehrheit der mezzanine finanzierten Unternehmen hat sich leicht (33 Unternehmen) oder deutlich (18 Unternehmen) stärker entwickelt als der Branchendurchschnitt.

### *Bonität*

Der Fragebogenabschnitt „Fragen zum Unternehmen“ endet mit drei Auswertungen aus dem Bereich Bonität.

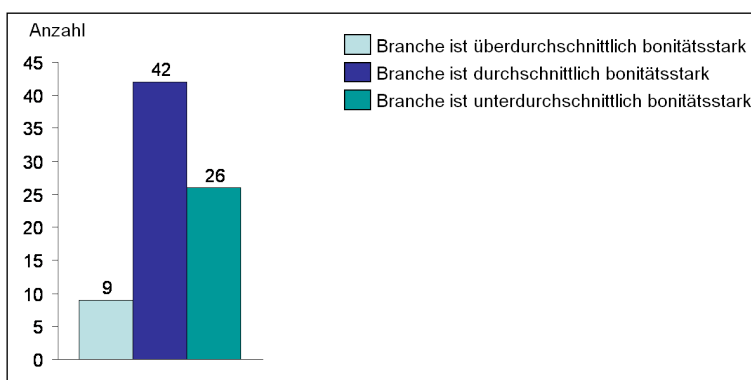


Abbildung 19: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach Bonitätseinschätzung der eigenen Branche

In Abbildung 19 wird dargestellt, wie die befragten Unternehmen die Bonität ihrer Branche im Vergleich zur durchschnittlichen Branchenbonität einschätzen. Wie es auch für einige andere Fragen dieser Untersuchung gilt, kann es sich bei der Antwort nur um eine subjektive Einschätzung handeln. Trotzdem sollten die Teilnehmer ein Gefühl

dafür haben, ob die eigene Branche von Banken eher wohlwollend eingeschätzt und entsprechend großzügig finanziert wird oder ob Banken eher ihr Kreditengagement in der Branche reduzieren. Es haben 77 von 82 Unternehmen auf diese Frage geantwortet.

Es fällt auf, dass deutlich mehr Unternehmen die eigene Branche als bonitätsschwach einschätzen (34%) als es Unternehmen gibt, welche die eigene Branche als bonitätsstark einschätzen (12%). Die Ursache dafür könnte sein, dass Unternehmen aus bonitätsschwachen Branchen Schwierigkeiten haben, Bankenfinanzierung in genügendem Umfang zu erhalten und deshalb die mezzanine Finanzierung bei Verfügbarkeit verwenden. Bei solchen Unternehmen könnte die Kapitalbeschaffung die vorrangige Funktion der Unternehmensfinanzierung sein.<sup>243</sup> Sie haben die mezzanine Finanzierung verwendet, weil sie keine Bankenfinanzierung erhielten.

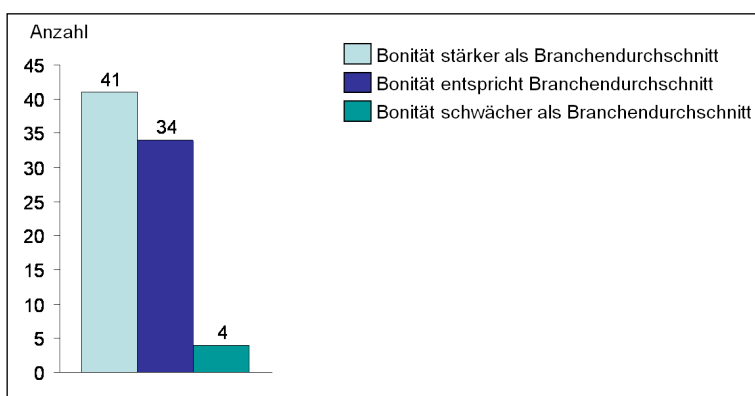


Abbildung 20: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach der eigenen Bonität im Branchenvergleich

Wenig überraschend ist die Verteilung der Umfrageteilnehmer hinsichtlich ihrer selbst eingeschätzten eigenen Bonität im Vergleich zur durchschnittlichen Bonität ihrer Branche (Abbildung 20). 52 Prozent haben angegeben, dass sie bonitätsstärker als der Branchendurchschnitt seien, weitere 43 Prozent bezeichnen sich als durchschnittlich bonitätsstark. Da nur Unternehmen finanziert werden konnten, die nach Moody's KMV RiskCalc eine Mindestbonität von Baa3.edf erreichten,<sup>244</sup> wurden mehrheitlich überdurchschnittlich bonitätsstarke Unternehmen finanziert. Dabei ist es durchaus auch

<sup>243</sup> Dieser Frage wird bei der Untersuchung der Hypothesen in Kapitel 6.5 nachgegangen.

<sup>244</sup> Baa3.edf und besser bedeutet, dass die Bonität im Investment-Grade liegt. Die Bonität ist gut bis sehr gut.

möglich, dass unterdurchschnittlich bonitätsstarke Unternehmen aus überdurchschnittlich bonitätsstarken Branchen Baa3.edf erreichen und sich so für die Finanzierung qualifizierten. Vielleicht handelt es sich bei den vier Unternehmen, die angaben, über eine unterdurchschnittliche Bonität zu verfügen, um solche Unternehmen.

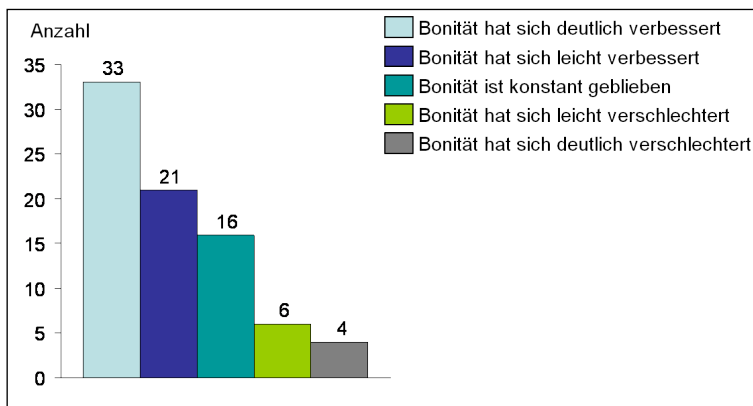


Abbildung 21: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach Bonitätsentwicklung nach der Finanzierung

So wie auch nach der Umsatzentwicklung der Finanzierungsaufnahme gefragt wurde, wurde auch nach der Bonitätsentwicklung nach der Finanzierungsaufnahme gefragt. Abbildung 21 zeigt, dass sich die Bonität der Unternehmen mehrheitlich leicht (26 Prozent) bis deutlich (41 Prozent) verbessert hat. Jedoch hat sich die Bonität bei insgesamt zehn Unternehmen leicht bis deutlich verschlechtert. Auch hier liegt der Verdacht nahe, dass diese Unternehmen mit der mezzaninen Finanzierung Projekte umgesetzt haben, die sich nicht wie erhofft entwickelten.

Eine Analyse nach der  $\chi^2$ -Methode ergibt, dass es einen ausgeprägten positiven Zusammenhang zwischen Umsatz- und Bonitätsentwicklung nach Finanzierungsaufnahme gibt.<sup>245</sup> Der Testwert liegt mit 0.014 im deutlich signifikanten Bereich. Es besteht also ein signifikanter Zusammenhang zwischen der Umsatzentwicklung und Bonitätsentwicklung nach Aufnahme der Finanzierung.

<sup>245</sup> Vgl. dazu die Bemerkungen zur Datenauswertung im Anhang 2.4. Bei zwei fünffach-gestufteten Merkmalen entsteht eine Tabelle mit 25 Feldern. Die erwarteten Häufigkeiten unter fünf treten bei mehr als 20 Prozent der Felder auf. Somit ist der bekanntere asymptotische  $\chi^2$ -Test nicht zulässig. Da für den exakten Test mit zwei fünffach-gestufteten Merkmalen die Computerleistung nicht ausreicht, wurden die Merkmale in ihren Ausprägungen auf zweifach-gestufte Merkmale reduziert.



Interpretieren lassen sich die statistischen Daten dahingehend, dass der Umsatzeinbruch zur Bonitätsverschlechterung führte.

#### 6.4.2 Beschreibung der Finanzentscheider

Im zweiten Abschnitt des Fragebogens wurden Daten über den Finanzentscheider erhoben. Gemeint mit dem Begriff Finanzentscheider ist die Person oder das Gremium, welches über Finanzierungsfragen entscheidet.

##### *Position der den Fragebogen ausfüllenden Person*

In der elektronischen Einladung zur Teilnahme an der Befragung wurde darum gebeten, dass der Fragebogen von der Person ausgefüllt wird, die sich im finanzierten Unternehmen am intensivsten mit der Entscheidung zur Verwendung von PREPS beschäftigt hat. Auf diese Weise sollte sichergestellt werden, dass die ausfüllende Person über das notwendige Wissen verfügt und so die Qualität der Daten möglichst hoch ist. Abbildung 22 zeigt, welche Positionen die Personen innehaben, welche die Fragebögen ausgefüllt haben.

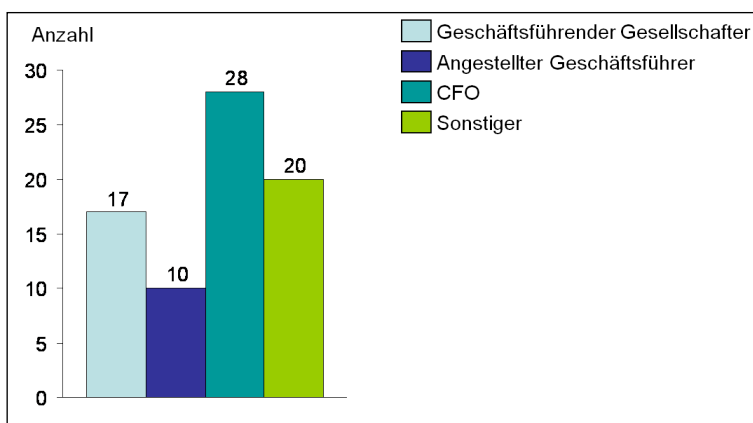


Abbildung 22: Verteilung der Umfrageteilnehmer nach ihrer Position im Unternehmen

Insgesamt 75 Personen haben diese Frage beantwortet. Es wurden 23 Prozent der Fragebögen von geschäftsführenden Gesellschaftern und 13 Prozent von angestellten Geschäftsführern ausgefüllt. Weitere 37 Prozent der Fragebögen wurden von CFOs (Chief Financial Officer: Leiter der Finanzen/Finanzvorstand) bearbeitet. In der Summe

wurden demnach mindestens 73 Prozent der Antworten durch die erste oder zweite Ebene der Geschäftsleitungen der finanzierten Unternehmen gegeben. Das ist einerseits nicht verwunderlich, weil die Entscheidung über die Verwendung der mezzaninen Finanzierung ein strategisches wichtiges Thema ist. Andererseits ist es sehr erfreulich, dass die zeitaufwendige Bearbeitung der Fragebögen nicht an Sachbearbeiter delegiert wurde.

Es fiel auf, dass bei keiner anderen Frage in solchem Maß von der Möglichkeit Gebrauch gemacht wurde, sonstige Angaben in einem Freitextfeld zu machen. 27 Prozent haben als Position „sonstige“ angegeben. Von diesen wiederum haben viele die deutsche Bezeichnung „Leiter der Finanzen“ eingetragen. Die übrigen gaben an, Leiter Controlling, Prokurist Rechnungswesen oder Berater zu sein. Somit waren nahezu alle Teilnehmer Geschäftsführer oder Abteilungsleiter. Die bessere Beschreibung der eigenen Position war mit Abstand das größte Anliegen bei der Verwendung von Freitextfeldern.

### *Finanzierungsziele*

In einer weiteren Frage wurde der Teilnehmer gebeten, die fünf vorgeschlagenen Finanzierungsziele nach ihrer Wichtigkeit zu bewerten. Die Skala geht von null bis zehn. Null bedeutet, dass das genannte Finanzierungsziel vollkommen unwichtig ist. Zehn bedeutet, dass das genannte Finanzierungsziel sehr wichtig ist. Die Finanzierungsziele und die zehn-stufige Skala wurden entnommen aus einer Studie, welche durch das INTES Zentrum für Familienunternehmen durchgeführt wurde.<sup>246</sup> Im Rahmen dieser Studie wurden ebenfalls deutsche Mittelständler zur Unternehmensfinanzierung befragt. Sie sind nicht repräsentativ für die hier befragten Unternehmen, weil sie nicht die Verwendung der mezzaninen Finanzierung verbindet. An der INTES Studie nahmen 297 Unternehmen teil, die sich alle mehrheitlich in Familienbesitz befanden und deren Mehrheit Umsätze zwischen 5 und 500 Mio. Euro erzielt.

---

<sup>246</sup> Redlefsen/Eiben (2006).

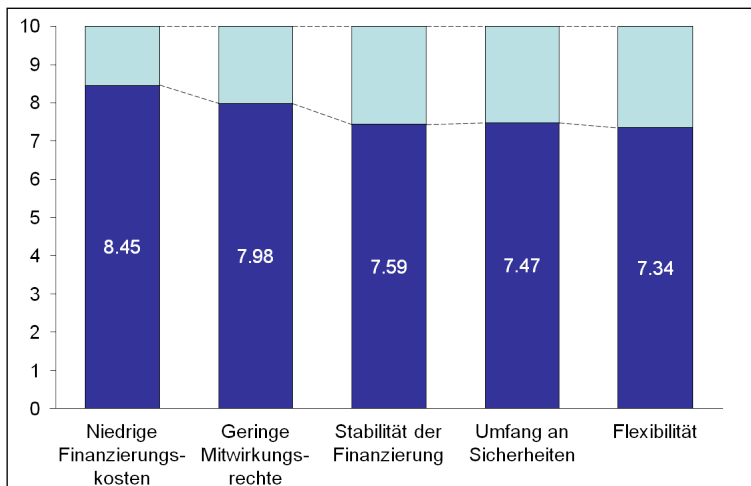


Abbildung 23: Wichtigkeit der Finanzierungsziele bei der INTES Studie

Wie Abbildung 23 zeigt, sind niedrige Finanzierungskosten das höchste Ziel für die Teilnehmer der INTES-Studie. Die Stabilität der Finanzierung dagegen ist nur ein durchschnittliches Finanzierungsziel.

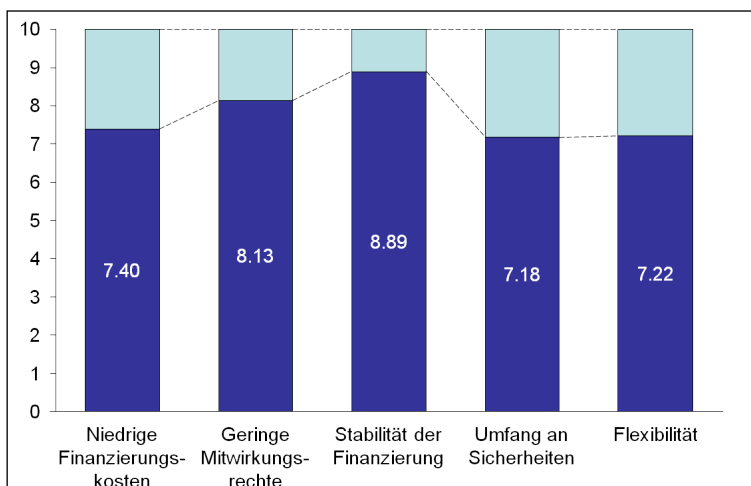


Abbildung 24: Wichtigkeit der Finanzierungsziele bei dieser Studie

Wie in Abbildung 24 erkenntlich, haben die mezzanine finanzierten Unternehmen eine andere Reihenfolge der Finanzierungsziele als der durch INTES untersuchte breite Mittelstand. Die Stabilität der Finanzierung ist von höchster Priorität, die Finanzierungskosten sind nur von durchschnittlicher Priorität. Dieser Tausch der Finanzierungsziele zwischen dem breiten Mittelstand und den mit PREPS finanzierten Unternehmen überrascht nicht, weil die untersuchten Unternehmen größtenteils eine

alternative Kreditfinanzierung bekommen hätten, die vermutlich günstiger gewesen wäre. Die mezzanine finanzierten Unternehmen sind bereit, für eine erhöhte Stabilität der Finanzierung höhere Zinsen zu zahlen. Ob sich die in dieser Studie untersuchten Unternehmen von den Teilnehmern der INTES-Studie auch auf statistisch signifikantem Niveau unterscheiden, soll eine Auswertung überprüfen. Dazu wurde für sämtliche Finanzierungsziele untersucht, ob es signifikante Unterschiede der Stichprobenmittelwerte gibt. Der Vergleich zweier Stichprobenmittelwerte aus unabhängigen Stichproben wird als t-Test bezeichnet.<sup>247</sup> Während bei der eigenen Stichprobe sämtliche Datenpunkte bekannt waren und auch die Standardabweichung berechnet werden konnte, lag bei den INTES-Daten nur Mittelwert und Anzahl der Teilnehmer vor. Die Standardabweichung war unbekannt und wurde auf Basis der Standardabweichung des eigenen Datensatzes geschätzt. Im eigenen Datensatz lag die Standardabweichung für das Finanzierungsziel „Niedrige Finanzierungskosten“ bei 2,04 und für die „Stabilität der Finanzierung“ bei 1,69. Unabhängig davon, ob die Standardabweichung für den INTES-Datensatz auf 100%, 150% oder 200% der Standardabweichung des eigenen Datensatzes geschätzt wurde, gibt es für die Stabilität der Finanzierung und für die Finanzierungskosten signifikante Unterschiede zwischen beiden Stichproben. Für den zweiseitigen Vertrauensbereich ergeben sich bei einer angenommenen doppelten Standardabweichung immer noch Wahrscheinlichkeitswerte von 0,0015 (Stabilität der Finanzierung) beziehungsweise 0,0319 (Niedrige Finanzierungskosten). Die anderen drei Finanzierungsziele weichen dagegen auch bei einfacher Standardabweichung auf keinem Niveau signifikant ab.

#### *Krisenerfahrung und Erfahrung mit Banken*

Interessant ist ferner, dass 49 Prozent der Fragebogenteilnehmer angaben, bereits eine wirtschaftliche Krise in ihrer beruflichen Laufbahn erlebt zu haben. Dabei muss es sich nicht um eine Krise in dem Unternehmen handeln, welches die mezzanine Finanzierung verwendet.

Gefragt wurde auch, welches Verhalten die Teilnehmer von Banken in wirtschaftlich schwierigen Zeiten erwarten. Im Fragebogen wurden verschiedene Aussagen

---

<sup>247</sup> Bortz (2005), S. 140.

vorgeschlagen und die Teilnehmer wurden gebeten, Aussagen anzukreuzen, denen sie zustimmen (Abbildung 25). Eine Mehrfachnennung war ausdrücklich erlaubt.

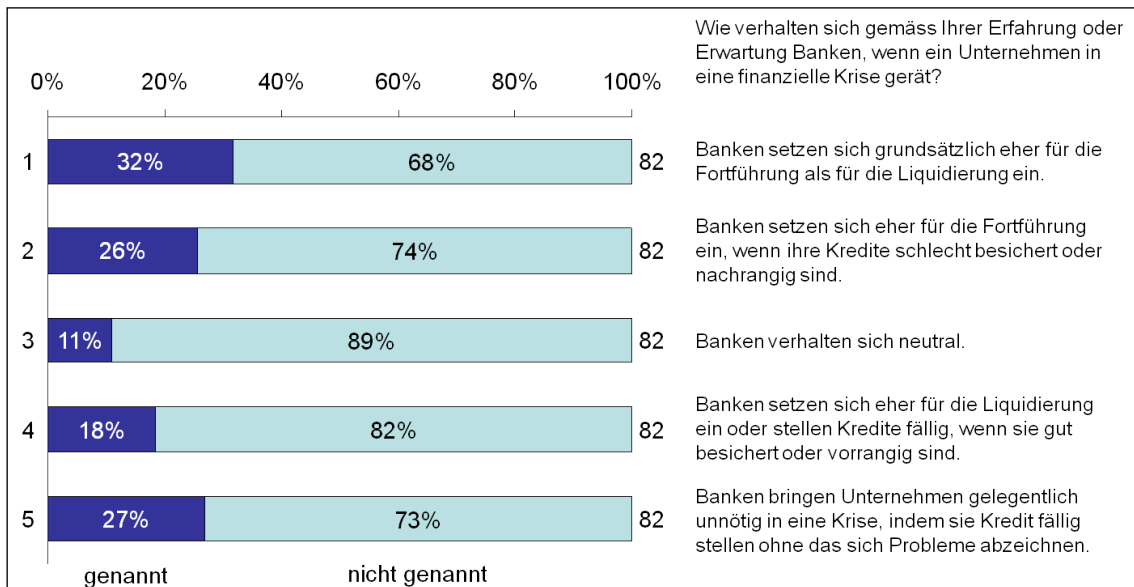


Abbildung 25: Verhalten von Banken in Krisen

Es fällt auf, dass nur eine Minderheit von elf Prozent ein neutrales Verhalten von Banken erwartet. Deutlich mehr Zustimmung fanden die Aussagen, nach denen Banken über die Fortführung eines Unternehmens in Abhängigkeit ihrer Verhandlungsmacht (Ausmaß an Sicherheiten und Rang des Kredits) entscheiden. Am meisten Zustimmung fanden die beiden Extrempositionen: 27 Prozent erwarten, dass Banken gelegentlich ursächlich für wirtschaftliche Krisen sind, in dem aus Gründen, die außerhalb der Kreditqualität liegen, Kredite fällig stellen. 32 Prozent sind dagegen der Meinung, dass Banken grundsätzlich eher für die Fortführung als für die Liquidierung einsetzen.

### 6.4.3 Beschreibung der Finanzierungssituationen

Fragen zur Finanzierungssituation wurden im dritten Abschnitt des Fragebogens gestellt.

*Erstansprache PREPS*

Es wurde gefragt, wie die erste Kontaktaufnahme vor der mezzaninen Finanzierungsaufnahme erfolgte.

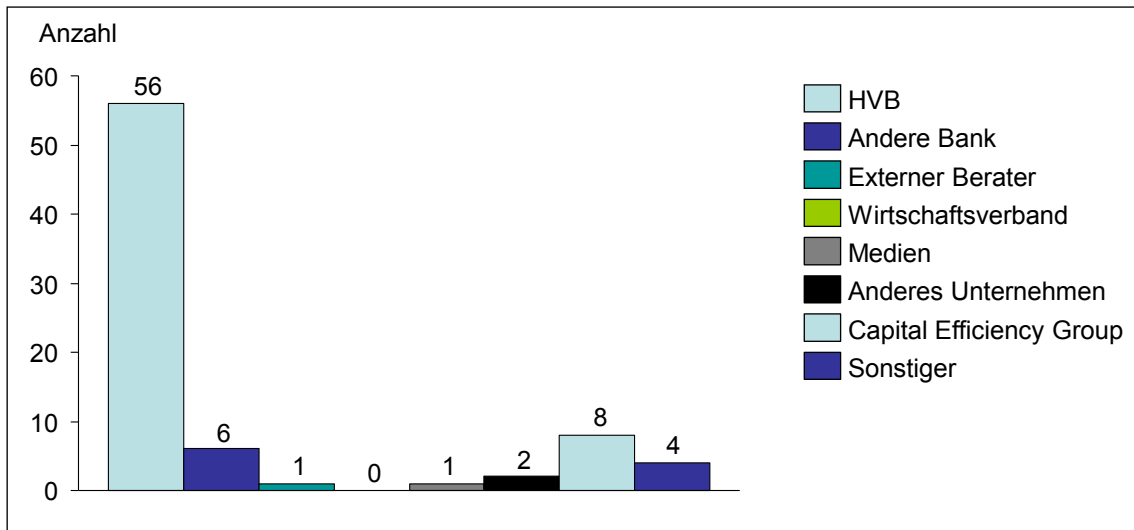


Abbildung 26: Erstansprache des finanzierten Unternehmens

Wenig überraschend ist, dass die deutliche Mehrheit der finanzierten Unternehmen von der Bank zunächst angesprochen wurden, deren Aufgabe Origination war. Im Fall der PREPS-Transaktionen war die HypoVereinsbank in Deutschland das Kreditinstitut, welches die Finanzierung im deutschen Mittelstand vermarktet hat. Erstaunlich dagegen ist, dass am zweithäufigsten die Capital Efficiency Group genannt wurde und nicht eine der weiteren möglichen Antworten. Insofern trugen vermutlich auch die starken Vermarktungsbemühungen der Capital Efficiency Group maßgeblich zum Erfolg der mezzaninen Mittelstandfinanzierung in Deutschland bei.

### Verwendungszweck

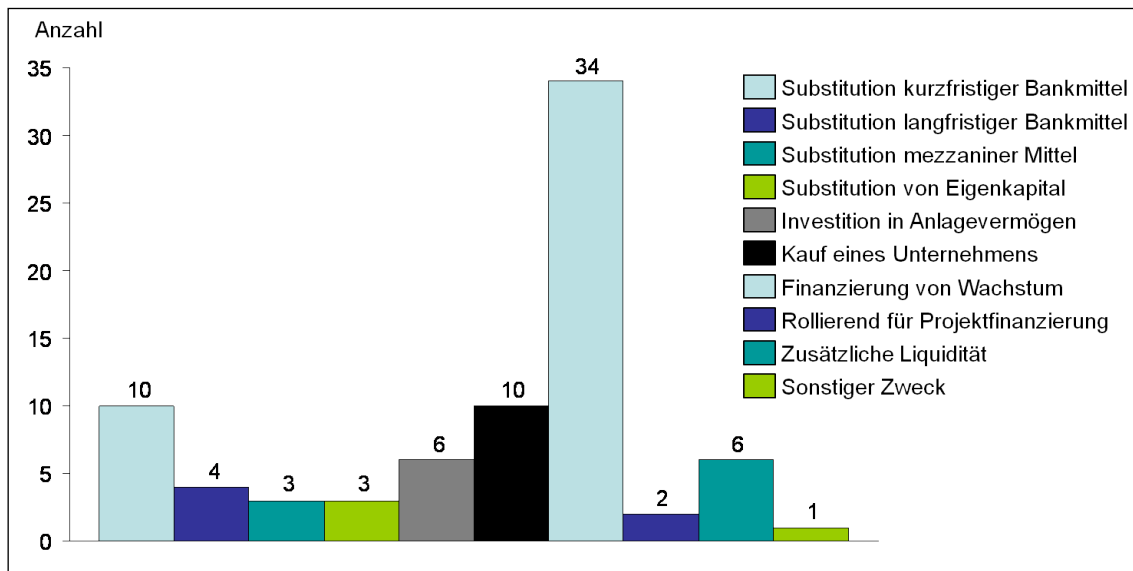


Abbildung 27: Verwendungszweck der mezzaninen Finanzierung

Wie erwartet hat eine große Mehrheit von 73 Prozent der befragten Unternehmen die Finanzierung für einen bilanzverlängernden Zweck verwendet (Antworten fünf bis neun). 25 Prozent haben die Finanzierung verwendet, um damit eine bestehende Finanzierung abzulösen (Antworten eins bis vier).

### Alternative Bankenfinanzierung

In dieser Erhebung wurden zwei verschiedene Fragen gestellt, um zu klären, in wie weit es alternative Finanzierungsmöglichkeiten für den Finanzierungsanlass gab. Zunächst wurden alternative Finanzierungsinstrumente genannt und die Teilnehmer gebeten anzukreuzen, welches davon hätte genutzt werden können. Eine Mehrfachauswahl war zulässig. Von den insgesamt 82 Unternehmen haben 17 Unternehmen bei dieser Frage keine Angaben gemacht. Alle anderen Unternehmen haben bei mindestens einem Finanzierungsinstrument angegeben, dass es verfügbar gewesen wäre. Ob also sämtliche 82 Unternehmen eine Alternative zur mezzaninen Finanzierung gehabt hätten, kann nicht mit Sicherheit beantwortet werden.

In einer zweiten Frage wurde geklärt, ob eine Bank die Finanzierung des konkreten Anlasses komplett durchgeführt hätte. Nur 61 Unternehmen gaben eine Antwort. Eine knappe Mehrheit (52 Prozent) hätte keine Bankenfinanzierung erhalten. Es stellt sich

die Frage, ob mit Mezzanine teilweise Projekte finanziert wurden, die besser nicht finanziert worden wären. Die weiter oben dargestellten Umsatz- und Bonitätsentwicklungen nach Aufnahme der Finanzierung zeigen, dass zumindest bei manchen Unternehmen Probleme auftraten. Allerdings kann mit dieser Studie nicht ausgesagt werden, ob im Vergleich zum gesamten deutschen Mittelstand überdurchschnittliche viele der mezzanine finanzierten Unternehmen eine negative Entwicklung zeigten. Auch ist eine mezzanine Finanzierung deswegen teurer, weil mit ihr riskantere Projekte finanziert werden können.

### *Bankenlandschaft*

Abgefragt wurde auch, zu wie vielen Banken vor der mezzaninen Finanzierung Beziehungen bestanden, wie sich die Anzahl der finanzierenden Banken verändert hat, ob es zum Finanzierungszeitpunkt eine Hausbank gab und wie sich das Verhältnis zu ihr seit dem verändert hat.

Zum Zeitpunkt der mezzaninen Finanzierung hatten zwei von 80 Unternehmen nur mit einer Bank ein Finanzierungsverhältnis, 40 Unternehmen oder 50 Prozent hatten zwei oder drei Banken, 35 Unternehmen oder 44 Prozent hatten vier bis acht Banken und drei Unternehmen hatten Beziehungen zu mehr als acht Banken.

In der Zeit nach Aufnahme der mezzaninen Finanzierung hat sich bei der Mehrheit (49 von 81 Unternehmen) die Anzahl der Banken nicht verändert. Bei den restlichen Unternehmen wiederum dominierte die Gruppe der Unternehmen, deren Bankverbindungen zunahmen (20 Unternehmen). Bei zwölf Unternehmen nahmen die Bankverbindungen ab. Durch die gute Wahrnehmbarkeit der Finanzierung wurden die Unternehmen vermehrt von bisher nicht finanzierenden Banken angesprochen.

Eine ausgeprägte Mehrheit von 91 Prozent gab an, dass eine Hausbank existiert. Nur neun Prozent bezeichneten keine Bank als Hausbank. Bei 71 Prozent hat sich die Bedeutung der Hausbank nach Aufnahme der mezzaninen Finanzierung nicht verändert. Bei 17 Prozent nahm die Bedeutung zu und bei zwölf Prozent nahm sie ab.



### *Zufriedenheit mit der mezzaninen Finanzierung*

An letzter Stelle im Fragebogen wurde gefragt, ob die Unternehmen sich erneut für die mezzanine Finanzierung entscheiden würden. Dabei wurde zusätzlich mitgeteilt, dass diese Frage auf eine Situation mit selben Finanzierungsanlass und wirtschaftlichem Umfeld abstellt, die Unternehmen nun jedoch nicht nur auf Basis der damals vorliegenden Verträge, sondern zusätzlich auf Basis der mit der Finanzierung gemachten Erfahrungen entscheiden sollten. Von den 71 Unternehmen, die diese Frage beantwortet haben, würden sich 64 erneut für die mezzanine Finanzierung entscheiden. Zumindest aus Kapitalnehmersicht ist es demnach bedauerlich, dass seit 2007 keine erneute Verbriefung von mezzaninen Mittelstandskrediten stattgefunden hat.

#### **6.4.4 Beschreibung der Zustimmung zu den Aussagen**

In den beiden folgenden Grafiken ist dargestellt, wie die Zustimmung zu den verschiedenen Aussagen ausfiel. Jede Aussage nennt einen Grund, weshalb die mezzanine Finanzierung möglicherweise verwendet wurde. Die Aussagen ähneln den Hypothesen und werden für deren Überprüfung als abhängige Variable verwendet. Sie sind jedoch weder in der Formulierung noch in der Anzahl identisch. Beispielsweise wird die Aussage A 1.1 doppelt verwendet (für die Hypothesen H 1 a und H 1 b).<sup>248</sup>

Die Aussagen sind rechts in den Grafiken aus Gründen der Übersichtlichkeit verkürzt dargestellt. Im Fragebogen, der sich im Anhang dieser Arbeit befindet, wurden die Aussagen länger formuliert, teilweise zusätzlich erläutert und in einer veränderten Reihenfolge aufgeführt. Die Bezeichnungen der Aussagen sind links neben den Balken ersichtlich und orientieren sich an der Gliederungssystematik aus Kapitel 5. Dabei steht die Zahl vor dem Punkt für die Funktion der Unternehmensfinanzierung. Mit der Zahl nach dem Punkt werden die Aussagen innerhalb einer Funktion nummeriert.<sup>249</sup> Rechts von den Balken wird angegeben, wie viele Unternehmen eine Aussage bewertet haben. Innerhalb der Balken wird angezeigt, wie viel Prozent der Unternehmen einer Aussage wie stark zustimmen:

---

<sup>248</sup> Vgl. zur Nomenklatur der Hypothesen Kapitel 5.

<sup>249</sup> So steht A 1.1 beispielsweise für eine Aussage aus der ersten Funktion der Unternehmensfinanzierung (Mittelbeschaffung). Innerhalb dieser Funktion ist es die erste vorgeschlagene Aussage.

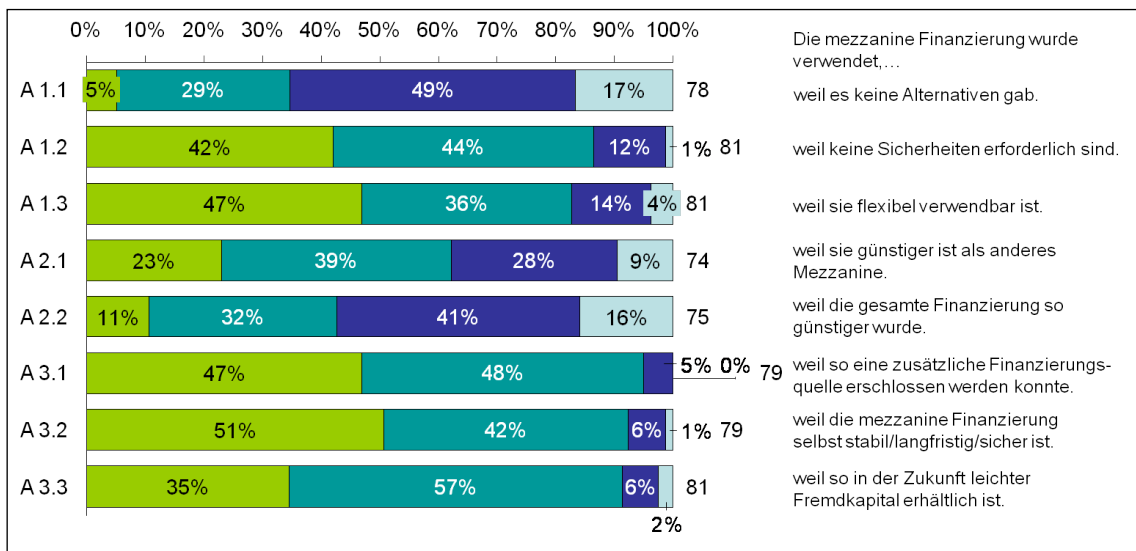
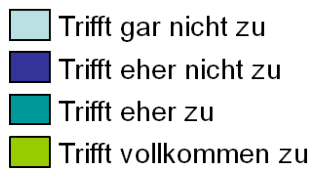


Abbildung 28: Zustimmung zu den Aussagen A 1.1 bis A 3.3

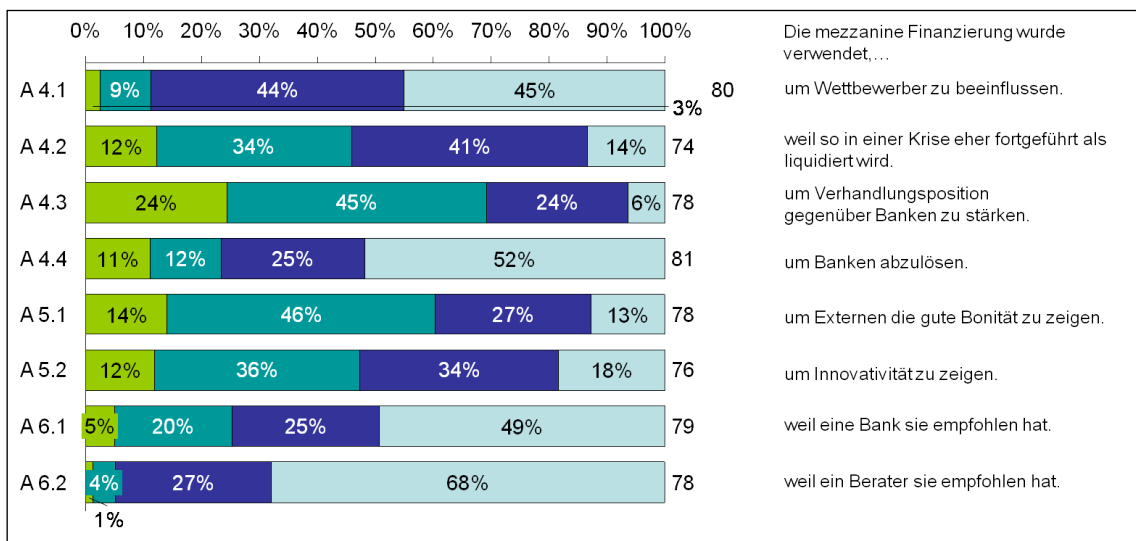


Abbildung 29: Zustimmung zu den Aussagen A 4.1 bis A 6.2

In Abbildung 28 und Abbildung 29 ist die Zustimmung zu den Aussagen in einer vierstufigen Skala dargestellt und entspricht damit den Rohdaten. Für die statistischen

Auswertungen der Hypothesen in Kapitel 6.5 musste die Zustimmung auf eine zweistufige Skala reduziert werden.<sup>250</sup> Dazu wurden „Trifft gar nicht zu“ und „Trifft eher nicht zu“ zu „Trifft nicht zu“ und „Trifft eher zu“ und „Trifft vollkommen zu“ zu „Trifft zu“ zusammengefasst. Die verbalen Beschreibungen der beiden obigen Abbildungen erfolgen ebenfalls zweistufig. Eine ausführliche Diskussion und Interpretation der Abbildung 28 und Abbildung 29 findet in Abschnitt 6.6 statt.

#### **Aussagen der Gruppe A1 – Mittelbeschaffung:**

Eine Minderheit von 34 Prozent hat die Finanzierung verwendet, weil es in der Situation keine Alternativen gab. Den beiden anderen Aussagen der Gruppe A 1 wurde dagegen überwiegend zugestimmt. 86 Prozent gefiel, dass keine Sicherheiten erforderlich waren und 81 Prozent gefiel, dass die Finanzierung flexibel verwendbar ist.

#### **Aussagen der Gruppe A2 – Transformation:**

Eine Mehrheit von 62 Prozent nutzte PREPS, weil es günstiger war, als vergleichbare Finanzierungsinstrumente. Dagegen waren nur 43 Prozent der Meinung, dass die durchschnittlichen Finanzierungskosten durch die Verwendung der mezzaninen Finanzierung sinken würden.

#### **Aussagen der Gruppe A3 – Kanalisierung:**

Die Aussagen der Gruppe A 3 fanden durchgehend eine ausgeprägte Zustimmung. Die Diversifikation der Finanzierungsquellen schätzte eine sehr große Mehrheit von 95 Prozent. Ebenfalls mit großer Mehrheit (93 Prozent) wurde der Aussage zugestimmt, dass die Finanzierung vorteilhaft sei, da sie langfristig und nahezu unkündbar zur Verfügung steht. 92 Prozent waren der Meinung, dass durch die mezzanine Finanzierung eine zukünftige Kreditfinanzierung erleichtert wird.

#### **Aussagen der Gruppe A4 – Verhaltensbeeinflussung:**

Die Aussagen der Gruppe A 4 bezüglich einer Verhaltensbeeinflussung wurden mehrheitlich abgelehnt. Das ist nicht ganz verwunderlich, da es sich um eher abstrakte

---

<sup>250</sup> Vgl. dazu auch die Anmerkungen in Anhang 2.4.

Ideen handelt. 85 Prozent haben die Finanzierung nicht verwendet, um Wettbewerber zu beeinflussen. Eine Minderheit von 46 Prozent ist der Meinung, dass der mezzanine Kapitalgeber einen positiven Einfluss bei Sanierungsgesprächen hätte. Jedoch sind 69 Prozent der Meinung, dass sich durch die mezzanine Finanzierung das Machtverhältnis zwischen Unternehmen und Banken zugunsten der Unternehmen verschieben würde. Eine Minderheit von 23 Prozent wollte mit der mezzaninen Finanzierung Banken ablösen, um das Zusammenleben mit den übrigen Banken zu verbessern.

#### **Aussagen der Gruppe A5 – Informationsübermittlung:**

60 Prozent stimmten der Aussage zu, dass durch die mezzanine Finanzierung externen Kapitalgebern die eigene gute Bonität gezeigt werden könne. Die zweite Aussage der Gruppe A 5 wurde knapp abgelehnt. 48 Prozent waren der Meinung, dass Innovationsfähigkeit durch die Verwendung der mezzaninen Finanzierung demonstriert werden könne.

#### **Aussagen der Gruppe A6 – Keine aktive Funktion:**

Aufgrund einer Empfehlung externer Parteien hat nach Selbstauskunft der Unternehmen nur eine Minderheit die Finanzierung verwendet. Das überhaupt Unternehmen angeben, nicht aktiv entschieden zu haben, ist ein interessantes Ergebnis. Dabei stimmten noch deutlich mehr Unternehmen (25 Prozent) der Aussage zu, dass sie PREPS nutzen, weil ihnen eine Bank dazu geraten hat, als Unternehmen der Aussage zustimmen, dass sie aufgrund der Empfehlung einer anderen externen Partei die Finanzierung verwenden (fünf Prozent).

### **6.5 Überprüfung der Hypothesen**

Nach der deskriptiven Beschreibung des Datensatzes geht es in diesem Abschnitt um die Prüfung der in Kapitel 5 aufgestellten Hypothesen. Wie in Kapitel 2.1 erläutert, wird durch den Abschluss eines Finanzierungsvertrags nicht nur der liquiditätswirksame Mittelzufluss geregelt, sondern noch eine Vielzahl anderer Vertragskomponenten (beispielsweise Informationsrechte, Einflussrechte und andere). Es wäre daher möglich, dass es Untergruppen aus der Gesamtgruppe der finanzierten Unternehmen gibt, denen ein Vertragsmerkmal besonders wichtig oder besonders unwichtig war. Solch eine

Untergruppe muss über ein oder mehrere Merkmale abgrenzbar sein. Im Folgenden soll mit Hilfe geeigneter statistischer Analyseverfahren geprüft werden,<sup>251</sup> ob Untergruppen aus unterschiedlichen Gründen die Finanzierung verwendet haben.

Da die Hypothesen als ökonomische Zusammenhänge formuliert wurden, müssen die Einflussfaktoren zunächst operationalisiert werden. Mit den vorhandenen Daten ist es manchmal möglich, dass verschiedene Merkmale für die unabhängige Variable in Frage kommen. So kann beispielsweise die „angespannte Finanzsituation“ aus Hypothese 1a) über die „selbst eingeschätzte Bonität“ oder auch über ein „alternatives Finanzierungsangebot“ operationalisiert werden. Da diese Untersuchung auch explorativen Charakter hat, werden teilweise mehrere unabhängige Variable getestet.

Als abhängige Variable dienen die Aussagen auf dem vierten Block des Fragebogens. Jede Aussage nennt einen möglichen Grund für die Verwendung der mezzaninen Finanzierung. Für die Auswertung der Hypothesen wird die Zustimmung zu den Aussagen von ursprünglich vier Abstufungen auf zwei Abstufungen reduziert. Wie im Anhang in Abschnitt 2.4 ausführlich erläutert, können die  $\chi^2$ -Tests bei dem gegebenen Stichprobenumfang nur mit einer begrenzten Datenkomplexität durchgeführt werden, weil entweder die asymptotischen Tests aufgrund zu niedriger erwarteter Häufigkeiten methodisch unzulässig sind oder die exakten Tests aufgrund zu niedriger Rechenleistung technisch unmöglich sind. Die Reduzierung der Abstufung erfolgt so, dass Aussagen entweder zugestimmt wird (ursprüngliche Abstufungen „Trifft vollkommen zu“ und „Trifft eher zu“) oder sie abgelehnt werden (ursprüngliche Abstufungen „Trifft gar nicht zu“ und „Trifft eher nicht zu“).<sup>252</sup>

### **Grundsätzliche Überlegungen zum Testen der Hypothesen:**

Es ist festzustellen, dass schon die Verteilung der Zustimmungen zu einer Aussage ein Ergebnis im Sinne der Untersuchung ist. Bei manchen Hypothesen kann darüber hinaus keine (zuverlässige) Analyse erfolgen.

---

<sup>251</sup> Vgl. dazu die methodischen Überlegungen zur Datenauswertung und der Auswahl statistischer Verfahren im Anhang im Abschnitt 2.4.

<sup>252</sup> Vgl. auch Kapitel 6.4.4 dieser Arbeit.

### Mögliche Schwierigkeiten bei der Auswertung der Hypothesen:

1. Es gibt Hypothesen, die keinen Unterschied zwischen den Untergruppen postulieren. Ursächlich hierfür ist entweder, dass eine Aussage für alle Unternehmen gleichermaßen gilt oder, dass ex ante keine begründbare Untergruppenaufteilung anhand eines Merkmals möglich war.
2. Durch das Antwortverhalten der Teilnehmer können Verteilungen entstehen, die nicht für eine statistische Auswertung geeignet sind. Das ist sowohl bei den unabhängigen Variablen möglich (2a) wie auch bei den abhängigen (2b):
  - a. Problematisch ist, wenn die Aufteilung der Unternehmen anhand der unabhängigen Variable in Untergruppen sehr asymmetrisch erfolgt, so dass eine oder mehrere sehr kleine Untergruppen entstehen.

Zwar kann mit exakten Verfahren auch bei solch asymmetrischer Verteilung methodisch einwandfrei gearbeitet werden, es muss jedoch befürchtet werden, dass statistische Zufälle verstärkten Einfluss auf die Ergebnisse haben und eventuell postulierte ökonomische Zusammenhänge überdecken. Manche Unternehmer neigen dazu, durchschnittlich sehr hohe Zustimmungen anzugeben während andere durchschnittlich niedrige Zustimmungen angeben. Das heißt nicht, dass sie nicht dieselben Präferenzen haben. Wenn nun zufällig in einer sehr kleinen Untergruppe Unternehmen anzutreffen sind, die durchschnittlich niedrige Zustimmungen ausdrücken, dann kann es zwar sein, dass diesen Unternehmen die konkrete Aussage besonders wichtig war, aber die durchschnittliche Zustimmung der Untergruppe trotzdem nicht signifikant höher liegt, als bei der Vergleichsgruppe.

- b. Auch eine sehr asymmetrische Verteilung der abhängigen Variablen führt zu unzuverlässigen Ergebnissen. Das kann passieren, wenn nahezu alle Unternehmen im gleichen Masse zustimmen. Wenn bei einer

Aussage nahezu alle Unternehmen voll (oder gar nicht) zustimmen, dann kann kein signifikanter Unterschied zwischen Untergruppen dieser Unternehmen gemessen werden beziehungsweise nimmt der Einfluss von Zufällen zu.

### **Grundsätzliche Überlegungen zur Interpretation der Ergebnisse:**

Geprüft werden die Hypothesen H 1 a) bis H 6 b), die auch als Alternativhypothesen bezeichnet werden, nicht direkt, sondern im Umkehrschluss über die jeweilige Nullhypothese H 0. Die Nullhypothese besagt, dass es keinen Unterschied zwischen den Untergruppen gibt. Allgemein ausgedrückt negiert die Nullhypothese, dass die Alternativhypothese richtig ist.<sup>253</sup>

Für die Entscheidung über die Annahme oder Ablehnung der (Alternativ-) Hypothese ist ein Signifikanzniveau festzulegen, welches genügend Sicherheit gibt. Dieses wird üblicherweise auf fünf Prozent festgelegt und bestätigt signifikante Zusammenhänge.<sup>254</sup> Wenn die Nullhypothese auf dem fünf-Prozent-Signifikanzniveau verworfen wird, heißt das nicht, dass der postulierte Zusammenhang der (Alternativ-) Hypothese existiert, sondern semantisch korrekt nur, dass das Gegenteil nicht bewiesen werden konnte. Auch ist mit dem Verwerfen der Nullhypothese nicht bewiesen, ob die beiden Variablen direkt in einem Zusammenhang stehen oder ob es sich um einen Scheinzusammenhang handelt, der bei Berücksichtigung einer weiteren Variable anders zu interpretieren wäre.

#### **6.5.1 Haupthypothese Mittelbeschaffung**

Der Fokus liegt auf dem Mittelzufluss selbst oder den damit verbundenen Freiheiten, dass keine Sicherheiten gestellt werden müssen oder dass die Mittel flexibel verbendbar sind.

---

<sup>253</sup> Bortz (2005), S. 109 f.

<sup>254</sup> Bortz (2005), S. 113 f.

**Hypothese 1 a)**

Unternehmen in einer angespannten Finanzierungssituation verwenden Programm-Mezzanine, weil sie anders keine Finanzierung erhalten.

**Abhängige Variable:**

Die abhängige Variable ist der Grad der Zustimmung zu der Aussage, ob die Finanzierung verwendet wurde, weil es für das Finanzierungsvorhaben keine alternativen Finanzierungsmöglichkeiten gab (A 1.1).

Keine Alternativen zu haben heißt jedoch nicht unbedingt, dass die Unternehmen überhaupt keine Finanzierung mehr erhalten würden, sondern nur, dass sie für den Finanzierungsanlass nicht anderweitig eine Finanzierung angeboten bekamen.

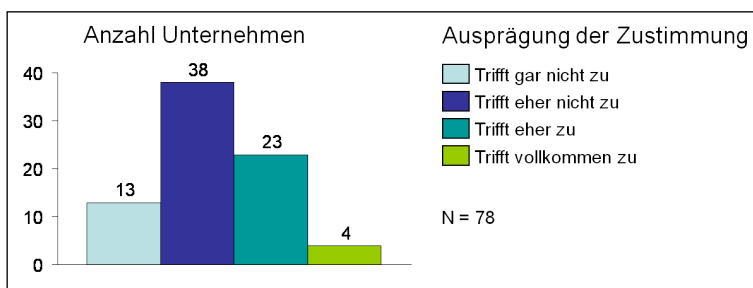


Abbildung 30: Zustimmungverteilung bei der Aussage A 1.1

Für die Mehrheit der Unternehmen gab es offensichtlich alternative Finanzierungsmöglichkeiten für den jeweiligen Finanzierungsanlass. Deshalb lehnte eine Mehrheit von 65 Prozent die Aussage ab. Die Minderheit von 35 Prozent stimmt der Aussage zu. Fünf Prozent der Unternehmen stimmten der Aussage voll zu, weitere 29 Prozent stimmten der Aussage eher zu.

**Unabhängige Variable:**

Die Hypothese nimmt an, dass Unternehmen in angespannten Finanzierungssituationen der Aussage öfter zustimmen als Unternehmen in einer entspannten Finanzierungssituation. Eine angespannte Finanzierungssituation kann bei den vorliegenden Daten durch folgende Variable operationalisiert werden:



- Bonitätseinschätzung des Unternehmens vor Aufnahme der Finanzierung: Die Unternehmen wurden gebeten anzugeben, ob die eigene Bonität im Vergleich zur Branche überdurchschnittlich, durchschnittlich oder unterdurchschnittlich war.
- Alternatives Finanzierungsangebot: Die Unternehmen wurden gefragt, ob eine Bank für den Finanzierungsanlass ebenfalls Mittel bereitgestellt hätte.

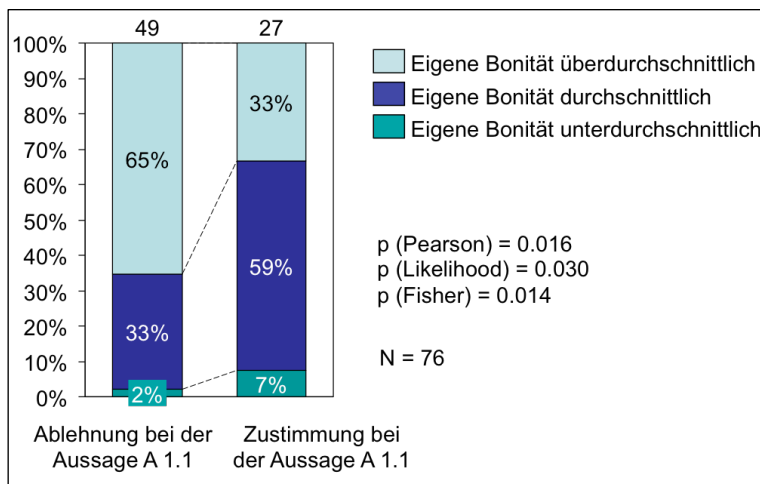


Abbildung 31: Auswertung der Hypothese 1 a)

Abbildung 31 stellt die selbsteingeschätzte Bonitätsverteilung in Abhängigkeit von der Zustimmung zur Aussage 1.1 dar. Unternehmen, die der Aussage zustimmten, haben deutlich öfter eine unterdurchschnittliche (sieben Prozent) oder durchschnittliche (59 Prozent) Bonität als Unternehmen, welche die Aussage ablehnten (zwei beziehungsweise 33 Prozent). Dagegen ist der Anteil der Unternehmen mit einer überdurchschnittlichen Bonität bei den die Aussage ablehnenden Unternehmen mit 65 Prozent beinahe doppelt so hoch wie bei den die Aussage annehmenden Unternehmen (33 Prozent). Die statistischen Testwerte liegen bei allen drei Verfahren<sup>255</sup> unter dem fünf-prozentigen Signifikanzniveau. Es liegt also ein signifikanter Zusammenhang zwischen der Unternehmensbonität und der Verwendung der mezzaninen Finanzierung aufgrund der Abwesenheit alternativer Finanzierungsangebote vor. Für Unternehmen

<sup>255</sup> Alle drei exakten  $\chi^2$ -Verfahren (Pearson, Likelihood und Fisher) sind in ihrer Aussagekraft gleichwertig. Vgl. dazu Abschnitt 2.4 im Anhang dieser Arbeit.

mit schwacher Bonität stand die Mittelbeschaffung öfter im Vordergrund als für bonitätsstarke Unternehmen.

Ebenfalls besteht für den Grad der Zustimmung zur der Aussage 1.1 ein signifikanter Zusammenhang mit der Antwort auf die Frage ob eine Bank die Finanzierung selbst durchgeführt hätte. Gleichzeitig besteht zwischen den beiden unabhängigen Variablen (selbsteingeschätzte Bonität und Vorhandensein eines alternativen Finanzierungsangebots durch Banken) ein signifikanter Zusammenhang mit Testwerten zwischen 0.015 und 0.022. Mit beiden Merkmalen lässt sich die angespannte Finanzierungssituation operationalisieren.

### **Hypothese 1 b)**

Unternehmen aus „problematischen“ Branchen verwenden Programm-Mezzanine, weil sie anders keine Finanzierung erhalten.

### **Abhängige Variable:**

Die abhängige Variable ist der Grad der Zustimmung zu der Aussage, ob die Finanzierung verwendet wurde, weil es für das Finanzierungsvorhaben keine alternativen Finanzierungsmöglichkeiten gab (A 1.1). Da schon bei Hypothese 1 a) dieselbe Aussage (A 1.1) als abhängige Variable verwendet wird, kann auf eine erneute grafische Darstellung und verbale Beschreibung verzichtet und auf Abbildung 30 verwiesen werden.

### **Unabhängige Variable:**

Die Hypothese nimmt an, dass es Branchen gibt, die von Banken nicht ausreichend finanziert werden und die deshalb ein besonderes Interesse an dieser Finanzierung haben. Die unabhängige Variable kann bei den vorliegenden Daten auf zwei Weisen operationalisiert werden. Zum einen wurden die Teilnehmer gefragt in welcher Branche sie mehrheitlich tätig sind. Zum anderen wurden sie gefragt wie die Bonität ihrer Branche zum Zeitpunkt der Finanzierung durch Banken eingeschätzt wurde.

*Branchenzugehörigkeit*

Die Unternehmen konnten aus einer Übersicht mit 39 Branchen auswählen. 77 Unternehmen haben ihre Branche angegeben. Die Auswahl verteilte sich auf insgesamt 23 Branchen mit einer bis zehn Nennungen pro Branche. Getestet wurden alle 23 genannten Branchen jeweils in 2 x 2 Felder Matrizen. Dafür wurden die Daten jeweils so modifiziert, dass Unternehmen entweder in der konkreten Branche tätig waren oder in einer der 22 anderen.

Für keine Branche konnte ein signifikanter Zusammenhang zum Grad der Zustimmung der Aussage nachgewiesen werden. Das mag unter anderem an den niedrigen Fallzahlen liegen. So haben beispielsweise nur zwei Unternehmen angegeben, in der Baubranche tätig zu sein.<sup>256</sup> Von diesen beiden Unternehmen hatte wiederum nur ein Unternehmen die Aussage bewertet.

Immerhin für die Branche „Datenverarbeitung und Informationstechnik“ konnte eine leichte Tendenz festgestellt werden. Es wäre denkbar, dass Unternehmen dieser Branche Schwierigkeiten bei der Bewerbung um ausreichende Kreditfinanzierung haben, weil sie typischer Weise keine geeigneten Sicherheiten bieten können.

---

<sup>256</sup> Gemäß zahlreicher Gespräche mit Unternehmern ist die Finanzierung der Baubranche durch Banken eher problematisch.

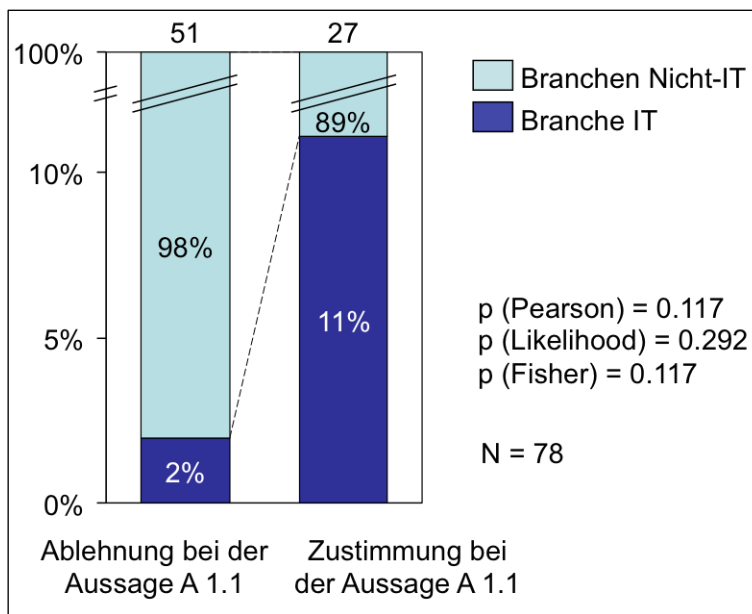


Abbildung 32: Auswertung der Hypothese 1 b)

Die Zustimmung zur Aussage 1.1 lag mit drei von vier Nennungen innerhalb der Branche „Datenverarbeitung und Informationstechnik“ deutlich über der erwarteten Häufigkeit von 1.4 Nennungen. Umgekehrt lag die Ablehnung der Aussage mit einer Nennung in der Branche deutlich unter der erwarteten Häufigkeit von 2.6 Nennungen. Da jedoch die Testresultate nur bei 0.117 (Exakter Pearson Chi-Square Test und exakter Fisher Test) und 0.292 (Likelihood Ratio) liegen, kann nicht von einem signifikanten Zusammenhang gesprochen werden. Die Ergebnisse wären aussagekräftiger gewesen, wenn mehr Unternehmen aus der Branche „Datenverarbeitung und Informationstechnik“ an der Befragung teilgenommen hätten.

Zu prüfen wäre zudem, ob tatsächlich die Branche Einfluss auf den Grad der Zustimmung hat oder ob die Branche nicht wiederum mit der bei Hypothese 1 a) untersuchten wirtschaftlichen Schiefele korreliert.<sup>257</sup> So würde Hypothese 1 b) mit Hypothese 1 a) zusammenfallen und ihre Eigenständigkeit verlieren.

<sup>257</sup> Eine solche Zusatzuntersuchung wurde durchgeführt. Es gibt keinen annähernd signifikanten Zusammenhang zwischen der Branche „Datenverarbeitung und Informationstechnik“ und der alternativen Bankenfinanzierung oder der Selbsteinschätzung der eigenen Bonität. Allerdings ist der Datensatz insbesondere für die Aussagekraft multivariater Untersuchungen zu klein.

### Brancheneinschätzung

Die Unternehmen wurden gefragt, wie die Bonität ihrer Branche durch Banken eingeschätzt wird. Mögliche Antworten waren:

1. Die Branche wird als bonitätsstärker wahrgenommen als der Durchschnitt
2. Die Branche wird als durchschnittlich bonitätsstark wahrgenommen
3. Die Branche wird als bonitätsschwächer wahrgenommen als der Durchschnitt

Es konnte kein Zusammenhang zwischen der Bonitätseinschätzung und dem Grad der Zustimmung zur Aussage 1.1 festgestellt werden. Testwerte von über 0.8 legen eher das Gegenteil nahe.

Bei beiden unabhängigen Variable bestand kein signifikanter Zusammenhang zur abhängigen Variable, so dass die Hypothese zumindest für diesen Datensatz verworfen werden muss.

### Hypothese 1 c)

Unternehmen, die keine freien Sicherheiten haben, verwenden Programm-Mezzanine, weil keine Sicherheiten erforderlich sind.

### Abhängige Variable:

Die abhängige Variable ist der Grad der Zustimmung zu der Aussage, ob die Finanzierung verwendet wurde, weil für sie keine Sicherheiten erforderlich waren (A 1.2).

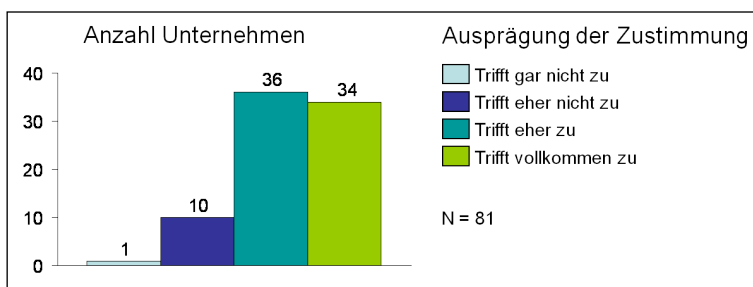


Abbildung 33: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 1.2

Auffällig ist der hohe Grad der durchschnittlichen Zustimmung zur Aussage, dass die Finanzierung verwendet wurde, weil für sie keine Sicherheiten erforderlich waren. 86 Prozent stimmten der Aussage zu während nur 14 Prozent sie ablehnten.

### Unabhängige Variable:

Die Hypothese nimmt an, dass Unternehmen die Finanzierung verwenden, weil keine Sicherheiten verfügbar waren. Operationalisiert wird die Variable durch die Frage, ob zum Zeitpunkt der Finanzierung freie Sicherheiten vorhanden waren. Von den 71 Unternehmen, die diese Frage beantworteten, hatten 50 freie Sicherheiten und 21 Unternehmen hatten keine freien Sicherheiten.

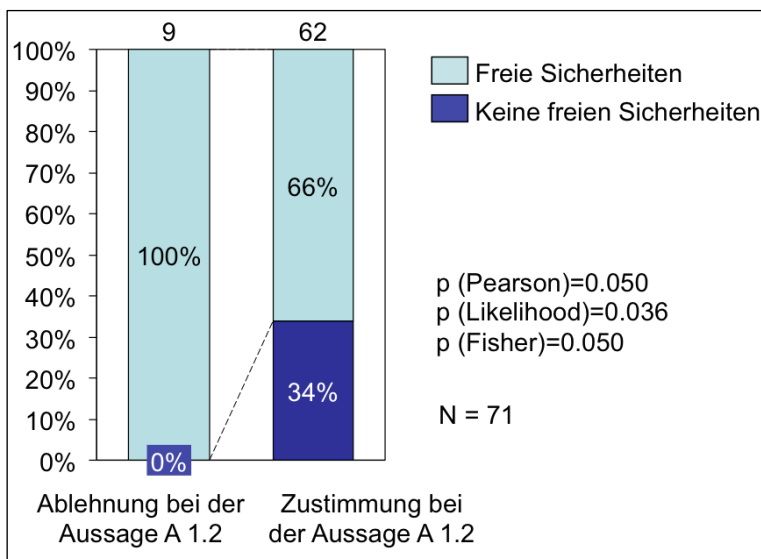


Abbildung 34: Auswertung der Hypothese 1 c)

Die Analyse ergab, dass ein signifikanter Zusammenhang zwischen dem Vorhandensein freier Sicherheiten und dem Grad der Zustimmung zur Aussage 1.2 besteht. Allerdings sind zwei der drei Testwerte mit exakt fünf Prozent denkbar knapp im signifikanten Bereich.

Es fällt auf, dass deutlich mehr Unternehmen der Aussage zustimmen, als es Unternehmen gibt, die keine freien Sicherheiten hatten. Das ist nicht überraschend, weil es für Unternehmen allgemein vorteilhaft ist, möglichst wenig Sicherheiten zu vergeben. Daher gefiel vielen Unternehmen, dass sie keine Sicherheiten stellen mussten,

obwohl es die Mehrheit vermutlich gekonnt hätte. Insofern lässt sich die hohe Zustimmung zu der Aussage 1.2 auch als Bestätigung der Wichtigkeit des Finanzierungsziels „Umfang der Sicherheiten“ interpretieren.

Die Hypothese war, dass Unternehmen, die keine freien Sicherheiten haben, die Finanzierung insbesondere deshalb verwenden, weil sie keine Sicherheiten stellen müssen. Ohne empirische Ergebnisse war nicht von vornherein klar, dass Unternehmen, die keine freien Sicherheiten haben, die Aussage anders bewerten als die Vergleichsgruppe.

Weiter wurde überprüft, ob es einen Zusammenhang zwischen dem Vorhandensein freier Sicherheiten und der Bonität eines Unternehmens gibt. Wenn ein solcher Zusammenhang existiert, wäre letztendlich wieder die schlechte Bonität Ursache für die Verwendung der mezzaninen Finanzierung wie schon bei Hypothese 1 a). Die Testwerten für den Zusammenhang zwischen „freie Sicherheiten vorhanden“ und „Bonitätseinschätzung“ liegen bei über 0.6. Es handelt sich demnach nicht um bonitätsschwache Unternehmen, die der Aussage 1.2 zustimmen.

Weitere Tests mit einer Vielzahl möglicher Einflussfaktoren (Eigene Bonität, alternative Bankenfinanzierung, Bilanzgröße kurzfristige Fremdfinanzierung, Bilanzgröße langfristige Fremdfinanzierung) ergaben keine weiteren Zusammenhänge.<sup>258</sup> Einzig mit der Frage, ob freie Sicherheiten vorhanden waren, gibt es den beschriebenen Zusammenhang zur Zustimmung zu Aussage 1.2.

#### **Hypothese 1 d)**

Unternehmen, die flexibel und schnell investieren müssen, verwenden Programm-Mezzanine, weil es nicht zweckgebunden ist.

---

<sup>258</sup> Wie im Anhang 2.1 erläutert, befindet sich diese Arbeit an der Grenze zur qualitativen Forschung. Daher haben auch explorative Auswertungen ihre Berechtigung.

**Abhängige Variable:**

Die abhängige Variable ist der Grad der Zustimmung zu der Aussage, ob die Finanzierung verwendet wurde, weil sie aufgrund der Abwesenheit eines vertraglich fixierten Verwendungszwecks über die Laufzeit frei verwendet werden kann (A 1.3).

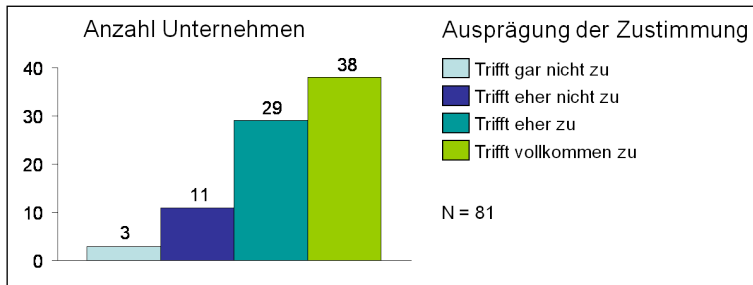


Abbildung 35: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 1.3

Die Abbildung 34 zeigt, dass nur drei von 81 Unternehmen die Aussage vollkommen ablehnen und weitere elf Unternehmen sie tendenziell ablehnen. Das ist insofern verwunderlich als das vermutlich deutlich mehr Unternehmen die Finanzierung für einen konkreten Anlass benötigten und sie so nicht von der möglichen Flexibilität profitierten. Trotzdem haben 83 Prozent der Aussage zugestimmt.

**Unabhängige Variable:**

Die Hypothese nimmt an, dass Unternehmen, die auf eine flexible Mittelverwendung angewiesen sind, der Aussage öfter zustimmen. Diese Unternehmen wären auf die Mittelbeschaffung angewiesen, um flexibel handeln können. Es wurden zwei Merkmale erhoben, die zur Operationalisierung der Notwendigkeit einer flexiblen Mittelverwendung in Frage kommen.

*Branchenzugehörigkeit*

Die unabhängige Variable kann durch die Zugehörigkeit zu bestimmten Branchen operationalisiert werden. Beispielsweise Entwickler von Immobilien oder Windparks benötigen regelmäßig Mittel zur Vorfinanzierung von Anlaufkosten eines neuen Projekts bevor das Projekt an einen Investor verkauft wird. Auch wenn mit 39 vorgeschlagenen Branchen die Auswahl sehr detailliert war, ließ sich keine Branche



identifizieren, bei der eine projektbezogene Finanzierung angenommen werden konnte. Daher konnte die Branche nicht für die Auswertungen verwendet werden.

#### *Verwendungszweck*

Die Unternehmen wurden gebeten anzugeben, für welchen Zweck die Mittel vorrangig verwendet wurden. Neben einigen bilanzsummenneutralen Verwendungen (Substitution von Bankmitteln, mezzaninen Mitteln und Eigenkapital) wurden auch bilanzsummenverlängernde Verwendungen vorgeschlagen. Dort wurde unter anderem die rollierende Vor- beziehungsweise Zwischenfinanzierung von Projekten genannt und von sechs Unternehmen auch ausgewählt. Allerdings ließ sich kein Zusammenhang zwischen dem Verwendungszweck und der Zustimmung zur Aussage 1.3 nachweisen.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass die Zustimmung zur Aussage A 1.3 zwar überraschend hoch ausfiel, es jedoch in diesem Datensatz keine untergruppenspezifischen Besonderheiten gab.

### **6.5.2 Haupthypothese Transformationsfunktion**

Für Unternehmen, die eine Finanzierung nicht ausschließlich wählen, damit sie überhaupt benötigte Liquidität erhalten, stellt sich die Frage, welche Finanzierung die beste für sie ist. Die Transformationsfunktion besagt, dass die Kapitalkosten zu minimieren sind. Daraus ergaben sich zwei Hypothesen. Zum einen ist die mezzanine Finanzierung zu verwenden wenn dadurch eine teurere Finanzierung abgelöst werden kann. Zum anderen ist ein Finanzierungsinstrument dann zu verwenden, wenn durch seine Verwendung die gesamten Finanzierungskosten sinken.

#### **Hypothese 2 a)**

Unternehmen ohne Wachstumspläne verwenden Programm-Mezzanine, weil es günstiger ist als vergleichbar ausgestaltete Finanzierungsinstrumente.
--

**Abhängige Variable:**

Die abhängige Variable ist der Grad der Zustimmung zu der Aussage, ob die Finanzierung verwendet wurde, weil sie günstiger ist als alternative Finanzierungen (A 2.1).

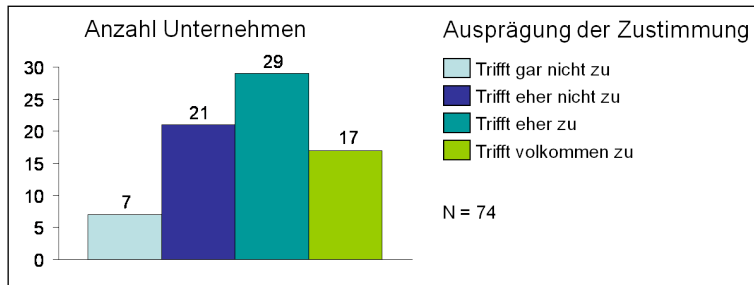


Abbildung 36: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 2.1

Eine Mehrheit von 62 Prozent hat der Aussage zugestimmt. 38 Prozent der antwortenden 74 Unternehmen haben die Aussage abgelehnt.

**Unabhängige Variable:**

Die Hypothese nimmt an, dass Unternehmen ohne Wachstumsabsichten der Aussage öfter zustimmen. Stattdessen würden diese Unternehmen ihre Finanzierungskosten optimieren.

Im dritten Abschnitt des Fragebogens wurde gefragt wie die Finanzierung verwendet wurde. Die möglichen Antworten lassen sich in bilanzsummenneutrale Zwecke (Refinanzierung von Finanzierung) und in bilanzsummenverlängernde Zwecke (Wachstum, Investition, zusätzliche Liquidität) aufteilen.

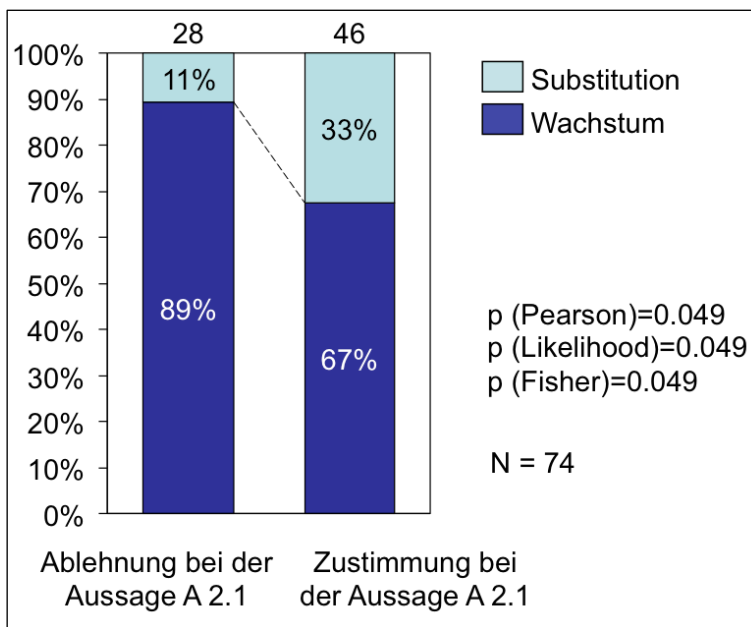


Abbildung 37: Auswertung der Hypothese 2 a)

Ein signifikanter Zusammenhang zwischen der Mittelverwendung und Aussage 2.1 konnte für den Datensatz nachgewiesen werden. Unternehmen mit Wachstumsabsichten entschieden sich deutlich seltener für die Finanzierung, weil sie günstiger als alternative Finanzierungen war. Umgekehrt war Unternehmen ohne bilanzverlängernde Absichten die kostenmäßige Vorteilhaftigkeit der Finanzierung wichtiger.

Die Ergebnisse decken sich mit den Erfahrungen aus der Finance-Magazin Studie<sup>259</sup>. Dort wurden Unternehmen, welche die Mittel nicht für Wachstumsfinanzierung einsetzen, als „Bilanzoptimierer“ bezeichnet.

### Hypothese 2 b)

Unternehmen verwenden Programm-Mezzanine, wenn dadurch die durchschnittlichen Finanzierungskosten sinken.

### Abhängige Variable:

Die abhängige Variable ist der Grad der Zustimmung zu der Aussage, ob die Finanzierung verwendet wurde, um die durchschnittlichen Kapitalkosten zu senken.

<sup>259</sup> Hedstück/Göbel (2006), S. 13.

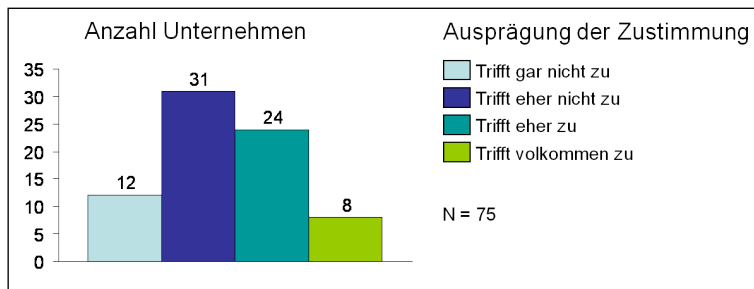


Abbildung 38: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 2.2

Im Gegensatz zur Aussage 2.1 wurde die in Abbildung 39 dargestellte Aussage 2.2 mehrheitlich abgelehnt. Von den 75 Unternehmen, welche die Aussage beurteilten, haben 43 Prozent zugestimmt während 57 Prozent sie ablehnten. Ursächlich hierfür ist vermutlich, dass die durchschnittlichen Kapitalkosten für die meisten Unternehmen durch die Verwendung der Finanzierung nicht sanken sondern eher stiegen.

#### **Unabhängige Variable:**

Die Hypothese postuliert nicht, dass die Aussage für eine Untergruppe wichtiger ist als für eine andere, sondern sie ist allgemein formuliert. Die durchschnittlichen Finanzierungskosten können durch die mezzanine Finanzierung nur fallen, wenn sich zum einen das Rating verbessert und zum anderen die Kreditzinsen bonitätsabhängig sind beziehungsweise nach der Ratingverbesserung neu vereinbart werden. Ob diese beiden Bedingungen bei den finanzierten Unternehmen zutrafen ist jedoch unbekannt. Da kein Zusammenhang zu einem bekannten Merkmal vorhergesagt wurde, fand ein breiter Test mit zahlreichen Variablen statt.

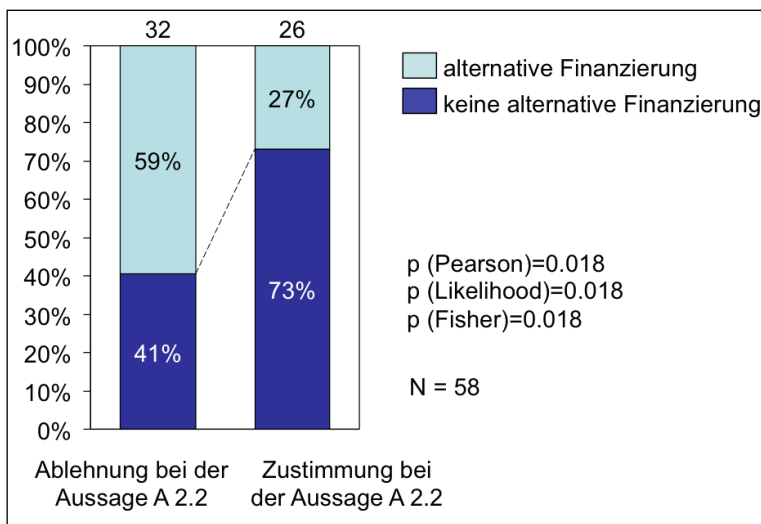


Abbildung 39: Auswertung der Hypothese 2 b)

Der einzige auffällige und signifikante Zusammenhang ergab sich mit der Antwort auf die Frage, ob eine Bank die Finanzierung alternativ durchgeführt hätte. Eine mögliche Interpretation für das Ergebnis könnte so aussehen: Wenn Unternehmen das Finanzierungsziel „Minimierung der Finanzierungskosten“ wichtig ist und sie ein alternatives Finanzierungsangebot von einer Bank haben, dann werden sie sich oft für die Bankenfinanzierung entscheiden, weil diese günstiger sein sollte als eine mezzanine Finanzierung. Wenn die Unternehmen nicht die mezzanine Finanzierung verwendet haben, konnten sie aber nicht an der Befragung teilnehmen. Also bleiben in der Untersuchungsgruppe besonders solche Unternehmen mit dem Finanzierungsziel „Minimierung der Finanzierungskosten“, die keine alternativen Finanzierungsangebote von Banken bekamen. Für diese Interpretation spricht auch, dass den untersuchten Unternehmen das Finanzierungsziel „Minimierung der Finanzierungskosten“ weniger wichtig war als dem breiten Mittelstand, der an der Befragung durch INTES teilnahm.<sup>260</sup>

### 6.5.3 Haupthypothese Kanalisierungsfunktion

Hintergrund der Kanalisierungsfunktion ist die „Kanalisierung“ der Kapitalströme auf die Kapitalgeber. Im Umkehrschluss bedeutet das, dass Steuern und Insolvenzkosten zu vermeiden sind. Zu den Insolvenzkosten zählen auch indirekte und mögliche zukünftige

<sup>260</sup> Vgl. Kapitel 6.4.2.

Insolvenzskosten. Im Rahmen dieser Arbeit wird daher untersucht, in wie weit die mezzanine Finanzierung verwendet wurde, um die Insolvenzwahrscheinlichkeit zu verringern.

### Hypothese 3 a)

Unternehmen mit einseitiger Finanzierung verwenden Programm-Mezzanine, weil sie so unabhängiger von Banken werden.

#### Abhängige Variable:

Die abhängige Variable ist der Grad der Zustimmung zu der Aussage, ob die Finanzierung verwendet wurde, um unabhängiger von Banken zu werden, indem der Kreis der Kapitalgeber bewusst erweitert wird.

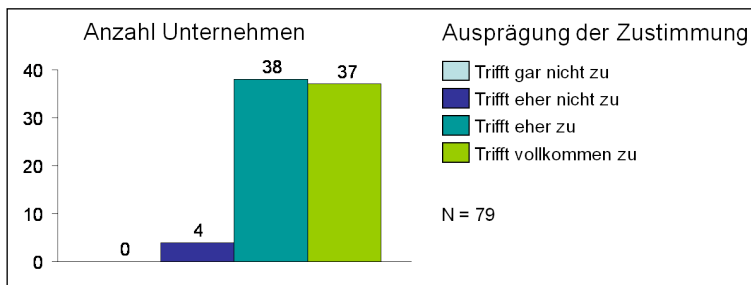


Abbildung 40: Zustimmungverteilung bei der Aussage A 3.1

Bei keiner anderen Aussage war die Zustimmung so hoch. Es haben 75 von 79 Unternehmen der Aussage zugestimmt. Als weiterer Superlativ kommt hinzu, dass dies die einzige Aussage ist, bei der kein Unternehmen „Trifft gar nicht zu“ angegeben hat. Insgesamt haben nur vier Unternehmen die Aussage abgelehnt. Wie in den einleitenden Bemerkungen zur Auswertung der Hypothesen gesagt wurde, ist eine so asymmetrische Verteilung nicht ideal.

#### Unabhängige Variable:

Die Hypothese postuliert, dass insbesondere Unternehmen mit einseitiger Finanzierung der Aussage 3.1 zustimmen. Die einseitige Finanzierung kann bei den vorhandenen Daten über zwei verschiedene Merkmale operationalisiert werden. Zum einen wurde

gefragt mit wie vielen Banken eine Kreditbeziehung besteht. Zum anderen wurde gefragt ob eine Bank als Hausbank bezeichnet wird.

#### *Anzahl der finanzierenden Banken*

Im Abschnitt „Fragen zur Finanzierungssituation“ wurde abgefragt wie viele Banken zum Zeitpunkt der Finanzierungsaufnahme das Unternehmen finanzierten. 42 Unternehmen hatten mit drei oder weniger Banken eine Kreditbeziehung, 38 hatten mehr als drei Kreditbeziehungen.

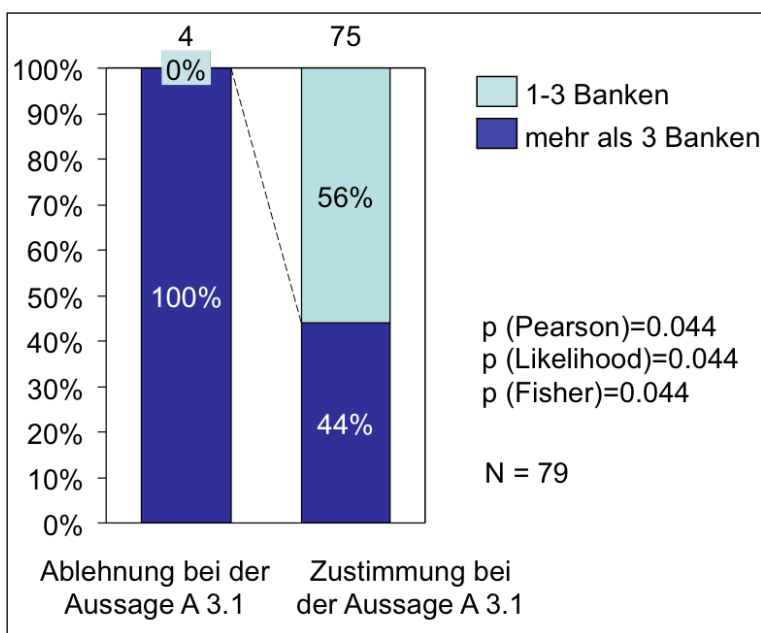


Abbildung 41: Auswertung der Hypothese 3 a) mit Anzahl Banken

Unter den Unternehmen, welche die Aussage 3.1 ablehnten, befand sich kein einziges Unternehmen mit drei oder weniger Banken. In der Gruppe der Unternehmen, welche die Aussage annahmen, hatte die Mehrheit drei oder weniger Banken. Auf Basis der hier vorliegenden Daten ergab sich ein signifikanter Zusammenhang zwischen der Anzahl der Banken und dem Grad der Zustimmung. Unternehmen, die von wenigen Banken finanziert werden, nehmen die mezzanine Finanzierung, um die Abhängigkeit von ihren Banken zu reduzieren.

### Hausbank

Zusätzlich wurde gefragt, ob zum Zeitpunkt der Finanzierungsaufnahme eine Bank als Hausbank bezeichnet wurde.

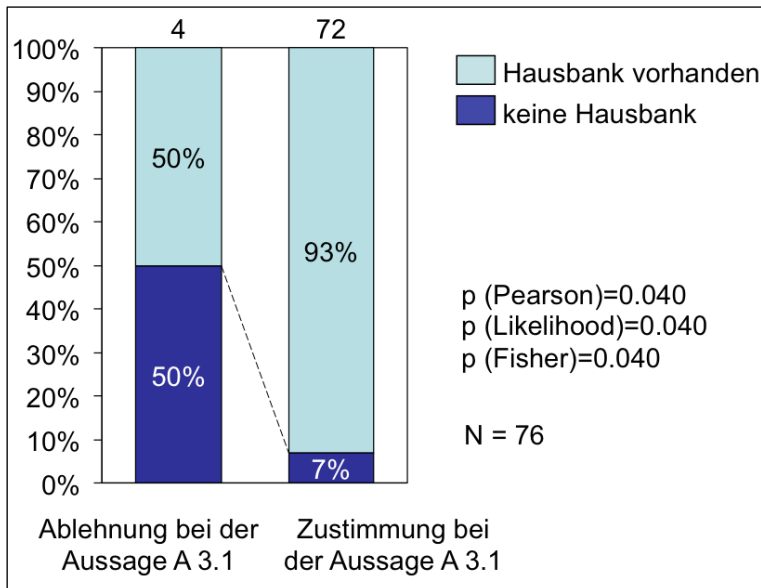


Abbildung 42: Auswertung der Hypothese 3 a) mit Hausbank

In der Gruppe, die der Aussage zustimmten und demnach die mezzanine Finanzierung verwendeten, um eine zusätzliche Finanzierungsquelle zu erschließen, gaben 93 Prozent an, eine Hausbank zu haben. In der alternativen Gruppe hatte nur jedes zweite Unternehmen eine Hausbank. Auch aus diesen Daten ergab sich ein signifikanter Zusammenhang.

Allerdings besteht ein signifikanter Zusammenhang zwischen dem Vorhandensein einer Hausbank und der Anzahl der Banken. Die Testwerte liegen bei allen drei Verfahren bei einheitlichen 0.004. Anscheinend ist die gefühlte Definition einer Hausbank, dass eine hohe Abhängigkeit von ihr besteht. Wer dagegen viele Banken hat, fühlt sich von keiner abhängig. Es handelt sich also um denselben Zusammenhang. Die „einseitige Finanzierung“ ließ sich lediglich unterschiedlich operationalisieren.

Interessant ist, dass die Selbsteinschätzung, ob eine Hausbank vorhanden ist, stark von der Anzahl der Banken abhängt, mit der eine Kreditbeziehung besteht. Während die



meisten Studien für Hausbanken quantitative Definitionen verwenden (Dauer der Kreditbeziehung), konnten auch Elsas und Krahen diesen Zusammenhang durch eine qualitative Definition nachweisen. Bei ihnen handelte es sich ebenfalls um eine Selbsteinschätzung, allerdings durch den Kundenbetreuer der Bank. Sie konnten zeigen, dass die oft verwendete Dauer der Kreditbeziehung zwischen Hausbanken und Arm's Length Banken kaum variiert, während die Anzahl der Banken und der Kreditanteil zwischen ihnen abweichen.<sup>261</sup>

Wie die Ergebnisse dieser Untersuchung zeigen, besteht bei Unternehmen mit einseitiger Fremdfinanzierung der Wunsch, durch die mezzanine Finanzierung die Abhängigkeit von den Banken zu reduzieren. Einen Zusammenhang zur Unternehmensgröße (operationalisiert zum einen durch die Bilanzsumme und zum anderen durch den Umsatz) ließ sich nicht nachweisen.<sup>262</sup> Die gefühlte Abhängigkeit von Banken ist nicht von der Unternehmensgröße abhängig.

### **Hypothese 3 b)**

Unternehmen mit erhöhter Insolvenzwahrscheinlichkeit verwenden Programm-Mezzanine, weil das Finanzierungsinstrument langfristig und stabil ist.

### **Abhängige Variable:**

Die abhängige Variable ist der Grad der Zustimmung zu der Aussage, ob die Finanzierung verwendet wurde, weil das Finanzierungsinstrument für sich selbst besonders stabil ist.

---

<sup>261</sup> Elsas/Krahen (2002), S. 13.

<sup>262</sup> Große Unternehmen haben mehr Alternativen zu Banken und daher hätte die Zustimmung zur Aussage A 3.1 bei ihnen geringer ausfallen können.

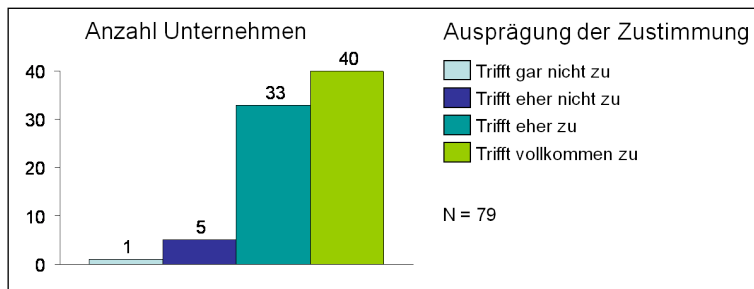


Abbildung 43: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 3.2

Bei keiner Aussage haben mehr Unternehmen „Trifft vollkommen zu“ angegeben. 73 von 79 Unternehmen war die Aussage wichtig, dass die mezzanine Finanzierung nicht ordentlich kündbar ist und eine lange Laufzeit hat. Nur sechs Unternehmen gaben an, dass ihnen diese Finanzierungseigenschaft unwichtig war und nicht der Grund für die Verwendung der Finanzierung war. Auch bei dieser Aussage liegt eine sehr asymmetrische Verteilung vor und daher gelten auch hier die Vorbemerkungen des Kapitels 6.5.

#### **Unabhängige Variable:**

Die Hypothese postuliert, dass besonders Unternehmen mit erhöhter Insolvenzwahrscheinlichkeit der Aussage zustimmen. Unabhängige Variable könnte sein:

- Bonitätseinschätzung des Unternehmens
- Volatilität der Branche: Ist die Branche eher stabil, zyklisch oder volatil?
- Eigenkapitalquote

Mit keiner der untersuchten Variablen bestand ein nachweisbarer Zusammenhang. Bei der Überprüfung mit weiteren Merkmalen (Zyklizität der Branche, eigene Bonität, Bonität der Branche, Umsatzgröße, Umsatzwachstum) ergaben sich mit dem Finanzierungsziel „Finanzierungskosten minimieren“ auffällige Testwerte.

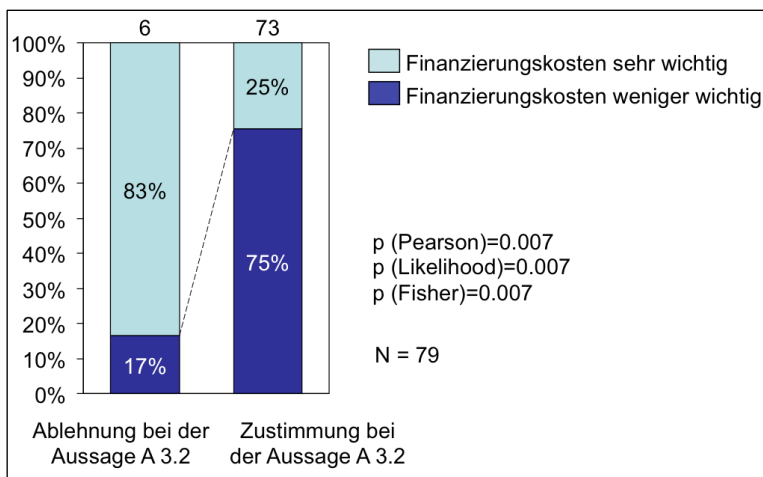


Abbildung 44: Auswertung der Hypothese 3 b)

Unternehmen, welche die Aussage ablehnten, hatten eine deutlich höhere Präferenz für das Finanzierungsziel „Finanzierungskosten minimieren“. Letztendlich kann daraus nur geschlossen werden, dass die Finanzierungsziele „Finanzierungskosten minimieren“ und „Stabilität der Finanzierung“ in Konkurrenz zueinander stehen und das Unternehmen unterschiedliche Präferenzen haben.

Die Hypothese, dass die Stabilität der Finanzierung besonders für insolvenzgefährdetere Unternehmen wichtig sei, kann mit dem vorliegenden Datensatz nicht bestätigt werden. Allgemein ist die Zustimmung mit 92 Prozent sehr hoch. Die langfristige Stabilität des Finanzierungsinstruments ist also allgemein wichtig gewesen.

### Hypothese 3 c)

Unternehmen mit reduzierter Verschuldungsfähigkeit verwenden Programm-Mezzanine, um so die zukünftige Kreditaufnahme zu erleichtern.

### Abhängige Variable:

Die abhängige Variable ist der Grad der Zustimmung zu der Aussage, ob die Finanzierung verwendet wurde, weil so die zukünftige Kreditaufnahme erleichtert wird.

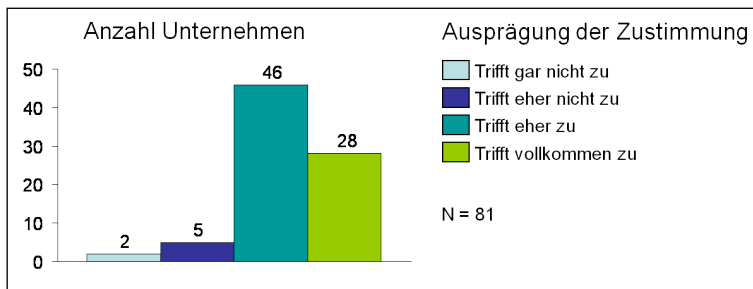


Abbildung 45: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 3.3

Auch bei dieser Aussage ist die durchschnittliche Zustimmung recht hoch. 74 von 81 Unternehmen haben die Aussage angenommen, sieben haben sie abgelehnt. Eine Zustimmung zur Aussage bedeutet, dass in der Gegenwart ein höherer Zins gezahlt wird, um in der Zukunft einfacher Finanzierungszugang zu erhalten. Der erhöhte Zins für die mezzanine Finanzierung im Gegensatz zum niedrigeren Zins für eine Fremdfinanzierung kann als Versicherungsprämie aufgefasst werden.

### **Unabhängige Variable:**

Die Hypothese postuliert, dass besonders Unternehmen mit reduzierter Verschuldungsfähigkeit der Aussage zustimmen. Die Verschuldungsfähigkeit kann auf zwei Weisen operationalisiert werden. Zum einen ist die selbsteingeschätzte Bonität der Unternehmen bekannt. Zum anderen ist auch die Eigenkapitalquote bekannt. Die Eigenkapitalquote hat im Bankenrating eine herausragende Funktion.<sup>263</sup>

### *Bonitätseinschätzung*

Abbildung 46 zeigt die Gegenüberstellung der selbsteingeschätzten Bonität mit der Zustimmung zur Aussage 3.3.

<sup>263</sup> Weise (2003), S. 363.

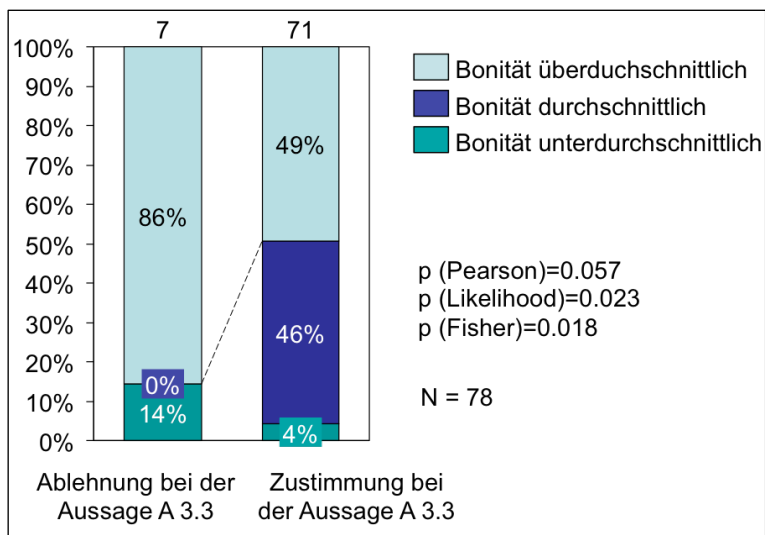


Abbildung 46: Auswertung der Hypothese 3 c) mittels der Bonitätseinschätzung

Unternehmen mit durchschnittlicher Bonität (33 von 78 Unternehmen) stimmen der Aussage häufig zu. Kein Unternehmen mit durchschnittlicher Bonität hat die Aussage dagegen abgelehnt. Die überdurchschnittlichen Unternehmen dagegen lehnen die Aussage oft ab. Nur für die Gruppe der unterdurchschnittlichen Unternehmen gibt es eine Überraschung. Gemäß der Hypothese müssten gerade sie der Aussage zustimmen, weil ihre zukünftige Verschuldungsfähigkeit vermutlich am geringsten ist. Stattdessen ist ihr Anteil jedoch in der Gruppe der die Aussage ablehnenden Unternehmen grösser. Möglicherweise liegt das daran, dass sie aufgrund ihrer Bonitätsschwäche vorrangig die gegenwärtige Finanzierung sicherstellen müssen und nicht bereits den Fokus auf einen guten zukünftigen Kreditzugang richten können. Im Ergebnis sind zwei der drei Testwerte im Bereich eines signifikanten Zusammenhangs.

### *Eigenkapitalquote*

Auch eine Analyse der Eigenkapitalquote bestätigt die Vermutung, dass die Verschuldungsfähigkeit im Zusammenhang mit der Aussage 3.3 steht. Unternehmen mit einer unterdurchschnittlichen Eigenkapitalquote, stimmen der Aussage öfter zu.<sup>264</sup> Die durchschnittliche Eigenkapitalquote für deutsche mittelständische Unternehmen liegt je nach Definition und Untersuchung im Bereich 20 bis 30 Prozent. Daher werden

<sup>264</sup> Die Eigenkapitalquote ist die wichtigste Kennzahl in Ratingmodellen von Banken und daher gut geeignet für die Operationalisierung der Verschuldungsfähigkeit. Durch die Verwendung von mezzaninem Kapital anstelle von Fremdkapital wird die Verschuldungsfähigkeit steigen.

die Unternehmen danach unterschieden, ob die Eigenkapitalquote zwischen null bis 20 Prozent oder zwischen 30 bis 100 Prozent liegt.

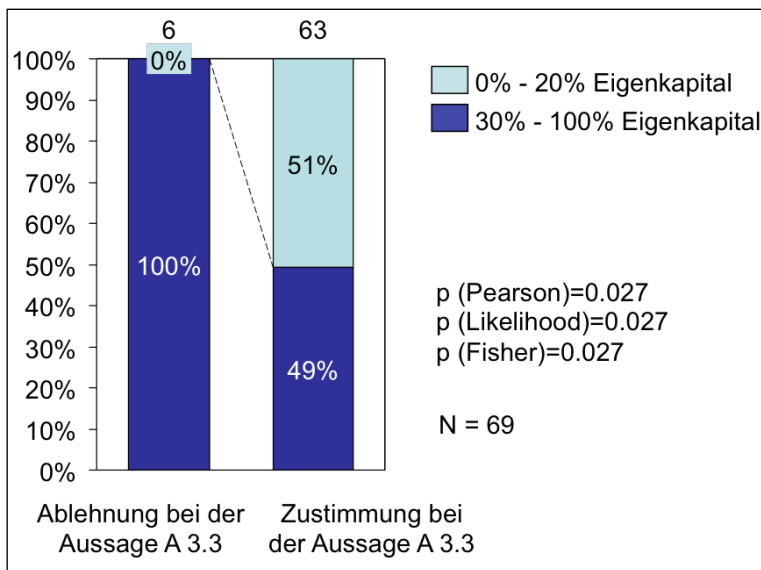


Abbildung 47: Auswertung der Hypothese 3 c) mittels der Eigenkapitalquote

Es zeigt sich, dass alle Unternehmen mit unterdurchschnittlicher Eigenkapitalquote der Aussage zugestimmt haben. Die drei ermittelten Testwerte liegen unter dem kritischen Signifikanzniveau von fünf Prozent.

Die Auswertungen mit beiden Merkmalen (Bonitätseinschätzung und Eigenkapitalquote) legen nahe, dass ein Zusammenhang zwischen der Verschuldungsfähigkeit und dem Wunsch nach einem zukünftig einfachen Kreditzugang besteht.

#### 6.5.4 Haupthypothese Verhaltensbeeinflussungsfunktion

##### Hypothese 4 a)

Unternehmen in oligopolistischen Märkten verwenden Programm-Mezzanine, weil sie so Wettbewerber zu ihrem Vorteil beeinflussen können.

##### Abhängige Variable:

Die abhängige Variable ist der Grad der Zustimmung zu der Aussage, ob die Finanzierung verwendet wurde, um Wettbewerber zu beeinflussen.

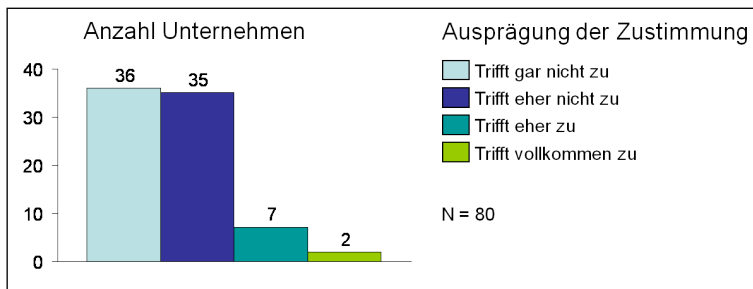


Abbildung 48: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 4.1

Die Ablehnung der Aussage ist mit 89 Prozent breit. Entsprechend entfallen nur elf Prozent auf die Zustimmung zur Aussage. Die Verteilung ist relativ asymmetrisch, so dass eine Auswertung nur mit Einschränkungen möglich ist.

#### **Unabhängige Variable:**

Die Hypothese postuliert, dass besonders Unternehmen aus duo- und oligopolistischen Märkten der Aussage zustimmen.

Obwohl eine Teilung der Unternehmen in Bezug auf die Wettbewerbssituation sehr gleichmäßig ausfällt (39 von 80 Unternehmen bezeichnen die Situation als oligopolistisch), lässt sich kein Hinweis auf einen Zusammenhang zwischen der Wettbewerbssituation und der Zustimmung zur Aussage 4.1 finden.

In einer breiteren Suche nach statistischen Auffälligkeiten zeigte sich, dass die Testwerte für die Mittelverwendung (entweder Wachstum oder sonstige) und die Zustimmung zur Aussage mit je 0.033 sehr niedrig liegen. Für einen inhaltlichen Zusammenhang, wenn auch keinen postulierten, spräche, dass die Theorie der Verhaltensbeeinflussung von Wettbewerbern durch Finanzierungsentscheidungen aussagt, dass durch die Finanzierung eigenes Wachstum ermöglicht werden soll.

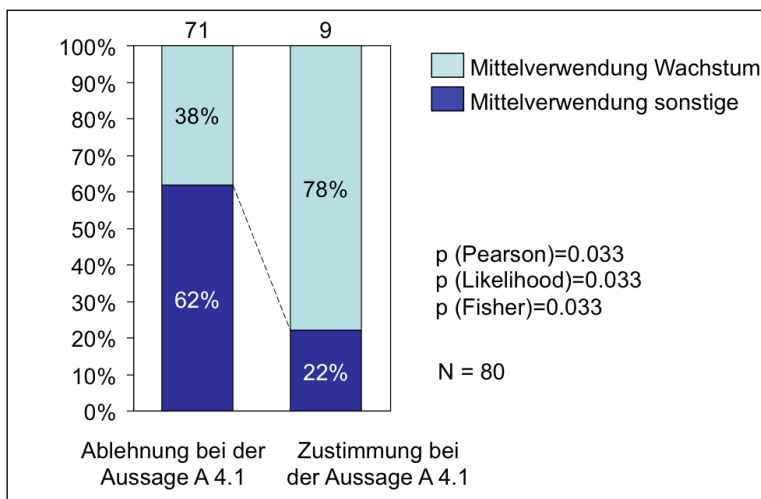


Abbildung 49: Auswertung der Hypothese 4 a)

Wie Abbildung 49 zeigt, wurde der Aussage öfter durch Unternehmen zugestimmt, die Wachstumsabsichten hatten. Es muss jedoch kritisch angemerkt werden, dass die Aussage ungeschickt formuliert war, weil sie ergänzend erläutert wurde. Es stand der Hinweis, dass durch die Finanzierung beispielsweise den Wettbewerbern gezeigt werden könne, dass Wachstum beabsichtigt wird. Auch scheint die Theorie, dass durch Finanzierungsentscheidungen ein Wettbewerber beeinflusst werden könne, speziell im Mittelstand sehr konstruiert zu sein.

#### Hypothese 4 b)

Unternehmen verwenden Programm-Mezzanine, weil sie so in einer möglichen Krise einen Recovery Manager an ihrer Seite haben, der sich für die Fortführung des Unternehmens glaubhaft einsetzen kann.

#### Abhängige Variable:

Die abhängige Variable ist der Grad der Zustimmung zu der Aussage, ob die Finanzierung verwendet wurde, um die Fortführungswahrscheinlichkeit in einer möglichen Krise zu erhöhen.



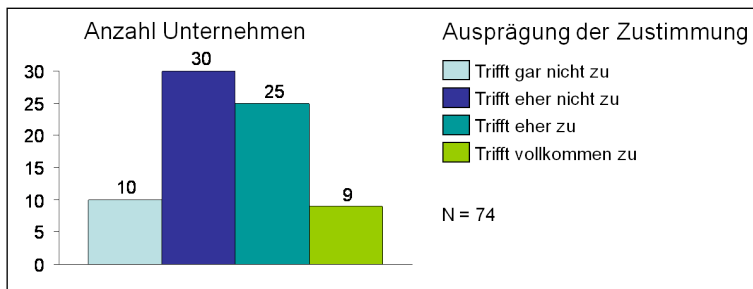


Abbildung 50: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 4.2

Auffällig bei dieser Aussage ist die relativ symmetrische Verteilung. Anscheinend liegen sehr unterschiedliche Meinungen über die Wirkung des Recovery Managers vor. Eine knappe Mehrheit von 54 Prozent lehnt die Aussage ab. 46 Prozent stimmen der Aussage zu.

#### **Unabhängige Variable:**

Die Hypothese postuliert kein untergruppenspezifisches Zustimmungsverhalten. Es erfolgte daher eine breite Analyse, ob es Variable gibt, die mit der Zustimmung zur Aussage A 4.2 auffällige Testwerte liefern. Untersucht wurden die Variablen „Inhabergeführt“, „Finanzkompetenz“ und „Einfluss von PREPS in einer wirtschaftlichen Krise“.

Auffällig war ausschließlich die Untersuchung eines möglichen Zusammenhangs der Aussage mit der Einschätzung des Einflusses von PREPS in einer wirtschaftlichen Krise. Bei dieser Einschätzung wurden die Unternehmen gebeten anzugeben, ob die Verwendung der mezzaninen Finanzierung Einfluss auf Sanierungserfolge haben wird. Unter folgenden Antworten konnte ausgewählt werden:

- a) PREPS ist in Krisen nachteilhaft
- b) PREPS ist in Krisen neutral
- c) PREPS ist in Krisen vorteilhaft

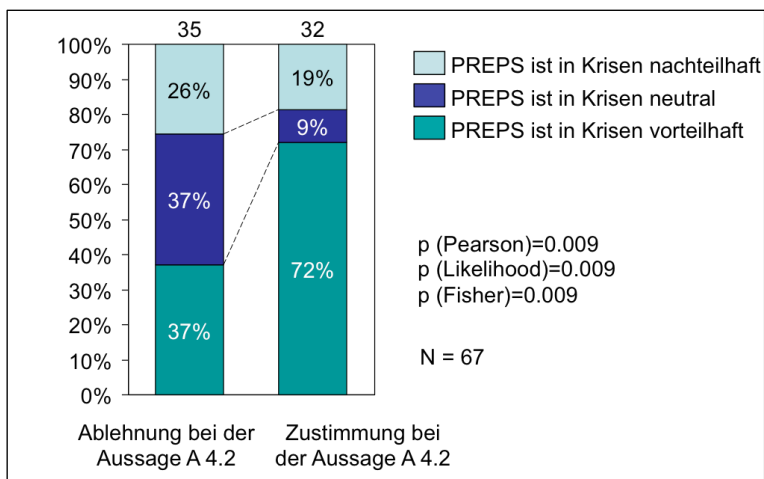


Abbildung 51: Auswertung der Hypothese 4 b)

Die Auswertung legt einen signifikanten Zusammenhang zwischen der Zustimmung zur Aussage A 4.2 und der Zustimmung zu den Aussagen über den Einfluss von PREPS auf Krisen nahe. Für Unternehmen, die an die positive Wirkung der mezzaninen Finanzierung in Krisen glauben, war eben diese positive Wirkung bei Aufnahme der Finanzierung auch entscheidungsrelevant.

### Hypothese 4 c)

Die Hypothesen 4 c) und 4 d) postulieren keine Verhaltensbeeinflussung nach Breuer. Sie werden trotzdem beide in der Gruppe 4 aufgeführt, weil sie eine Aussage über die Interaktion von Management und externen Kapitalgebern treffen. Es geht darum, das Verhältnis mit den Kreditgebern im Sinne des Managements zu verbessern, indem entweder durch die bilanzsummenverlängernde bankenunabhängige mezzanine Finanzierung die eigene Verhandlungsmacht gestärkt werden soll (Hypothese 4 c) oder durch die bilanzsummenneutrale Rückzahlung von Bankkrediten das Verhältnis zu den übrigen Banken verbessert werden soll (Hypothese 4 d).

Unternehmen, die mit ihren Banken unzufrieden sind, verwenden Programm-Mezzanine, weil sie so ihre Verhandlungsmacht gegenüber Banken stärken.

**Abhängige Variable:**

Die abhängige Variable ist der Grad der Zustimmung zu der Aussage, ob die Finanzierung verwendet wurde, weil so die Verhandlungsmacht gegenüber Banken gestärkt werden konnte.

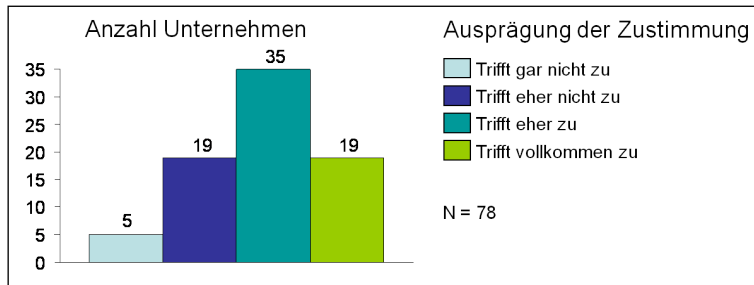


Abbildung 52: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 4.3

Die Aussage A 4.3 wird mehrheitlich angenommen. 24 Prozent stimmen voll zu, weitere 45 Prozent stimmen tendenziell zu. 31 Prozent haben die Aussage abgelehnt.

**Unabhängige Variable:**

Die Hypothese postuliert, dass besonders Unternehmen, die mit ihren Banken unzufrieden sind, der Aussage zustimmen.

Eine Operationalisierung der Unzufriedenheit mit Banken fällt mit den erhobenen Daten schwer. Folgende Fragen wurden gestellt und könnten für eine Auswertung verwendet werden:

- Wie wird die Branchenbonität durch Banken eingeschätzt?
- Wie verhalten sich Banken in Krisen?
- Wie hat sich das Verhältnis zur Hausbank nach Aufnahme der mezzaninen Finanzierung verändert?
- Wie hat sich die Anzahl der Banken nach Aufnahme der mezzaninen Finanzierung verändert?

Mit keinem Merkmal gab es eine auffällige Abweichung zwischen erwarteten und beobachteten Häufigkeiten der Untergruppen. Es ließ sich also kein Zusammenhang nachweisen.

In einer noch breiteren Analyse mit weiteren Merkmalen gab es eine Auffälligkeit: Unternehmen, die kein alternatives Finanzierungsangebot von einer Bank bekamen, stimmten der Aussage öfter als statistisch erwartet zu. Die Testwerte liegen bei einheitlichen 0.067. Vielleicht sind manche Unternehmer der Meinung, dass sie zu Unrecht kein Finanzierungsangebot von Banken bekamen, und wollen deswegen den Einfluss von Banken reduzieren.

#### Hypothese 4 d)

Unternehmen, die mit ihren Banken unzufrieden sind, verwenden Programm-Mezzanine, um Banken abzulösen.

#### Abhängige Variable:

Die abhängige Variable ist der Grad der Zustimmung zu der Aussage, ob die Finanzierung verwendet wurde, weil so bisherige Kapitalgeber abgelöst werden konnten.

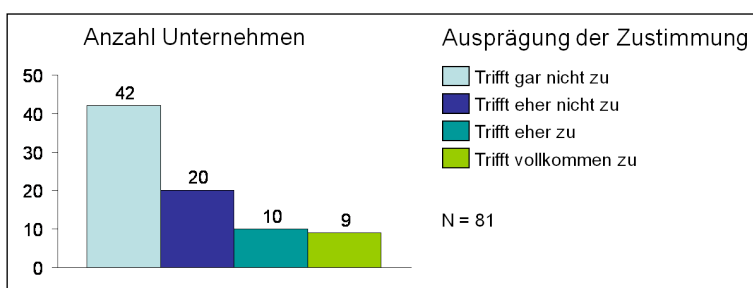


Abbildung 53: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 4.4

Die Zustimmung fällt insgesamt gering aus. Ein sehr großer Teil der Unternehmen gab an, dass die Aussage überhaupt nicht zutrifft. Diese Unternehmen haben offensichtlich die Mittel nicht zur Ablösung von Kapitalnehmern verwendet. Verwunderlich ist das Ergebnis nicht, weil die Mehrheit der Unternehmen mit Programm-Mezzanine Wachstum finanziert hat.

**Unabhängige Variable:**

Die Hypothese postuliert, dass besonders Unternehmen, die mit ihren Banken unzufrieden sind, der Aussage zustimmen. Dazu kann auf die Auswertung der Hypothese 4 c) verwiesen werden, weil die gleiche Aufteilung in Untergruppen vorgenommen wurde.

*Branchenbonität*

Tatsächlich stimmen der Aussage mehr Unternehmen als erwartet zu, wenn sie sich in einer bonitätsschwachen Branche befinden. Allerdings gibt es keinen signifikanten Zusammenhang. Die Testwerte liegen zwischen 0.088 und 0.151.

*Banken und Krisen*

Es wurden den Unternehmen fünf Aussagen über das Verhalten von Banken in Bezug auf wirtschaftliche Krisen vorgeschlagen:

- a) Banken setzen sich tendenziell für die Fortführung ein.
- b) Banken setzen sich eher für die Fortführung ein, wenn sie schlecht besichert oder nachrangig sind.
- c) Banken verhalten sich neutral.
- d) Banken setzen sich eher für die Liquidierung ein, wenn sie gut besichert oder vorrangig sind.
- e) Banken verursachen gelegentlich Krisen, wenn sie Kredite fällig stellen, ohne dass es eine wirtschaftliche Schieflage gab.

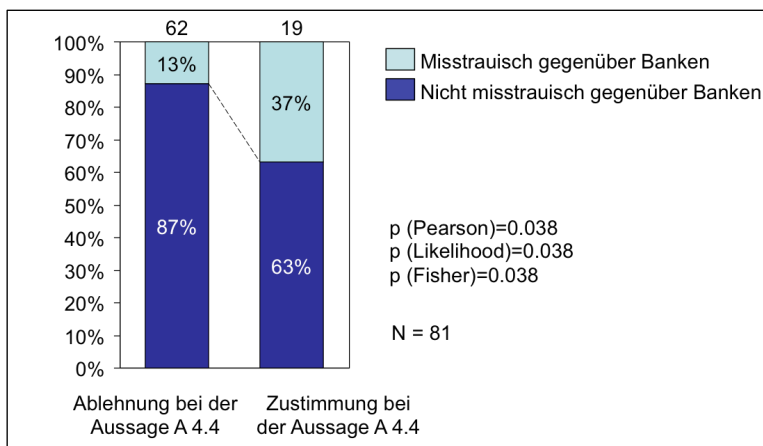


Abbildung 54: Auswertung der Hypothese 4 d)

Mit Aussage d) ergab sich ein signifikanter Zusammenhang zur Zustimmung zu der Aussage A 4.4. Unternehmen, die Aussage d) zustimmten, nahmen überdurchschnittlich oft die mezzanine Finanzierung, um Bankkredite zu tilgen. Die Testwerte liegen einheitlich bei 0.038. Bei den anderen Aussagen fanden sich keine Auffälligkeiten.

Für die Merkmale „Veränderung des Verhältnisses zur Hausbank“ und „Veränderung der Anzahl der Banken“ ließ sich kein Zusammenhang zur Zustimmung zur Aussage 4.3 finden.

### 6.5.5 Haupthypothese Informationsübermittlungsfunktion

Die Haupthypothese 5 fasst verschiedene Möglichkeiten der Informationsübertragung zusammen. Es steht nicht der Mittelzufluss im Vordergrund sondern die Informationsübertragung, die mit der gewählten Finanzierung möglich ist. Die mezzanine Finanzierung ist grundsätzlich gut für die Informationsübermittlung geeignet, weil sie nicht kostenlos ist und weil ihre Verwendung gut sichtbar ist.

#### Hypothese 5 a)

Unternehmen verwenden Programm-Mezzanine, weil sie so externen Kapitalgebern ihre gute Bonität demonstrieren können.

**Abhängige Variable:**

Die abhängige Variable ist der Grad der Zustimmung zu der Aussage, ob die Finanzierung verwendet wurde, weil so externen Kapitalgebern die eigene gute Bonität demonstriert werden kann.

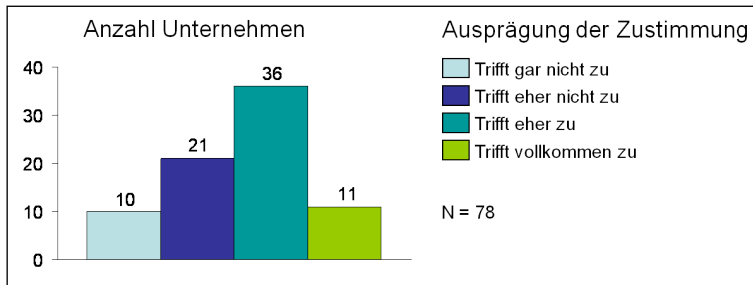


Abbildung 55: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 5.1

Zahlreiche Unternehmen haben dieser Aussage zumindest teilweise zugestimmt. Anscheinend war es vielen wichtig, ihren externen Kapitalgebern oder ihrem allgemeinen Umfeld durch die Verwendung von PREPS mitzuteilen, dass die eigene Bonität überdurchschnittlich gut ist.

**Unabhängige Variable:**

Es wurde kein untergruppenspezifischer Zusammenhang postuliert. Eine breite Analyse (Rechtsform, Inhabergeführt, Absatzmarkt, Wettbewerb, Branche, eigene Bonität, Bonität der Branche, Mittelverwendung, Anzahl der Banken) lieferte keine auffälligen Testwerte zu unabhängigen Merkmalen des Datensatzes.

**Hypothese 5 b)**

Unternehmen verwenden Programm-Mezzanine, weil sie so Innovationstätigkeit (zumindest bezüglich ihrer Finanzierung) demonstrieren können.

**Abhängige Variable:**

Die abhängige Variable ist der Grad der Zustimmung zu der Aussage, ob die Finanzierung verwendet wurde, weil so Innovationstätigkeit demonstriert werden kann.

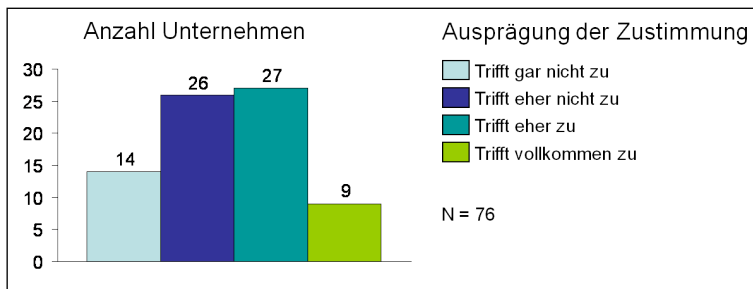


Abbildung 56: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 5.2

Die durchschnittliche Zustimmung ist für eine eher abstrakte Hypothese erstaunlich hoch und relativ symmetrisch verteilt. 36 Unternehmen haben der Aussage zugestimmt, 30 haben sie abgelehnt. Im Vergleich zu anderen Aussagen fällt bei A 5.2 auf, dass sehr viele (53 Unternehmen) weder vollkommen zustimmen noch vollkommen ablehnen, sondern die beiden mittleren Zustimmungsniveaus gewählt haben und damit eine tendenzielle Indifferenz zum Ausdruck brachten.

### Unabhängige Variable:

Es wurde keine untergruppenspezifische Zustimmungsverteilung bei dieser Hypothese postuliert und daher in einer breiten Analyse (Inhabergeführt, Wettbewerb, Absatzmarkt, Branche, eigene Bonität, Bonität der Branche, Erstsprache PREPS) nach statistischen Auffälligkeiten gesucht.

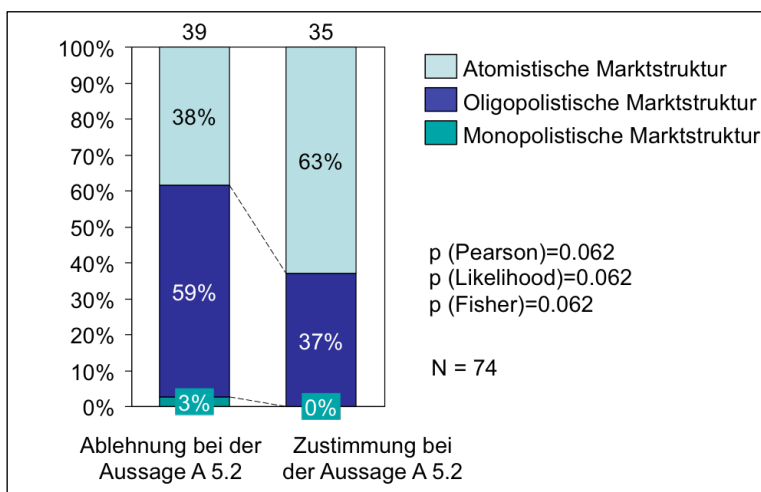


Abbildung 57: Auswertung der Hypothese 5 b)



Ein Zusammenhang zwischen der Marktstruktur und der Zustimmung zu der Aussage A 5.2 ist zwar nicht signifikant aber deutet sich an. Bei stark ausgeprägtem Wettbewerb war die Zustimmung zu der Aussage deutlich höher als in einem Markt mit wenigen oder keinen Wettbewerbern.

Auch fiel auf, dass Unternehmen, die zuerst durch die Capital Efficiency Group über PREPS informiert wurde, deutlich öfter als statistisch erwartet der Aussage zustimmen. Vielleicht wirkt aus Sicht eines Unternehmers ein Finanzierungsinstrument innovativer, wenn es nicht durch einen altbekannten Kundenbetreuer einer Bank vorgestellt wird.

Als Ergebnis bleibt festzustellen, dass keine Hypothese zur Informationsübermittlung bestätigt werden konnte. Die Möglichkeit, durch die Wahl eines bestimmten Finanzierungsvertrages Informationen zu übermitteln, scheint bei den untersuchten mittelständischen Unternehmen nicht entscheidungsrelevant zu sein.

#### **6.5.6 Haupthypothese: Keine aktive Funktion**

Unternehmen verwenden Programm-Mezzanine nicht, weil sie damit aktiv Ziele verfolgen, sondern, weil es ihnen empfohlen wurde. Es wird bei der Befragung unterschieden, ob es eine Beeinflussung durch Banken oder durch andere Externe gab. Angenommen wurde bei Aufstellung der Hypothesen, dass sich die Motive von Banken und anderen Externen maßgeblich unterscheiden. Banken empfehlen Programm-Mezzanine, weil sie eigene wirtschaftliche Interessen haben. Andere Externe empfehlen Programm-Mezzanine, weil sie der ehrlichen Meinung sind, dass Programm-Mezzanine für das von ihnen beratene Unternehmen gut geeignet ist.

#### **Hypothese 6 a)**

Unternehmen mit geringer Finanzkompetenz verwenden Programm-Mezzanine, weil es ihnen von Banken empfohlen wurde.
--

**Abhängige Variable:**

Die abhängige Variable ist der Grad der Zustimmung zu der Aussage, ob die Finanzierung verwendet wurde, weil sie dem Unternehmen von einer Bank empfohlen wurde.

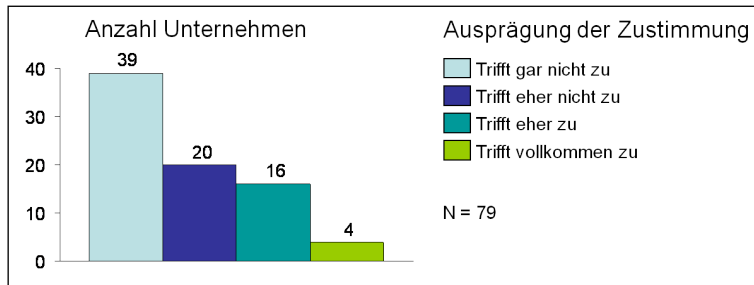


Abbildung 58: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 6.1

Die Aussage A 6.1 wurde mehrheitlich (75 Prozent) abgelehnt. Nur fünf Prozent stimmt der Aussage voll zu, weitere 20 Prozent stimmten der Aussage tendenziell zu. Die überwiegende Ablehnung ist nicht überraschend. Sie bedeutet, dass die Unternehmen mehrheitlich selbst entscheiden, welche Finanzierungsinstrumente am besten geeignet sind. Es ist bereits ein bemerkenswertes Ergebnis, dass 25 Prozent der Unternehmen angeben, eine so wichtige Finanzierungsentscheidung nicht selbständig zu treffen.

**Unabhängige Variable:**

Die Hypothese postuliert, dass besonders Unternehmen mit schwach ausgeprägter Finanzkompetenz der Aussage zustimmen.

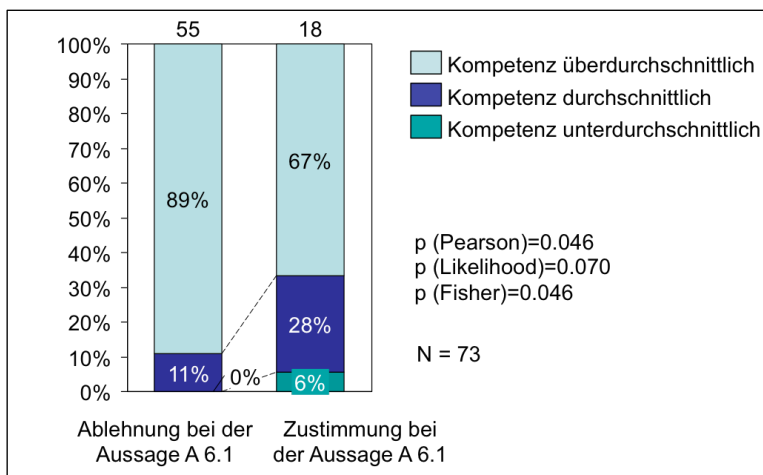


Abbildung 59: Auswertung der Hypothese 6 a)

Abbildung 59 zeigt, dass unter den Unternehmen, die der Aussage zustimmen, auch solche sind, welche die eigene Finanzkompetenz als unterdurchschnittlich einschätzen. Zusätzlich ist in der Gruppe der zustimmenden Unternehmen auch der Anteil mit durchschnittlicher Finanzkompetenz höher (28 Prozent) als in der Gruppe der ablehnenden Unternehmen (elf Prozent). Zwei von drei Testwerten bestätigen einen signifikanten Zusammenhang.

Weiterhin wurde untersucht, ob die Zustimmung zur Aussage 6.1 auch davon abhängt wer das finanzierte Unternehmen zuerst über die mezzanine Finanzierung informiert hat. Zur Auswahl standen:

- a) die HypoVereinsbank, welche PREPS exklusiv in Deutschland angeboten hat
- b) andere Banken
- c) Steuerberater, Wirtschaftsprüfer oder andere Berater
- d) ein Wirtschaftsverband
- e) Medien
- f) ein anderes Unternehmen
- g) die Capital Efficiency Group

Für die Analyse wurde die Variable auf zwei Ausprägungen reduziert. Im ersten Fall wurden die Unternehmen unterschieden in solche, die entweder von der a) HVB oder b) einer anderen Bank angesprochen wurden und solche, die nicht von einer Bank

angesprochen wurden. Es blieb einer von drei Testwerten unter dem fünf-prozentigen Signifikanzniveau. Im zweiten Fall wurden unterschieden, ob ein Unternehmen von b) einer anderen Bank angesprochen wurde oder nicht. Hier waren alle drei Testwerte unter fünf Prozent. Vermutlich kann das Ergebnis dahingehend interpretiert werden, dass Banken, die nicht an der Mezzanine-Plattform beteiligt sind, mehr Vertrauen geschenkt wird und deswegen der Zusammenhang stärker ausgeprägt ist.

### Hypothese 6 b)

Unternehmen mit geringer Finanzkompetenz verwenden Programm-Mezzanine, weil es ihnen von anderen externen Parteien empfohlen wurde.

### Abhängige Variable:

Die abhängige Variable ist der Grad der Zustimmung zu der Aussage, ob die Finanzierung verwendet wurde, weil sie dem Unternehmen von einer anderen externen Partei empfohlen wurde.

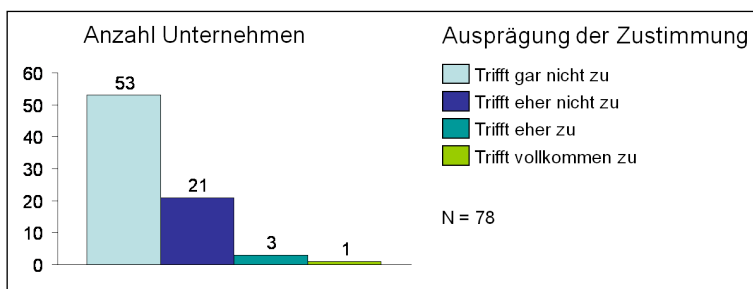


Abbildung 60: Zustimmungsverteilung bei der Aussage A 6.2

Es fällt auf, dass diese Aussage zu einem extrem hohen Anteil von 95 Prozent abgelehnt wurde. Anscheinend haben nur fünf Prozent der Unternehmen auf Anraten anderer externer Berater die mezzanine Finanzierung verwendet. Die sehr asymmetrische Verteilung lässt erwarten, dass keine brauchbaren Ergebnisse bei weitergehenden Auswertungen zustande kommen.

**Unabhängige Variable:**

Die Hypothese postuliert, dass besonders Unternehmen mit schwach ausgeprägter Finanzkompetenz der Aussage zustimmen.

Die Analyse zeigt, dass kein Testwert über 0.5 liegt und somit kein Zusammenhang nachgewiesen werden kann.

**6.6 Diskussion und Interpretation der Ergebnisse**

Die vorliegende Untersuchung verfolgt die Absicht, das Finanzierungsverhalten mittelständischer Unternehmen besser zu verstehen. Dabei standen die folgenden Fragen im Vordergrund der Untersuchung:

- Welche Motive führten zum Abschluss des mezzaninen Finanzierungsvertrages?
- Besteht ein Zusammenhang zwischen dem Stellenwert der Motive und Merkmalen des Unternehmens und seiner Finanzierungssituation?

Die oft durchgeführten statistischen Auswertungen der Eigenkapitalquote ist für diese Fragestellung nicht zielführend, da sich die Eigenkapitalquote nur als das Aggregat sämtlicher getroffener Finanzierungsentscheidungen ergibt und sich damit weit entfernt von der isolierten Finanzierungsentscheidung befindet. Deshalb wurde für diese Arbeit eine eigene Erhebung mit einem Online-Fragebogen durchgeführt. Durch eine direkte Befragung der Kapitalnehmer konnte eine entscheidungsorientierte Perspektive eingenommen werden. Zu dieser Perspektive passt die Gliederungssystematik von *Breuer, Gürtler* und *Schuhmacher* hervorragend, welche die bestehenden Finanzierungstheorien hinsichtlich ihrer Funktionen bei der Unternehmensfinanzierung gliedert. Demnach dient Finanzierung nicht nur der Mittelbeschaffung, sondern kann darüber hinaus auch eine Transformations-, Kanalisierungs-, Verhaltensbeeinflussungs- und Informationsübermittlungsfunktion haben.<sup>265</sup> Anhand dieser Funktionen sind die Hypothesen in dieser Arbeit gruppiert. Ein Teil der Hypothesen beruht auf den Kapitalstrukturtheorien, die auch die Basis für die Struktur von *Breuer, Gürtler* und *Schuhmacher* bilden. Die anderen Hypothesen basieren auf praxisnäheren Arbeiten wie der Feldstudie von *Hedtstück* und *Göbel* über die Verwendung mezzaniner

---

<sup>265</sup> Breuer/Gürtler/Schuhmacher (2003), S. 370.

Finanzierung.<sup>266</sup> Die vorliegende Arbeit ist also nicht als konfirmatorischer Test von einer oder mehreren Kapitalstrukturtheorien hinsichtlich ihrer Aussagekraft auf den deutschen Mittelstand ausgelegt. Stattdessen sollen vielfältige Hypothesen über die konkrete Finanzierungsentscheidung überprüft werden und so befindet sich diese Arbeit im Grenzbereich zwischen qualitativer und quantitativer Forschung.

Zur Befragung wurden sämtliche deutsche Unternehmen eingeladen, welche die mezzanine Finanzierung PREPS verwendet haben. Von der so definierten Grundgesamtheit bestehend aus 237 Unternehmen konnten 82 Fragebögen für die weiteren Auswertungen verwendet werden. Durch die enge Beziehung des Verfassers dieser Arbeit zu den finanzierten Unternehmen konnte eine Rücklaufquote von rund 35 Prozent erreicht werden.

Die befragten Unternehmen haben ein mehrheitlich mittelständisch geprägtes Finanzierungsumfeld mit einer sehr ausgeprägten Überschneidung von Kontrolle und Eigentum und der Abwesenheit eines Zuganges zum Kapitalmarkt. Ein Goodness-of-Fit-Test hat für die Merkmale Rechtsform, Umsatzgröße und Bilanzsumme bestätigt, dass die Unternehmen, die an der Befragung teilnahmen, repräsentativ für ihre Grundgesamtheit der mit PRPES finanzierten deutschen Unternehmen sind. Sie sind nicht repräsentativ für den gesamten deutschen Mittelstand oder die Gesamtheit der großen mittelständischen Unternehmen. Die Grundgesamtheit der mit PREPS finanzierten Unternehmen stellt allerdings mehrere Prozent vom großen Mittelstand (Jahresumsatz über EUR 50 Mio.). Die mezzanine Finanzierung PREPS wurde nur bonitätsstarken Unternehmen angeboten. Darüber hinaus zeigte sich, dass die finanzierten Unternehmen überdurchschnittlich stark wachsen. Diese Eigenschaften unterscheiden die untersuchten Unternehmen vom breiten Mittelstand, machen sie jedoch gleichzeitig für die deutsche Volkswirtschaft besonders wichtig und für diese Arbeit besonders interessant. Es wurde in Kapitel 2.2.3 gezeigt, dass der große Mittelstand am meisten zur Schaffung von Arbeitsplätzen beiträgt. Auch ist zu erwarten, dass bonitätsstarke und große mittelständische Unternehmen die größte Auswahl bei Finanzierungsentscheidungen haben und so sind sie auch deshalb als Untersuchungsobjekte besonders interessant.

---

<sup>266</sup> Hedtstück/Göbel (2006).

In dieser Zusammenfassung soll nur auf wenige Merkmale der Unternehmen und ihrer Finanzierungssituationen hingewiesen werden. Die ausführliche Beschreibung befindet sich in Abschnitt 6.4 dieser Arbeit.

Sehr erfreulich ist, dass an der Befragung fast ausschließlich die erste und zweite Führungsebene der finanzierten Unternehmen teilgenommen haben. Neben den vorgeschlagenen Positionen „Geschäftsführender Gesellschafter“, „Angestellter Geschäftsführer“ und „CFO“ gab es die Position „Sonstige“ kombiniert mit einem Freitextfeld. Von sämtlichen Freitextfeldern wurde keines annähernd so oft verwendet, wie die Konkretisierung der eigenen Position.

Bei der Frage nach dem Verwendungszweck der mezzaninen Finanzierung wurden zehn verschiedene Möglichkeiten vorgeschlagen. Sie ließen sich gut auf zwei gegensätzliche Varianten reduzieren. Entweder wurde die Finanzierung verwendet, um mit ihr eine bestehende Finanzierung zu ersetzen. In diesem Fall war der Effekt bilanzsummenneutral. Oder die Finanzierung wurde verwendet um Wachstum zu ermöglichen. In diesem Fall war der Effekt bilanzsummenverlängernd. 73 Prozent haben die Finanzierung bilanzsummenverlängernd verwendet, 25 Prozent haben die Finanzierung bilanzsummenneutral verwendet und ein Prozent hat sich für einen „sonstigen Zweck“ entschieden. Gerade als Mittel zur Wachstumsfinanzierung eignet sich Mezzanine offensichtlich gut. Würde Wachstum mit Fremdkapital finanziert werden, würde dies automatisch zu einem Sinken der Eigenkapitalquote führen.

Bei den drei Fragen zur Bonität fiel die Frage nach der Bonität der eigenen Branche besonders auf. So haben nahezu drei Mal so viele Unternehmen ihre eigene Branche als unterdurchschnittlich bonitätsstark eingeschätzt als es Unternehmen aus überdurchschnittlich bonitätsstarken Branchen gab. Möglicherweise haben Unternehmen aus einigen Branchen Schwierigkeiten bei ihren Banken in ausreichendem Umfang Finanzierung zu erhalten. Unternehmen aus solchen Branchen könnten sich vermehrt um die mezzanine Finanzierung beworben haben. Diese Vermutung deckt sich mit einer Aussage aus der Feldstudie von *Hedtstück* und *Göbel*, die feststellen, dass ein „Unternehmen in einer Branche tätig ist, die bei Kapitalgebern nicht so gut gelitten ist und deren Bankenrating so schlecht ist, dass Fremdkapital eigentlich nur zu überdurchschnittlichen Kosten erhältlich ist“.<sup>267</sup> Auch *Audretsch* und *Elston* haben

---

<sup>267</sup> Hedtstück/Göbel (2006), S. 12.

bemerkt, dass das deutsche Finanzsystem sehr gut geeignet ist, mittelständische Unternehmen und Großunternehmen in traditionellen Industrien zu finanzieren, aber weniger gut geeignet ist, um neue Unternehmen und neue Ideen zu finanzieren.<sup>268</sup>

Zuletzt soll noch auf die Auswertung der Finanzierungsziele der Unternehmen eingegangen werden. Bei der Frage nach der Wichtigkeit verschiedener Finanzierungsziele war ein interessanter Vergleich der mezzanine finanzierten Unternehmen mit dem breiten Mittelstand möglich. Das INTES Zentrum für Familienunternehmen hatte eine eigene Erhebung durchgeführt an der 297 Unternehmen teilgenommen haben.<sup>269</sup> Die befragten Unternehmen wiesen mehrheitlich einen Umsatz zwischen 5 und 500 Mio. Euro auf und gehören auch zum großen Mittelstand. Es wurden fünf verschiedene Finanzierungsziele genannt. Die Unternehmen wurden gebeten auf einer Skala von null bis zehn die Wichtigkeit des jeweiligen Finanzierungsziels anzugeben. Das wichtigste Ziel waren niedrige Finanzierungskosten. Danach folgten geringe Mitwirkungsrechte, die Stabilität der Finanzierung, der Umfang der erforderlichen Sicherheiten und die Flexibilität der Finanzierung. Für die vorliegende Arbeit wurde ebenfalls nach denselben Finanzierungszielen mit derselben Zustimmungsskala gefragt. Dabei zeigte sich, dass die mezzanine finanzierten Unternehmen bei zwei Finanzierungszielen signifikant andere Stichprobenmittelwerte aufwiesen als die Unternehmen der INTES-Studie.<sup>270</sup> Den mezzanine finanzierten Unternehmen war die Stabilität der Unternehmensfinanzierung signifikant wichtiger während die Finanzierungskosten signifikant unwichtiger waren als dem breiten Mittelstand aus der Vergleichsstudie. Anscheinend gibt es einen Zusammenhang zwischen Finanzierungszielen oder auch Funktionen der Unternehmensfinanzierung auf der einen Seite und Eigenschaften der finanzierten Unternehmen oder ihren Finanzierungssituationen auf der anderen Seite.

Nach einer kurzen Zusammenfassung von Forschungsansatz und Methodik dieser Studie und einem Hinweis auf wenige besonders interessante Merkmale des Datensatzes werden im Folgenden die wesentlichen Ergebnisse zusammengefasst und diskutiert. Da in Abschnitt 6.4.4 nur eine knappe grafische und verbale Beschreibung

---

<sup>268</sup> Audretsch/Elston (1997), S. 108.

<sup>269</sup> Redlefsen/Eiben (2006).

<sup>270</sup> Vgl. dazu Abbildung 23 und Abbildung 24.



über die Zustimmung zu den verschiedenen Aussagen über die Verwendung der mezzaninen Finanzierung erfolgte,<sup>271</sup> schließt sich nun eine vertiefte Interpretation und Diskussion der Ergebnisse an.

Die insgesamt 16 Aussagen waren in sechs Gruppen unterteilt. Die ersten fünf Gruppen ergaben sich aus den Funktionen der Unternehmensfinanzierung wie sie von *Breuer*, *Gürtler* und *Schuhmacher* formuliert wurden. Die sechste Gruppe unterstellt, dass das Finanzierungsinstrument nicht aus eigenen Überlegungen alternativen Finanzierungen vorgezogen wurde, sondern verwendet wurde, weil es dem Unternehmen von einer externen Partei empfohlen wurde.

Es fiel zunächst auf, dass den 16 Aussagen sehr unterschiedlich stark zugestimmt wurde. Anders formuliert heißt das, dass es über die gesamte Anzahl der befragten Unternehmen einige Aussagen gibt, die sehr breit auf Zustimmung stießen während andere Aussagen von einer breiten Mehrheit abgelehnt wurden. Die unterschiedliche Zustimmung zu den Aussagen beantwortet die erste Frage, wie sie zu Beginn dieses Abschnitts steht: Welche Motive führten zum Abschluss des mezzaninen Finanzierungsvertrages?

Am höchstens fiel die Zustimmung zu den Aussagen der Gruppe drei aus. So wurde die Aussage, dass die Finanzierung verwendet wurde, weil so eine zusätzliche Finanzierungsquelle erschlossen wurde und dadurch die Unternehmensfinanzierung stabiler wurde, von keinem Unternehmen gänzlich und nur von fünf Prozent tendenziell abgelehnt. Ähnlich verhielt es sich mit der Aussage, dass die Finanzierung verwendet wurde, weil die Finanzierung selbst langfristig und stabil zur Verfügung steht, da sie erst nach sieben Jahre fällig ist und keine ordentlichen Kündigungsrechte hat. Auch diese Aussage haben nur ein Prozent gänzlich und sechs Prozent tendenziell abgelehnt. Zuletzt wurde in Gruppe drei die Aussage gemacht, dass die Finanzierung verwendet wurde, weil durch sie für zukünftige Finanzierungsvorhaben eine Fremdkapitalfinanzierung leichter fällt. Diese Aussage wurde von insgesamt acht Prozent gänzlich oder tendenziell abgelehnt. Zusammenfassend war also die Zustimmung zu den Aussagen der Gruppe drei sehr hoch beziehungsweise der Anteil der Unternehmen, welche die Aussagen ablehnten sehr gering. Das Finanzierungsziel Stabilität war den befragten Unternehmen deutlich wichtiger gewesen als es dem breiten

---

<sup>271</sup> Vgl. dazu Abbildung 28 und Abbildung 29.

Mittelstand in der INTES-Studie war. Auch *May* schreibt, dass „zu viele Unternehmerfamilien ihr Unternehmen verloren haben, weil sie in einer Krise nicht sicher genug finanziert waren“.<sup>272</sup> Die Gruppe drei bot drei verschiedene Aussagen an, die allen den Effekt der Stabilität berührten. Eine stabile Finanzierung reduziert die Insolvenzwahrscheinlichkeit und trägt so zu der von *Breuer, Gürtler* und *Schuhmacher* genannten Kanalisierung der Kapitalflüsse bei, der zufolge unter anderem Mittelabflüsse durch zukünftige Insolvenzkosten zu vermeiden seien.

Ebenfalls große Zustimmung erfuhren die Aussagen aus der ersten Gruppe, dass die mezzanine Finanzierung verwendet wurde, weil für sie keine Sicherheiten erforderlich waren (13 Prozent Ablehnung beziehungsweise 86 Prozent Zustimmung) oder dass die mezzanine Finanzierung verwendet wurde, weil sie flexibel verwendet werden konnte (18 Prozent Ablehnung beziehungsweise 83 Prozent Zustimmung). Beide Aussagen haben gemein, dass sie einen Fokus auf den Mittelzufluss legen mit der Bedingung, dass entweder keine Sicherheiten gegeben werden oder kein Verwendungszweck fixiert wird. Es geht also nicht um folgende Funktionen der Unternehmensfinanzierung wie die Kanalisierung, die Informationsübermittlung oder die Verhaltensbeeinflussung. Die letzte Aussage aus Gruppe eins fand dagegen nur geringe Zustimmung. So hat nur eine Minderheit die Finanzierung verwendet, weil es keine Alternativen gab.

Bei den beiden Aussagen der Gruppe zwei fiel auf, dass die große Mehrheit tendenziell zustimmte oder tendenziell ablehnte, dagegen jedoch wenige gänzlich zustimmten oder gänzlich ablehnten. In Gruppe zwei befanden sich Aussagen zur Transformationsfunktion der zufolge eine Minimierung der Gesamtfinanzierungskosten und eine Maximierung des Unternehmenswertes durch die Finanzierung anzustreben sei. Die eher indifferente Haltung der befragten Unternehmen passt zu der Feststellung, dass sie auch das Finanzierungsziel „Niedrige Finanzierungskosten“ weniger wichtig erachteten als es der breite Mittelstand in der INTES-Studie tat. Bei den späteren Auswertungen der Hypothesen zeigt sich jedoch, dass die insgesamt unentschlossene Haltung der Unternehmen verbirgt, dass es eine kleine Untergruppe gibt, der die Finanzierungskosten durchaus wichtig sind. Es handelt sich um Unternehmen, die mit der Finanzierung nicht Wachstum finanzieren sondern eine bestehende Finanzierung refinanzieren.

---

<sup>272</sup> *May* (2012), S. 5.

Die Gruppe vier nannte Aussagen über die Verwendung der mezzaninen Finanzierung, die auf eine Beeinflussung anderer Parteien abzielte. Insgesamt fanden die vier Aussagen keine hohe Zustimmung. So wurde die Finanzierung eher nicht verwendet, um Wettbewerber zu beeinflussen (89 Prozent Ablehnung). Der Einfluss des mezzaninen Kapitalgebers in möglichen Sanierungsgesprächen auf andere Kapitalgeber und die Ablösung von Banken zum Zwecke eines harmonischeren Verhältnisses innerhalb des Kapitalgeberkreises wurden mehrheitlich abgelehnt (55 Prozent beziehungsweise 77 Prozent Ablehnung). Nur die Reduzierung der Abhängigkeit von bestehenden Kapitalgebern und die damit einhergehende Stärkung der eigenen Verhandlungsposition gegenüber Banken fand eine mehrheitliche Zustimmung von 69 Prozent.

Im Bereich der Informationsübermittlung gaben 60 Prozent der Unternehmen an, dass es ihnen wichtig war, dass durch die Verwendung der mezzaninen Finanzierung externen Parteien die gute eigene Bonität bewiesen wird und immerhin 48 Prozent stimmten der Aussage zu, dass durch die Verwendung der mezzaninen Finanzierung Innovationsfähigkeit gezeigt wird. Auch in der Feldstudie von *Hedtstück* und *Göbel* ist „Bonität/Kapitalmarktfähigkeit demonstrieren“ bei einem von 23 Unternehmen ein Primärziel und bei einem weiteren Unternehmen ein Sekundärziel der mezzaninen Finanzierung.<sup>273</sup> Die Außenwahrnehmung der Finanzierung spielte also eine deutliche Rolle bei der Entscheidung. Im Mittelstand bot PREPS in der Tat eine gute und seltene Gelegenheit für eine sichtbare Finanzierungsentscheidung. Der Mittelstand hat mit einer hohen Informationsasymmetrie zu kämpfen und kann durch eine Prolongation einer bestehenden Kreditlinie bei der Hausbank diese Informationsasymmetrie nicht überwinden. Dagegen wurden die mit PREPS finanzierten Unternehmen in verschiedenen Medien veröffentlicht. Gleichzeitig wurde bekannt, dass diese Unternehmen nach Moody's KMV RiskCalc über eine gute Bonität verfügen. Die Finanzierung eignete sich der Theorie folgend gut dazu, positive Signale an externe Parteien zu senden. Aufgrund der erforderlichen Mindestbonität konnten die Signale auch nicht durch bonitätsschwache Unternehmen kopiert werden.

Neben den 14 Aussagen, die sich auf die fünf Funktionen der Unternehmensfinanzierung nach Breuer beziehen, wurden auch noch zwei Aussagen

---

<sup>273</sup> Hedtstück/Göbel (2006), S. 14.

formuliert, welche die Verwendung der mezzaninen Finanzierung mit der Empfehlung einer externen Partei begründen. Während immerhin 25 Prozent der Unternehmen angaben, dass die Finanzierung auf Empfehlung ihrer Bank verwendet wurde, haben nur fünf Prozent angegeben, dass sie die Finanzierung auf Empfehlung einer anderen externen Partei verwendet haben. In der Feldstudie von *Hedtstück* und *Göbel* gab ein von 23 Unternehmen an, die Finanzierung auf Drängen der Hausbank verwendet zu haben.<sup>274</sup> Die große Mehrheit der Unternehmen entscheidet sich also aus eigenen Motiven für eine Finanzierung während eine kleine Minderheit zu einer Entscheidung gedrängt wird.

Während in Abschnitt 6.4.4 die untergruppen-unspezifische Auswertung der Zustimmung zu den Aussagen nur kurz und deskriptiv stattfand und sie deshalb in diesem Abschnitt ausführlich erfolgte, befand sich in Abschnitt 6.5 für die spezifische Auswertung die Hypothesen bereits eine ausführliche grafische und verbale Beschreibung der Ergebnisse sowie eine erste Interpretation der Ergebnisse oder der gefundenen Auffälligkeiten. Daher erfolgt in diesem Abschnitt nur noch eine Zusammenfassung sowie ein Vergleich mit den Ergebnissen aus anderen Studien. Die folgende Tabelle fasst die Ergebnisse der Überprüfung der Hypothesen zusammen:

<b>Hypo- these</b>	<b>Einflussfaktor</b>	<b>Aussage</b>	<b>Ergebnis</b>
H1a	Angespannte Finanzsituation	Keine alternative Finanzierung (A1.1)	+
H1b	Branche	Keine alternative Finanzierung (A1.1)	-
H1c	Ausmaß freier Sicherheiten	Keine Sicherheiten erforderlich (A1.2)	+
H1d	Verwendungszweck Projektfinanzierung	Flexibel verwendbar (A1.3)	-
H2a	Verwendungszweck Substitution	Günstiger als alternative	+

<sup>274</sup> Hedtstück/Göbel (2006), S. 12.

		Finanzierungen (A2.1)	
H2b	Kein spezifischer	Gesamte Finanzierung günstiger (A2.2)	*
H3a	Einseitige Finanzierungslandschaft	Zusätzliche Finanzierungsquelle (A3.1)	+
H3b	Insolvenzwahrscheinlichkeit	Stabile/langfristige Finanzierung (A3.2)	-
H3c	Verschuldungsfähigkeit	Zukünftige Kreditaufnahme (A3.3)	(+)
H4a	Marktstruktur	Beeinflussung von Wettbewerbern (A4.1)	-
H4b	Kein spezifischer	Fortführungswahrscheinlichkeit (A4.2)	*
H4c	Unzufriedenheit mit Banken (1)	Verhandlungsmacht gegenüber Banken (A4.3)	-
H4d	Unzufriedenheit mit Banken (2)	Ablösung von Banken (A4.4)	(+)
H5a	Kein spezifischer	Bonität demonstrieren (A5.1)	*
H5b	Kein spezifischer	Innovativität demonstrieren (A5.2)	*
H6a	Finanzkompetenz (1)	Auf Empfehlung einer Bank (A6.1)	(+)
H6b	Finanzkompetenz (2)	Auf Empfehlung sonstiger Externer (A6.2)	-

Tabelle 10: Einflussfaktoren auf die Finanzierungsentscheidung<sup>275</sup>

<sup>275</sup> Die Symbole in der Spalte „Ergebnis“ haben folgende Bedeutung:

- + Ein statistischer Zusammenhang auf fünf-prozentigem Signifikanzniveau konnte mit allen drei Testwerten nachgewiesen werden.
- (+) Ein Zusammenhang deutet sich an, ist jedoch nicht mit allen drei Testwerten statistisch signifikant.
- Ein Zusammenhang konnte nicht nachgewiesen werden.
- \* Ein untergruppen-spezifischer Zusammenhang wurde nicht postuliert.

**H1a:** Es wurde postuliert, dass Unternehmen in angespannten Finanzierungssituationen die mezzanine Finanzierung verwendet haben, weil sie für das Finanzierungsvorhaben keine alternative Finanzierung erhalten haben. Dieser untergruppen-spezifische Unterschied bei der Zustimmung zu der Aussage A1.1 konnte für Unternehmen in angespannter Finanzierungssituation signifikant nachgewiesen werden. Es gab also einige Unternehmen, welche die mezzanine Finanzierung wählten, weil sie alternativ keine Finanzierung erhalten hätten. Es wurde weiter untersucht, ob sich bei den Unternehmen, welche keine Finanzierungsangebote von Banken erhalten haben, nach Umsetzung ihres Finanzierungsvorhabens die Bonität verschlechtert hat oder nicht. Ein Zusammenhang zwischen der Bonitätsentwicklung nach der Finanzierung und der Zustimmung zu der Aussage, ob sie verwendet wurde, weil es keine Alternativen gab, muss auf Basis dieses Datensatzes abgelehnt werden. Es besteht daher die Vermutung, dass Banken wirtschaftlich vorteilhafte Projekte nicht finanzieren wollten und ihre Umsetzung erst durch die mezzanine Finanzierung ermöglicht wurde. Auch in der Studie von *Hedstück* und *Göbel* gab ein Unternehmen an, dass es ohne Mezzanine nicht überlebt hätte, weil Bankkredite und Gewinnthesaurierung zur Finanzierung nicht gereicht hätten.<sup>276</sup>

**H1b:** Es wurde postuliert, dass Unternehmen aus „problematischen“ Branchen die mezzanine Finanzierung verwendet haben, weil sie für das Finanzierungsvorhaben keine alternative Finanzierung erhalten haben. Die Hypothese musste sowohl für die Bau-Branche wie auch für die IT-Branche abgelehnt werden. Für die IT-Branche deutete sich ein leichter Zusammenhang an der jedoch nicht signifikant war. *Audretsch* und *Elston* stellten fest, dass das deutsche Finanzierungssystem gut für traditionelle Branchen geeignet ist, jedoch Defizite bei der Finanzierung neuer Branchen und Unternehmen aufweist.<sup>277</sup> Auch wenn sich im untersuchten Datensatz die Hypothese nicht bestätigen ließ, spricht also einiges dafür, dass die mezzanine Finanzierung gut geeignet ist, um Finanzierungsdefizite des Hausbankensystems auszugleichen.

**H1c:** Es wurde postuliert, dass Unternehmen, die nicht über freie Sicherheiten verfügen, die mezzanine Finanzierung verwendet haben, weil für sie keine Sicherheiten erforderlich waren. Die Hypothese wurde angenommen. Es besteht ein signifikanter Zusammenhang zwischen dem Vorhandensein oder Nichtvorhandensein freier

---

<sup>276</sup> Hedstück/Göbel (2006), S. 29.

<sup>277</sup> Audretsch/Elston (1997), S. 108.

Sicherheiten und der Zustimmung zu der Aussage, ob die Finanzierung verwendet wurde, weil für sie keine Sicherheiten erforderlich waren. Jedoch fiel auf, dass es deutlich mehr Unternehmen gab, welche der Aussage zustimmten als es Unternehmen gab, die auch angaben, keine freien Sicherheiten zu haben. Dadurch wird bestätigt, dass das Vermeiden einer Sicherheitsvergabe ein relevantes Finanzierungsziel ist. Sowohl im eigenen Datensatz (Abbildung 24) wie auch im INTES-Datensatz (Abbildung 23) wird der Umfang der Sicherheiten als Finanzierungsziel geschätzt. Auch in einer Studie von *Deloitte*, für die mittelständische Unternehmen befragt wurden, die sich über Kapitalmarktanleihen finanziert haben, wurde gezeigt, dass die Sicherheitenstellung wesentlicher Unterschied zwischen einem klassischen Bankkredit und einer Kapitalmarktanleihe ist.<sup>278</sup> *Hommel, Schneider* und *Nohtse* haben in ihrer Befragung mezzanine finanzierter Unternehmen bei keiner anderen entscheidungsrelevanten Eigenschaft so viel Zustimmung gemessen wie bei der Abwesenheit von Sicherheiten.<sup>279</sup>

**H1d:** Es wurde postuliert, dass Unternehmen, die flexibel und schnell investieren müssen, die mezzanine Finanzierung verwendet haben, weil sie nicht zweckgebunden ist. Die Hypothese musste abgelehnt werden auch wenn die Zustimmung zu der Aussage über den flexiblen Mitteleinsatz im eigenen Datensatz sehr hoch ist. Auch in der Studie von *Hedtstück* und *Göbel* wurde „Mehr Flexibilität/Komfortgewinn“ sowohl als Primär- wie auch als Sekundärziel von je zwei von 23 Unternehmen genannt.<sup>280</sup>

**H2a:** Es wurde postuliert, dass Unternehmen ohne Wachstumspläne die mezzanine Finanzierung verwendet haben, weil sie günstiger ist als vergleichbar ausgestaltete Finanzierungen. Ähnlich wie bei *Hedtstück* und *Göbel* (2006) kann im vorliegenden Datensatz statistisch signifikant zwischen „Bilanzoptimierern“ und „Wachstumsfinanzierern“ unterschieden werden.<sup>281</sup> Unternehmen ohne Wachstumsabsichten sind wesentlich preissensibler.

**H2b:** Es wurde postuliert, dass Unternehmen die mezzanine Finanzierung verwendet haben, wenn dadurch die durchschnittlichen Finanzierungskosten sinken. Es erfolgte

---

<sup>278</sup> Deloitte (2011), S. 14.

<sup>279</sup> Hommel/Schneider/Nohtse (2010), S. 46.

<sup>280</sup> Hedtstück/Göbel (2006), S. 14.

<sup>281</sup> Hedtstück/Göbel (2006), S. 13.

keine Aufteilung auf Untergruppen und so konnte keine Hypothese überprüft werden sondern nur nach Auffälligkeiten in den Daten gesucht werden. Es fand sich eine interessante Auffälligkeit zwischen der Zustimmung zu der Aussage und dem Vorhandensein oder Nichtvorhandensein eines alternativen Bankangebotes (Abschnitt 6.5.2). Die Auswertung legt nahe, dass den mezzanine finanzierten und befragten Unternehmen die Minimierung der Finanzierungskosten nicht so wichtig war, wie es andere Finanzierungsziele waren.

**H3a:** Es wurde postuliert, dass Unternehmen mit einseitiger Finanzierung die mezzanine Finanzierung verwendet haben, um dadurch bankenunabhängiger zu werden. Sowohl für eine Aufteilung in Untergruppen anhand der Anzahl der finanzierenden Banken wie auch anhand des Vorhandenseins oder Nichtvorhandenseins einer Hausbank konnte ein signifikanter Unterschied nachgewiesen werden. Die Aussage zur Bankenunabhängigkeit fand insgesamt eine sehr große Zustimmung. Die Zustimmung war jedoch in der Untergruppe mit einseitiger Finanzierung nochmals signifikant höher als in der Untergruppe mit zahlreichen Banken beziehungsweise ohne eine Hausbank. Auch *Kaserer, Fey und Kuhn (2011)*<sup>282</sup> und *Deloitte (2012)*<sup>283</sup> sehen das Streben nach Bankenunabhängigkeit als ausgeprägten Wunsch und Motiv bei Finanzierungsentscheidungen.

**H3b:** Es wurde postuliert, dass Unternehmen mit erhöhter Insolvenzwahrscheinlichkeit die mezzanine Finanzierung verwendet haben, weil das Finanzierungsinstrument langfristig und stabil ist. Die Hypothese musste abgelehnt werden. Es wurde lediglich eine Auffälligkeit mit dem Finanzierungsziel „Minimierung der Finanzierungskosten“ gefunden, die zeigt, dass die Ziele „Minimierung der Finanzierungskosten“ und „Stabilität der Finanzierung“ konkurrieren. Daraus ergibt sich, dass innerhalb der finanzierten Unternehmen zwei Untergruppen existieren, denen jeweils eines der beiden Ziele besonders wichtig ist. Auch wenn die spezifische Hypothese abgelehnt werden musste, hat das Finanzierungsziel „Stabilität der Finanzierung“ bei den untersuchten Unternehmen eine hohe Wichtigkeit. Im Gegensatz zum breiten Mittelstand aus der INTES Untersuchung<sup>284</sup> sind den mit PREPS finanzierten Unternehmen die Stabilität

---

<sup>282</sup> Kaserer/Fey/Kuhn (2011), S. 44.

<sup>283</sup> Deloitte (2012), S. 7.

<sup>284</sup> Redlefsen/Eiben (2006).



der Finanzierung signifikant wichtiger und die Finanzierungskosten signifikant unwichtiger.<sup>285</sup>

**H3c:** Es wurde postuliert, dass Unternehmen mit reduzierter Verschuldungsfähigkeit die mezzanine Finanzierung verwendet haben, um so die zukünftige Kreditaufnahme zu erleichtern. Die Hypothese wurde tendenziell angenommen. Bei einer Operationalisierung der reduzierten Verschuldungsfähigkeit über die eigene Bonität lagen zwei von drei Testwerten im signifikanten Bereich. Bei einer Operationalisierung der reduzierten Verschuldungsfähigkeit über die Eigenkapitalquote lagen alle drei Testwerten im signifikanten Bereich. Interessant ist es, dass Unternehmen mit einer durchschnittlichen Bonität der Aussage besonders oft zustimmten während Unternehmen mit unterdurchschnittlicher Bonität die Aussage öfter ablehnten als erwartet. Daraus kann geschlossen werden, dass Unternehmen mit schlechter Bonität zunächst ihre gegenwärtige Liquidität sicher stellen müssen (siehe auch H1a) und erst Unternehmen mit durchschnittlicher Bonität die vereinfachte Sicherstellung der zukünftigen Liquidität bei aktuellen Finanzierungsentscheidungen berücksichtigen können.

**H4a:** Es wurde postuliert, dass Unternehmen in oligopolistischen Märkten die mezzanine Finanzierung verwendet haben, weil sie so Wettbewerber zu ihrem Vorteil beeinflussen können. Die Hypothese musste auf Basis der erhobenen Daten abgelehnt werden. Es erscheint auch nicht plausibel, über die Ausweitung der Finanzierung den eigenen Umsatz auszuweiten um so Wettbewerber zu schädigen. Auch *Hermanns* stellt fest, dass es keine empirischen Erkenntnisse gibt, welche die von *Brander* und *Lewis* aufgestellte Hypothese bestätigen würde.<sup>286</sup>

**H4b:** Es wurde postuliert, dass Unternehmen die mezzanine Finanzierung verwendet haben, um so in einer möglichen Krise einen Recovery Manager an der Seite zu haben, der sich für die Fortführung des Unternehmens glaubhaft einsetzen kann. Es erfolgte keine Aufteilung auf Untergruppen und so konnte keine Hypothese überprüft werden. Vergleichbare Studien über den Einfluss eines Krisenmanagers auf die

---

<sup>285</sup> Vgl. dazu Abschnitt 6.4.2.

<sup>286</sup> Hermanns (2006), S. 101.

Fortführungswahrscheinlichkeit eines Unternehmens in einer wirtschaftlichen Schieflage wurden nicht gefunden.

**H4c:** Es wurde postuliert, dass Unternehmen, die mit ihren Banken unzufrieden sind, die mezzanine Finanzierung verwendet haben, weil sie so ihre Verhandlungsmacht gegenüber Banken stärken. Die Hypothese musste abgelehnt werden. In der Studie von *Hedstück* und *Göbel* über die Verwendung von Mezzanine gaben vier von 23 Unternehmen an, dass „sie sich mehr Flexibilität und „Komfort“ bei künftigen strategischen und finanziellen Weichenstellungen versprachen“.<sup>287</sup> Von den Programm-Mezzanine-Nutzern „freuen sich sieben Unternehmer, dass sie frei über die Mittel verfügen dürfen und der Kapitalgeber über praktisch keine Einflussmöglichkeiten verfügt“.<sup>288</sup> Anscheinend fühlen sich viele Unternehmen durch ihre Kapitalgeber gegängelt und wünschen sich mehr Freiheit bei Entscheidungen.

**H4d:** Es wurde postuliert, dass Unternehmen, die mit ihren Banken unzufrieden sind, die mezzanine Finanzierung verwendet haben, um Banken abzulösen. Die Hypothese wurde tendenziell angenommen. Unternehmen, die sich misstrauisch gegenüber Banken zeigten, stimmten der Aussage öfter zu als es die alternative Untergruppe tat. Auch in einer Studie von *Deloitte* zum Thema „Mittelstandsfinanzierung über den Kapitalmarkt“ wird als eines der wichtigsten Ziele der Kapitalnehmer die „Reduzierung der Abhängigkeit von Banken, insbesondere vor dem Hintergrund einer restriktiveren Kreditvergabe bzw. einem limitierten Zugang zur Bankenfinanzierung“ genannt.<sup>289</sup> Die von *Deloitte* untersuchten Unternehmensanleihen und die in dieser Arbeit untersuchten mezzaninen Genussrechte haben gemein, dass sie bankenunabhängig über Kapitalmarktinvestoren finanziert werden. Diese zusätzliche Finanzierungsquelle macht mittelständische Unternehmen unabhängiger von Banken. Es besteht anscheinend bei einigen Unternehmen die Sorge, dass Banken zukünftig nicht willens oder fähig sein könnten, ausreichend Finanzierung zur Verfügung zu stellen.

**H5a** und **H5b:** Es wurde postuliert, dass Unternehmen die mezzanine Finanzierung verwendet haben, um entweder externen Kapitalgebern die eigene gute Bonität zu demonstrieren (H5a) oder Innovationstätigkeit zu demonstrieren (H5b). Es erfolgte

---

<sup>287</sup> Hedstück/Göbel (2006), S. 14.

<sup>288</sup> Hedstück/Göbel (2006), S. 25.

<sup>289</sup> Deloitte (2011), S. 7.

keine Aufteilung auf Untergruppen und so konnte keine Hypothese überprüft werden. Besondere Auffälligkeiten haben sich nicht gezeigt. Es bleibt jedoch festzuhalten, dass die Aussagen der Gruppe fünf eine hohe Zustimmung fanden. Auch in der Feldstudie von *Hedtstück* und *Göbel* wurde festgestellt, dass die „Teilnehmer von Programm-Mezzanine positiver wahrgenommen werden, was dabei hilft, andere Finanzierungsquellen zu erschließen“.<sup>290</sup> Die PREPS-Finanzierung ist, wie oben in diesem Abschnitt erläutert, gut geeignet, um Signale an externe Parteien zu senden. Es wäre interessant weiter in diese Richtung zu forschen, da Informationsasymmetrie gerade im Mittelstand ausgeprägt vorhanden ist.

**H6a** und **H6b**: Es wurde postuliert, dass Unternehmen mit geringer Finanzkompetenz die mezzanine Finanzierung verwendet haben, weil sie ihnen entweder von Banken (H6a) oder von anderen externen Parteien (H6b) empfohlen wurde. Bei der Hypothese H6a lagen zwei von drei Testwerten im signifikanten Bereich, sodass die Hypothese tendenziell angenommen wurde. Die Hypothesen basierten nicht auf der Finanzierungstheorie und es wurden auch keine empirischen Arbeiten gefunden, die den Einfluss von Empfehlungen externer Parteien auf Finanzierungsentscheidungen untersucht haben. Offensichtlich befinden sich die Hypothesen weit entfernt von den idealtypischen Modellannahmen. Gerade deshalb sind explorative Untersuchungen wie die vorliegende Arbeit oder auch die Studie von *Börner*, *Grichnik* und *Reize* eine gute Ergänzung zu den verbreiteten konfirmatorischen Tests von bekannten Kapitalstrukturtheorien.

Im ersten Teil der Auswertungen konnte festgestellt werden, welche Aussagen über die Verwendung der Finanzierung über alle teilnehmenden Unternehmen eine hohe oder geringe Zustimmung fanden. Insgesamt fanden die typischen Eigenschaften der mezzaninen Finanzierung hohe Zustimmung. So hat die Flexibilität der Mittelverwendung, die Abwesenheit von Sicherheiten, die Bankenunabhängigkeit, die Stabilität und Langfristig des Finanzierungsvertrags und der positive Einfluss auf die zukünftige Verschuldungsfähigkeit für viele Unternehmen eine große Rolle bei der

---

<sup>290</sup> Hedtstück/Göbel (2006), S. 27.

Entscheidung gespielt. Aber auch die öffentliche Wahrnehmung der Finanzierung fand deutlichen Zuspruch.

Noch ausgeprägter wird die Wichtigkeit von Finanzierungseigenschaften, wenn sie für einzelne Untergruppen analysiert wird. Mit den untergruppen-spezifischen Auswertungen lassen sich verschiedene Profile mit unterschiedlichen Bedürfnissen abgrenzen. Zwar haben sich alle Unternehmen für dasselbe Finanzierungsinstrument entschieden und sind deshalb Teil der Befragung geworden. Aber dennoch haben sie die für den mezzaninen Finanzierungsvertrag charakteristischen Eigenschaften unterschiedlich bewertet. Hätte es zum Finanzierungszeitpunkt Varianten der mezzaninen Finanzierung gegeben, so hätten sich die Untergruppen möglicherweise für unterschiedliche Varianten entschieden. So gibt es Unternehmen, bei denen die Finanzierungskosten bei der Entscheidung eine sehr große Rolle gespielt haben. Viele dieser Unternehmen haben sich vermutlich gegen PREPS entschieden und sind nicht Teilnehmer dieser Befragung geworden. Das ergibt sich aus der Tatsache, dass Unternehmen mit einem alternativen Bankenangebot (welches vermutlich günstiger ist als Mezzanine) die Minimierung der Finanzierungskosten deutlich weniger wichtig war als der alternativen Untergruppe (H2b). Haben Unternehmen mit der mezzaninen Finanzierung eine bestehende Finanzierung substituiert, so waren ihnen die Finanzierungskosten besonders wichtig (H2a). Unternehmen, die dagegen wachsen wollten, hatten weniger einen Fokus auf den Kosten (H2a). Außerdem gibt es eine Untergruppe, in welcher die Finanzierung verwendet wurde, weil es keine Alternative zu ihr gab (H1a, H1b aber auch H3c). Andere Unternehmen wiederum zahlen bewusst eine Versicherungsprämie in der Gegenwart dafür, dass sie zukünftig leichter Finanzierung erhalten (H3c) oder auch dafür, dass sie bankenunabhängiger und damit stabiler und diversifizierter finanziert werden (H3a). Ferner hat eine sehr kleine Untergruppe die Finanzierung verwendet, weil sie dazu gedrängt wurde (H6a).

Seit dem Zusammenbruch des Verbriefungsmarktes im Jahr 2008 konnte kein Programm-Mezzanine mehr an den deutschen Mittelstand ausgereicht werden. Das ist auch deswegen bedauerlich, weil das Finanzierungsinstrument eine sehr hohe Zustimmung bei den Kapitalnehmern fand. So haben gut 90 Prozent der für die vorliegende Arbeit befragten Unternehmen angegeben, dass sie unter identischen Bedingungen aber auf Basis der gemachten Erfahrungen erneut die mezzanine Finanzierung verwenden würden. Falls es zukünftig zu einer Wiederauflage von

Programm-Mezzanine kommt, wäre die Finanzierung für die Kapitalnehmer vermutlich teurer als in den Jahren 2004 bis 2008. Auch ist das nach wie vor angebotene Individual-Mezzanine teurer als es Programm-Mezzanine in den Jahren 2004 bis 2008 war. Daher wird die Untergruppe der besonders preissensiblen Unternehmen und der Bilanzoptimierer zukünftig vermutlich kein Mezzanine mehr benutzen, weil es ihnen zu teuer ist. Ob Unternehmen ohne alternative Finanzierungsangebote überhaupt Mezzanine erhalten sollten, ist kritisch zu hinterfragen. Wenn die Ablehnung von Finanzierungsvorhaben durch Banken darauf beruht, dass die wirtschaftliche Perspektive für das Unternehmen negativ ist, dann wäre auch eine mezzanine Finanzierung vermutlich ein Fehler für den Kapitalgeber. Wenn es sich dagegen um nachhaltig positive Projekte handelt, wäre ein Zugang zu Mezzanine für diese Unternehmen volkswirtschaftlich sehr sinnvoll (H1a). Es ist bekannt, dass Unternehmen aus manchen Branchen unzureichend Zugang zu Bankkrediten erhalten, weil beispielsweise in der Dienstleistungsbranche und in der IT-Branche kaum Sicherheiten für Kredite vorhanden sind. Auf der anderen Seite geben die Inhaber mittelständischer Unternehmens auch nur ungern Gesellschaftsanteile an neue Eigenkapitalgeber ab, sodass auch eine Finanzierung mit zusätzlichem Eigenkapital selten erfolgt. Daher kann eine mezzanine Finanzierung von riskanteren Projekten (Wachstum, Akquise, Expansion ins Ausland, Innovation, Forschung & Entwicklung) durchaus passend sein. Insbesondere ist die mezzanine Finanzierung gut geeignet, um die Abhängigkeit von Hausbanken zu reduzieren und die zukünftige Verschuldungsfähigkeit zu erhalten oder zu verbessern. Für diese Gruppen bleibt eine mezzanine Finanzierung sehr attraktiv. Es wäre wünschenswert wenn es auch zukünftig eine angemessen verzinste, bankenunabhängige, mezzanine Mittelstandsfinanzierung gäbe.

## 7 Zusammenfassung

Bei Finanzierungsentscheidungen kann ein Unternehmen zumeist zwischen verschiedenen Finanzierungstiteln wählen. Dabei unterscheiden sich die Finanzierungstitel in ihrer Ausgestaltung hinsichtlich ihrer monetären Rechte, der Gestaltungs-, Einwirkungs- und Informationsrechte sowie den korrespondierenden Pflichten. Je nach Ausgestaltung kann ein Finanzierungstitel unterschiedliche Funktionen mehr oder weniger gut erfüllen. Es handelt sich nach *Breuer, Gürtler* und *Schuhmacher* um die Mittelbeschaffung, die Transformations-, Kanalisierungs-, Verhaltensbeeinflussungs- und Informationsübermittlungsfunktion. Unter wie vielen Finanzierungsinstrumenten ein Unternehmen tatsächlich auswählen kann, hängt nicht nur von seiner Bonität ab, sondern auch ganz besonders davon, ob es sich um ein Großunternehmen mit Kapitalmarktzugang handelt oder um ein mittelständisches Unternehmen. Die in dieser Arbeit untersuchten Unternehmen haben in der Regel keinen Kapitalmarktzugang und sind entsprechend in ihrer Auswahl eingeschränkt. Es handelt sich um mittelständische Unternehmen. Es sind jedoch nicht mittelständische Unternehmen nach der KMU-Definition der Europäischen Union, sondern große mittelständische Unternehmen. Gerade diese großen mittelständischen Unternehmen sind volkswirtschaftlich besonders wichtig, weil sie im Gegensatz zu kleinen mittelständischen Unternehmen und zu Großunternehmen am meisten zur Schaffung von Arbeitsplätzen beitragen. Auch sind diese Unternehmen besonders gut geeignet, um mehr über das Finanzierungsverhalten im Mittelstand zu erfahren, weil große mittelständische Unternehmen zwar in ihren Finanzierungsmöglichkeiten im Gegensatz zu Großunternehmen eingeschränkt sind, jedoch aufgrund ihrer Größe innerhalb des Mittelstandes am meisten Auswahl haben.

In der Finanzierungstheorie gibt es eine Vielzahl von Modellen zur Erklärung von Aspekten des Finanzierungsverhaltens. Jedoch beziehen sich die meisten auf Großunternehmen mit Kapitalmarktzugang. Ähnliches gilt für die empirische Forschung. Auch hier liegt der Schwerpunkt auf Großunternehmen. Für den deutschen Mittelstand liegen wenige empirische Studien vor. Die bekannten Arbeiten beurteilen zudem meist das Finanzierungsverhalten anhand der Eigenkapitalquote. In dieser Arbeit wurde dagegen aus Perspektive der finanzierten Unternehmen untersucht, wie Finanzierungsentscheidungen getroffen werden. Dazu wurden mit einem Online-

Fragebogen Primärdaten erhoben. 82 Fragebögen konnten für die statistischen Auswertungen verwendet werden. Diese Anzahl entspricht einer Rücklaufquote von gut einem Drittel. Weiterhin erfreulich ist, dass die Fragebögen fast ausschließlich von Geschäftsführern oder Abteilungsleitern der Finanzen ausgefüllt wurden. Bei der Analyse des Datensatzes zeigte sich, dass die Teilnehmer der Befragung auch innerhalb des großen Mittelstandes auffallen. Die mit PREPS finanzierten Unternehmen weisen eine deutlich höhere Wachstumsrate auf als Vergleichsgruppen und sie haben eine andere Präferenzordnung der Finanzierungsziele.

Auch wenn sämtliche Studienteilnehmer dasselbe Finanzierungsinstrument verwenden, wurde erwartet, dass die Unternehmen die Finanzierung aus verschiedenen Gründen gewählt haben und die Finanzierung unterschiedliche Funktionen für die Unternehmen wahrnimmt. Die Auswertung der Hypothesen ergab, dass es Untergruppen gibt, die sich von Vergleichsgruppen durch einheitlich ausgeprägte Präferenzen bei der Entscheidung abgrenzen. Folgende postulierte Zusammenhänge konnten für den Datensatz bestätigt werden:

- Unternehmen in angespannten Finanzierungssituationen nutzen Programm-Mezzanine, weil sie keine alternative Finanzierung finden.
- Unternehmen, die nicht über freie Sicherheiten verfügen, nutzen Programm-Mezzanine, weil dafür keine Sicherheiten erforderlich sind.
- Unternehmen ohne Wachstumsambitionen nutzen Programm-Mezzanine, weil es günstiger ist als alternative Finanzierungsinstrumente.
- Unternehmen mit einseitiger Finanzierung nutzen Programm-Mezzanine, um unabhängigen von ihren finanzierenden Banken zu werden.
- Unternehmen mit reduzierter Verschuldungsfähigkeit nutzen Programm-Mezzanine, um zukünftig leichteren Kreditzugang zu haben.
- Unternehmen, die misstrauisch gegenüber Banken sind, nutzen Programm-Mezzanine, um Banken abzulösen.
- Unternehmen mit geringer Finanzkompetenz nutzen Programm-Mezzanine, weil es ihnen von Banken empfohlen wurde.

Es mussten aber auch einige Hypothesen abgelehnt werden. So wird ein Finanzierungsinstrument von den befragten Unternehmen eher nicht gewählt, um damit das Verhalten anderer Parteien zu beeinflussen.

Viele der bestätigten Zusammenhänge sollte ganz allgemein für mittelständische Unternehmen Gültigkeit haben, die in ähnlichen Situationen eine passende Finanzierung suchen. Insbesondere sind die Finanzierungskosten nicht immer das einzige entscheidungsrelevante Kriterium. So haben auch andere Studien bereits gezeigt, dass finanziell stabile Unternehmen dazu bereit sind in gewissem Umfang statt einer günstigen Kreditfinanzierung eine etwas teurere mezzanine Finanzierung zu verwenden. Der Zinsaufschlag kann als eine Art „Versicherungsprämie“ interpretiert werden, die für eine stabile und langfristige Finanzierung und eine damit einhergehende geringere Abhängigkeit von den Hausbanken gezahlt wird. Die vorliegende Studie hat gezeigt, dass es ein großes Bedürfnis nach einer bankenunabhängigen mezzaninen Mittelstandsfinanzierung gibt. Gerade in den letzten Jahren wurde offensichtlich, dass in der für den deutschen Mittelstand typischen Hausbankbeziehung auch eine volkswirtschaftlich ernstzunehmende Gefahr besteht. In kurzer Zeit waren verschiedene deutsche Kreditinstitute von der Insolvenz bedroht und es bestand die Sorge, dass Banken nicht nur untereinander die Kreditvergabe stark einschränken sondern auch im Firmenkundengeschäft. Eine diversifizierte Unternehmensfinanzierung erhöht zwar den Organisationsaufwand aber dafür wird die Abhängigkeit von den einzelnen Kapitalgebern reduziert und dafür schien gerade das bankenunabhängige Programm-Mezzanine gut geeignet zu sein.

An letzter Stelle des Fragebogens wurden die Unternehmen um Auskunft gebeten, ob sie sich bei einem identischen Finanzierungsanlass und einer identischen Unternehmenssituation erneut für das gewählte Finanzierungsinstrument entscheiden würden. Über 90 Prozent der antwortenden Unternehmen haben angegeben, dass sie sich auch nach mehrjähriger Erfahrung mit der mezzaninen Finanzierung erneut für sie entscheiden würden. Insofern ist es sehr bedauernd, dass Programm-Mezzanine seit der Finanzkrise dem deutschen Mittelstand nicht mehr zur Verfügung steht. Eigenschaften wie die langfristige Mittelüberlassung, die freie Mittelverwendung, der positive Einfluss auf die zukünftige Verschuldungsfähigkeit und die Bankenunabhängigkeit der mezzaninen Finanzierung begründen die hohe Zustimmung



zu dem Finanzierungsinstrument. Möglicherweise war Programm-Mezzanine in den Jahren 2004 bis 2007 im Vergleich zu Individual-Mezzanine besonders günstig und dies auch Ursache für die große Nachfrage. Die Vorteile des Finanzierungsinstruments sind für die Kapitalnehmer aber in jedem Fall sehr ausgeprägt, wie die Untersuchungen in der vorliegenden Arbeit deutlich gezeigt haben. Bei der signifikanten Wichtigkeit großer mittelständischer Unternehmen für die deutsche Volkswirtschaft wäre ein erneutes Aufleben einer adäquat verzinsten und bankenunabhängigen mezzaninen Finanzierung sehr wünschenswert. Eine Unterstützung durch öffentliche Förderinstitute wie die Kreditanstalt für Wiederaufbau oder die Europäische Investitionsbank könnte Programm-Mezzanine dabei den nötigen Impuls geben. So wäre es denkbar, dass diese Institute die besonders risikoreiche Junior-Note einer zukünftigen Programm-Mezzanine-Verbriefung übernehmen. Für die weniger risikotragenden Senior-Notes gab es in der Vergangenheit stets einen großen Nachfrageüberhang und es spricht nichts dagegen, dass auch zukünftig Finanzinvestoren über eine Verbriefungsstruktur den deutschen Mittelstand mit mezzaniner Finanzierung versorgen.

## Literaturverzeichnis

- ADENÄUER, C./HAUNSCHILD, L. (2008): Anmerkungen zur Eigenkapitalquote im deutschen Mittelstand – Ein Arbeitspapier, IfM Bonn Working Paper, Bonn 2008.
- AGHION, P./BOLTON, P. (1992): An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting, *Review of Economic Studies*, Vol. 59, No. 3, Juli 1992, S. 473 – 494.
- AKERLOF, G. A. (1970): The Market for „Lemons“ – Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, August 1970, S. 488 – 500.
- ALTENBURG, M. (2010): Zu den Chancen einer Rückkehr von verbrieftem Mittelstands-Mezzanine, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, Heft 10, 2010, S. 506 – 508.
- ANGERER, H.-P. (1992): Genussrechte bzw. Genussscheine als Finanzierungsinstrument, Erlangen 1992.
- AUDRETSCH, D. B./ELSTON, J. A. (1997): Financing the German Mittelstand, *Small Business Economics*, Bd. 9 Nr. 2, April 1997, S. 97 – 110.
- BACKHAUS, K./ERICHSON, B./PLINKE, W./WEIBER, R. (2003): *Multivariate Analysemethoden – Eine anwendungsorientierte Einführung*, 10. Auflage, Heidelberg 2003.
- BAKER, M./WURGLER, J. (2002): Market Timing and Capital Structure, *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 1, Februar 2002, S. 1 – 32.
- BARTON, S. L./GORDON, P. J. (1988): Corporate Strategy and Capital Structure, *Strategic Management Journal*, Vol. 9, Issue 6, November/Dezember 1988, S. 623 – 632.

- BASTIAN, N./KÖHLER, P. (2007): Insolvenzen verunsichern Geldgeber, Handelsblatt vom 30.5.2007.
- BECKER, W./STAFFEL, M./ULRICH, P. (2008): Mittelstand und Mittelstandsforschung, Bamberger Betriebswirtschaftliche Beiträge – 153, Bamberg 2008.
- BENITO, A. (2003): The Capital Structure Decisions of Firms: Is there a Pecking Order?, Documento de Trabajo No. 0310, Banco de Espana, Madrid 2003.
- BERNET, B./DENK, C. L. (2000): Finanzierungsmodelle für KMU, 2000.
- BESSLER, W./KURTH, A. (2004): Finanzierungsstrukturen von Neuemissionen – Empirische Untersuchungen der Kapital-, Aktionärs- und Liquiditätsstrukturen von jungen Wachstumsunternehmen, Finanz Betrieb, Heft 1, 7. Januar 2004, S. 59 – 69.
- BESTER, H. (1994): The Role of Collateral in a Model of Debt Renegotiation, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 26, No. 1, Februar 1994, S. 72 – 86.
- BETSCH, O./GROH, A. P./SCHMIDT, K. (2000): Gründungs- und Wachstumsfinanzierung innovativer Unternehmen, München 2000.
- BÖRNER, C./GRICHNIK, D./REIZE, F. (2010): Finanzierungsentscheidungen mittelständischer Unternehmer – Einflussfaktoren der Fremdfinanzierung deutscher KMU, zfbf Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, März 2010, S. 227 – 250.
- BORTZ, J. (2005): Statistik für Human- und Sozialwissenschaftler, 6. Auflage, Heidelberg 2005.
- BORTZ, J. (1999): Statistik für Sozialwissenschaftler, 5. Auflage, Heidelberg 1999.
- BOSCH, K. (1995): Großes Lehrbuch der Statistik, München 1996.

- BRANDER, J. A./LEWIS, T. R. (1986): Oligopoly and Financial Structure – The Limited Liability Effect, *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 5, Dezember 1986, S. 956 – 970.
- BRENNAN, M. J. (1995): Corporate Finance over the last 25 years, *Financial Management*, Vol. 24, No. 2, Sommer 1995, S. 9 – 22.
- BREUER, W. (2008): Finanzierung – Eine systematische Einführung, 2. vollst. überarb. und erw. Aufl., Wiesbaden 2008.
- BREUER, W. (1998): Finanzierungstheorie – Eine systematische Einführung, Wiesbaden 1998.
- BREUER, W./GÜRTLER, M./SCHUHMACHER, F. (2003): Finanzwirtschaftliche Aspekte in internationalen Unternehmen, in: Breuer, W./Gürtler, M. (Hrsg.): *Internationales Management – Betriebswirtschaftslehre der internationalen Unternehmung*, Gabler Verlag 2003.
- BREZSKI, E./BÖGE, H./LÜBBEHÜSEN, T./ROHDE, T./TOMAT, O. (2006): Mezzanine-Kapital für den Mittelstand – Finanzierungsinstrumente, Prozesse, Rating, Bilanzierung, Recht, Stuttgart 2006.
- BUNDESBANK (2006): Zur jüngeren Entwicklung der Kredite deutscher Banken an inländische Unternehmen und Privatpersonen, Monatsbericht Juli 2006, Frankfurt am Main 2006.
- CASTANIAS, R. (1983): Bankruptcy risk and optimal capital structure, *Journal of Finance*, Vol. 38, Issue 5, 1983, S. 1617 – 1635.
- CHURCHILL, G. (1991): *Market Research: Methodological Foundations*, Cengage Learning Services, Chicago 1991.
- COLE, R. A. (1998): The importance of relationships to the availability of credit, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 22, Issues 6 – 8, S. 959 – 977, August 1998.

- DE RUIJTER KORVER, M./ONGENA, S. (2008): European Mezzanine, in: Applied Financial Economics, Vol. 18, Issue 20, 2008, S. 1613 – 1622.
- DELOITTE (2012): Studie: Mittelstandsfinanzierung über den Kapitalmarkt!? – Eine Umfrage bei erfolgreichen Emittenten und Mittelständlern, RSI-forum Sonderausgabe, März 2012.
- DENTZ, M. (2008): Mezzanine is back – Die längst überfällige Konsolidierung der Anbieter beginnt, Der Treasurer, Ausgabe 9, 30.4.2008, S. 1 – 3.
- DEUTSCHE BANK (2006): German Hybrid SME CLOs – The impact of Nici AG's insolvency filing, Global Markets Research, Securitisation, 19. Mai 2006.
- DFVA Ratingkommission (2007): Mezzanine Finanzierungsformen und Bilanzrating, Arbeitspapier der Expertgroup 1 „Ratingrelevante Aspekte der Mezzanine-Finanzierung, Mai 2007.
- DIAMOND, D. W. (1989): Reputation Acquisition in Debt Markets, Journal of Political Economy, Vol. 97, Issue 4, August 1989, S. 828 – 862.
- DIE KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN (2003): Empfehlungen der Kommission vom 6. Mai 2003 betreffend die Definition der Kleinstunternehmen sowie der kleineren und mittleren Unternehmen, Aktenzeichen K(2003) 1422 (2003/361/EG), Titel II, Artikel 7, Amtsblatt der Europäischen Union, Brüssel 2003.
- DOMBRET, A. R. (1988): Die Verbriefung als innovative Finanzierungstechnik – Strategien der Securitization am Geld- und Kapitalmarkt aus der Sicht internationale Großbanken, 2. Auflage, Frankfurt am Main 1988.
- DROBETZ, W./PENSA, P./WÖHLE, C. B. (2006): Kapitalstrukturpolitik in Theorie und Praxis: Ergebnisse einer Fragebogenuntersuchung, ZfB Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Jg. 76, Heft 3, S. 253 – 285, 2006.

- DUFEY, G./HOMMEL, U. (1999): Financing the German Mittelstand, in: Homburg, C. (Hrsg.): Structure and Dynamics of the German Mittelstand, Heidelberg 1999.
- DUHNRACK, T. (2006): Mittelstand und Investmentbanking: Zusammen geht mehr!, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 20, 2006, S. 10 – 15.
- EICHHORN, W. (2004): Online-Befragung. Methodische Grundlagen, Problemfelder, praktische Durchführung, Onlinepublikation, München 2004.
- ELSAS, R./KRAHNEN, J. P. (2002): Collateral, Relationship Lending and Financial Distress: An empirical Study on Financial Contracting, 2002.
- EVERLING, O./TRIEU, M. L. (2006): Stellenwert des Mezzanine-Kapitals im Rahmen der Unternehmensrating, in: Bösl/Sommer (Hrsg.): Mezzanine Finanzierung – Betriebswirtschaft Zivilrecht Steuerrecht Bilanzrecht, München 2006.
- EYERMAN, E./LEITNER, M./FRANKFURTH, K./WIEHE, W./GANDY, B./RAMADURAI, K. (2005): Who will finance the Mittelstand?, FitchRatings, London 2005.
- FITCHRATINGS (2006): FITCHRATINGS – CDOpinions – A bi-weekly market update from Fitch's Global CDO Group, 6.6.2006.
- FÖCKING, M. (2006): Formen, Ausstattungsmerkmale und Preisgestaltung von Mezzanine Kapital, in: Bösl/Sommer (Hrsg.): Mezzanine Finanzierung – Betriebswirtschaft Zivilrecht Steuerrecht Bilanzrecht, 2006 München.
- FRANKE, G./HAX, H. (1999): Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 4. neu bearb. und erw. Aufl., 1999.
- FRANKE, G./HEIN, J. (2008): Securitization of mezzanine capital in Germany, Financial Markets and Portfolio Management, Vol. 22, No. 3, S. 219 – 240.
- FRANZ, A./HÖTZINGER, F./MANGELS, N. (2007): Mezzanine-Kapital – Geschäftsfeld für Mittelstandsfinanzierungen, Management-Praxis in Banking &

- Finance, Studienarbeiten des Management-Studiums, Band 5, Frankfurt am Main 2007.
- FRÜHAUF, M. (2007): DVFA-Vorstoß zu Mezzanine versetzt Banken in Aufruhr – Vorschläge der Expertengruppe zur HGB-Novelle zielen auf Bilanzkosmetik – Abstrakte Sicht – Konditionen werden teurer, in: Börsenzeitung vom 11.8.2007.
- FUNK, P./GOEKE, M. (2008): Anforderungen an die Mittelstandsfinanziers aus Sicht eines mittelständischen Unternehmens, in: Goeke, M. (Hrsg.): Praxishandbuch Mittelstandsfinanzierung – Mit Leasing, Factoring & Co. Unternehmerische Potenziale ausschöpfen, Wiesbaden 2008.
- GARHAMMER, C. (1996): Grundlagen der Finanzierungspraxis, Wiesbaden 1996.
- GERKE, W./BANK, M. (1998): Grundlagen für die Investitions- und Finanzierungsentscheidungen in Unternehmen, 1998.
- GLOBAL PARK GMBH (2007): Globalpark Enterprise Feedback Suite 5.2 – EFS Survey, Version 1.1, 28.12.2007.
- GOEKE, M. (2008): Der deutsche Mittelstand – Herzstück der deutschen Wirtschaft, in: Goeke, M. (Hrsg.): Praxishandbuch Mittelstandsfinanzierung – Mit Leasing, Factoring & Co. Unternehmerische Potenziale ausschöpfen, Wiesbaden 2008.
- GRAHAM, J./HARVEY, C. (2001): The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field, Journal of Financial Economics, Vol. 60, No. 2 – 3, Mai 2001, S. 187 – 243.
- GROSSMAN, S./HART, O. (1986): The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, Journal of Political Economy, Vol. 94, No. 4, August 1986, S. 691 – 719.
- GRUNOW, H.-W. G./FIGGENER, S. (2006): Handbuch Moderne Unternehmensfinanzierung – Strategien zur Kapitalbeschaffung und Bilanzoptimierung, Berlin 2006.

- GÜNTERBERG, B./KAISER, G. (2004): SMEs in Germany – Facts and Figures 2004, in: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.), IfM-Materialien Nr. 161, Bonn 2004.
- HARRIS, M./RAVIV, A. (1990): Capital Structure and the informational Role of Debt, *Journal of Finance*, Vol. 45, Issue 2, Juni 1990, S. 321 – 349.
- HARRIS, M./RAVIV, A. (1991): The Theory of Capital Structure, *Journal of Finance*, Vol. 46, Issue 1, März 1991, S. 297 – 355.
- HART, O./MOORE, J. (1988): Incomplete Contracts and Renegotiation, *Econometrica*, Vol. 56, No. 4, Juli 1988, S. 755 – 785.
- HARTUNG, J. (2009): Statistik – Lehr- und Handbuch der angewandten Statistik, 15. Aufl., München 2009.
- HAUGEN, R./SENBET, L. (1978): The Insignificance of Bankruptcy Costs of the Theory of Optimal Capital Structure, *Journal of Finance*, Vol. 33, Issue 2, 1978, S. 383 – 393.
- HEDTSTÜCK, M./GÖBEL, T. (2006): Mezzanine – Vom Krisen- zum Wachstumsinstrument – Erfahrungswerte deutscher Mittelständler beim Einsatz von Programm- und Individual-Mezzanine, FINANCE-Studien, Reihe im F.A.Z.-Institut, Frankfurt am Main 2006.
- HEINEMANN, S./KRAUS, M./SCHNEIDER, A. (2006): Genussrechte, in: Bösl/Sommer (Hrsg.): Mezzanine Finanzierung – Betriebswirtschaft Zivilrecht Steuerrecht Bilanzrecht, 2006 München.
- HEINKE, M. (2006): Mezzanine Kapitalmarktfinanzierung für den Mittelstand am Beispiel von PREPS, in: Bösl/Sommer (Hrsg.): Mezzanine Finanzierung – Betriebswirtschaft Zivilrecht Steuerrecht Bilanzrecht, 2006 München.



- HEINKE, M./GÖBEL, T. (2004): Gebündelte Genüsse – Neue Mezzanine-Finanzierung, Sonderdruck der Finance-Beilage: Alternative Finanzierungsinstrumente, Dezember 2004.
- HERMANNNS, J. (2006): Optimale Kapitalstruktur und Market Timing – Empirische Analyse börsennotierter deutscher Unternehmen, Dissertation, Wuppertal, 2006.
- HFA des IDW: Zur Behandlung von Genussrechten im Jahresabschluss von Kapitalgesellschaften, WPg 1994.
- HINZ, H. (2006): Einsatzmöglichkeiten von Mezzanine-Kapital, in: Bösl/Sommer (Hrsg.): Mezzanine Finanzierung – Betriebswirtschaft Zivilrecht Steuerrecht Bilanzrecht, München, 2006.
- HIRSHLEIFER, D./THAKOR, A. V. (1992): Managerial Conservatism, Project Choice, and Debt, Review of Financial Studies, Vol. 5, No. 3, 1992, S. 437 – 470.
- HOMMEL, U./SCHNEIDER, H./NOHTSE, K. (2010): Programm-Mezzanine – Quo Vadis? Eine empirische Untersuchung der Refinanzierungsproblematik aus Unternehmenssicht, Wiesbaden, 2010.
- HVB Corporates & Marktes/JPMorgan: OFFERING CIRCULAR (2004) - PREPS 2004-2 Limited Partnership, 8. Dezember 2004.
- JANSSEN, J./LAATZ, W. (2010): Statistische Datenanalyse mit SPSS – Eine anwendungsorientierte Einführung in das Basissystem und das Modul Exakte Tests, 7. Aufl., Berlin Heidelberg 2010.
- JENSEN, M. C./MECKLING, H. W. (1976): Theory of firm: Managerial Behavior, Agency-Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, S. 305 – 360, October 1976.

- JENSEN, M. C. (1986): Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, Mai 1986, S. 323 – 329.
- JENSEN, M. C. (1989): Eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review*, September – Oktober 1989.
- JETTER, R. (2008): Mezzanine – Ein Eckpfeiler der Unternehmensfinanzierung, in: Goeke, M. (Hrsg.): *Praxishandbuch Mittelstandsfinanzierung – Mit Leasing, Factoring & Co. Unternehmerische Potenziale ausschöpfen*, Wiesbaden 2008.
- JPMORGAN (2006): European Middle Market CLOs – Diversification and Spread Pick-Up in European CDOs, *Global Securitized Products Research*, 25.5.2006.
- KASERER, C./FEY, G./KUHN, N. (2011): *Kapitalmarktorientierung und Finanzierung mittelständischer Unternehmen*, 2011.
- KFW BANKENGRUPPE (2006): *KfW Mittelstandspanel 2006 – Mittelstand: Jobmotor der deutschen Wirtschaft*, Frankfurt am Main 2006.
- KHADJAVI, K. (2005): *Wertemanagement im Mittelstand*, Eschen 2005.
- KOENEN, J. (2007): SAP setzt im Mittelstand nach, in: *Handelsblatt* vom 17.1.2007.
- KÖHLER, P./NAGL, H. G./OSMAN, Y. (2010): Dem Mittelstand droht ein Milliardenproblem, *Handelsblatt* vom 31.3.2010.
- KOSS, C. (2006): *Basiswissen Finanzierung – Eine praxisorientierte Einführung*, Wiesbaden 2006.
- KÖSTER, T. (2003): Kapitalversorgung des Mittelstandes – Ein Problem der Zukunft?, in Tietmeyer, H./Rolfes, B. (Hrsg.): *Die Banken und der Mittelstand – Beiträge des Duisburger Banken-Symposiums*, Wiesbaden 2003.

- KRAHNEN, J. P. (1998): Finanzierungstheorie: Ein selektiver Überblick, Working Paper Series: Finance & Accounting, No. 15, April 1998.
- LEHMANN, E./NEUBERGER, D. (2001): Do lending relationships matter? Evidence from bank survey data in Germany, *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 5, No. 4, S. 339 – 359, August 2001.
- LELAND, H. E./PYLE, D. H. (1977): Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, Mai 1977, S. 371 – 387.
- LEOPOLD, G./FROMMANN, H. (1998): Eigenkapital für den Mittelstand – Venture Capital im In- und Ausland, München 1998.
- LUSSI, S. (2009): Kapitalmarktbasierete innovative Finanzinstrumente für den Mittelstand - Wie KMU dank dem Instrument der Verbriefung von den Vorzügen des Kapitalmarktes profitieren können, Saarbrücken 2009.
- MAY, P. (2012): Geleitwort zur Finanzierungsstudie, in Knöll, A./Kettern, T. J. M. (Hrsg.): Finanzierungsstudie – Analyse der aktuellen Finanzierungssituation von Familienunternehmen in Deutschland, INTES Akademie für Familienunternehmen GmbH, Bonn-Bad Godesberg 2012.
- METHA, C. R./PATEL, N. R. (1996): SPSS Exact Tests 7.0 for Windows, SPSS Incorporation 1996.
- MILLER, M. H./MODIGLIANI, F. (1961): Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *Journal of Business*, Vol. 34, Oktober 1961, S. 411 – 433.
- MODIGLIANI, F./MILLER, M. H. (1958): The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, 48. Jg. (1958), Heft 3, S. 261 – 297.

- MODIGLIANI, F./MILLER, M. H. (1963): Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, 53. Jg. (1963), Heft 4, S. 433 – 443.
- MOODY'S KMV (2006): Structuring Middle Market CDOs – Using Moody's KMV RiskCalc, 2006.
- MYERS, S. C. (1984): The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, Juli 1984, S. 575 – 592.
- MYERS, S. C. (2001): Capital Structure, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, S. 81 – 102, Spring 2001.
- MYERS, S. C./MAJLUF, N. S. (1984): Corporate Financing and Investment Decisions – When Firms have Information that Investors do not have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, 1984, S. 187 – 221.
- OHL, H.-P. (1994): Asset-Backed-Securities – Ein innovatives Instrument zur Finanzierung deutscher Unternehmen, Wiesbaden 1994.
- o.V. (2008): Markt für Hybridkapital bricht ein, Handelsblatt vom 10.1.2008.
- o.V. (2007): Platform over-crowding, *International Securitisation Report*, 1.5.2007.
- PIASKOWSKI, W./KACZMARCZYK, J. (2008): Hybridkapital. Eine Marktübersicht, ZEW Discussion Paper No. 08-003.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (2011): Fälligkeit Standard-Mezzanin – Herausforderung für den Mittelstand?, Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie, 2011.
- RAJAN, R. G./ZINGALES, L. (1995): What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, *Journal of Finance*, Vol. 50, N. 5, Dezember 1995, S. 1421 – 1460.

- RAMB, F. (1998): Finanzierungsstrukturen im Vergleich – Eine Analyse europäischer Unternehmen, ZEW, Mai 1998.
- REDLEFSEN, M./EIBEN, J. (2006): Finanzierung von Familienunternehmen, INTES Zentrum für Familienunternehmen, Vallendar 2006.
- RIESENHUBER, F. (2007): Grosszahlige empirische Forschung, in: Alber, S. et al. (Hrsg.): Methodik der empirischen Forschung, 2. Auflage, Wiesbaden 2007.
- ROSS, S. A. (1977): The Determination of Financial Structure – The Incentive-Signalling Approach, Bell Journal of Economics, Vol. 8, No. 1, Frühjahr 1977, S. 23 – 40.
- ROTHSCHILD, M./STIGLITZ, J. E. (1976): Equilibrium in Competitive Insurance Markets – An Essay on the Economics of Imperfect Information, Quarterly Journal of Economics, Vol. 90, No. 4, November 1976, S. 629 – 649.
- RUDOLPH, B. (2004): Analyse hybrider Finanzinstrumente: Mezzanine-Kapital, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 1/2004, S. 12 – 16.
- SANIO, J. (2002): Basel II und der Mittelstand, Vortrag anlässlich der Mitgliederversammlung 2002 des Bankenverbandes Baden-Württemberg e.V. am 11.7.2002 in Stuttgart.
- SCHULTE, C. (2007): Eigenkapitalausstattung und Finanzierungsverhalten grosser mittelständischer Unternehmen in Deutschland – Theoretische Aspekte und empirische Analyse, Dissertation, 2007.
- SEGBERS, K./SIEMES A. (2005): Mittelständische Unternehmen und ihr Kommunikationsverhalten gegenüber der Bank, Finanz Betrieb, Bd. 4 2005, S. 229 – 237.
- SHANKEN, J./SMITH, C. W. (1996): Implications of capital markets research for corporate finance, Financial Management, Vol. 25, No. 1, Frühjahr 1996, S. 98 – 104.

- SPENCE, M. (1973): Job Market Signaling, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87, No. 3, August 1973, S. 355 – 374.
- STÄGLICH, J./TELLER, S. (2006): Mittelstandsfinanzierung – Mit dem Geschäftsmodell-Ansatz mehr Ergebnis, mehr Kundenbindung, Finanzierungssicherheit und Wertentwicklung schaffen, Wiesbaden 2006.
- STEINER, M./SCHIFFEL, S. (2006): Mittelstandsfinanzierung in Deutschland: Struktur und Rahmenbedingungen, in: Bösl/Sommer (Hrsg.): *Mezzanine Finanzierung – Betriebswirtschaft Zivilrecht Steuerrecht Bilanzrecht*, München 2006.
- STULZ, R. (1990): Managerial Discretion and optimal Financing Policies, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, Issue 1, S. 3 – 27.
- SÜCHTING, J. (1995): *Finanzmanagement: Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung*, 6. vollst. überarb. und erw. Aufl., Gabler, Wiesbaden 1995.
- TITMAN, S. (1984): The effect of capital structure on a firm's liquidation decision, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, Issue 1, März 1984, S. 137 – 151.
- TITMAN, S./WESSELS, R. (1988): The Determinants of Capital Structure Choice, *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 1, März 1988, S. 1 – 19.
- WERNER, H. S. (2007): *Mezzanine-Kapital – Mit Mezzanine-Finanzierung die Eigenkapitalquote erhöhen*, 2. aktualisierte Auflage, Köln 2007.
- WEISE, S. (2003): Wachstumsfinanzierung durch Private Equity und Mezzanine – Chancen, Anforderungen und Grenzen, in: Kienbaum, J./Börner, C. J. (Hrsg.): *Neue Finanzierungswege für den Mittelstand – Von der Notwendigkeit zu den Gestaltungsformen*, Wiesbaden 2003.
- ZENTRUM FÜR EUROPÄISCHE WIRTSCHAFTSFORSCHUNG/INSTITUT FÜR MITTELSTANDSFORSCHUNG im Auftrag der (Hrsg.) STIFTUNG

FAMILIENUNTERNEHMEN (2009): Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen, München 2009.

# Anhang

## 1. Fragebogen

### 1.1. Screen Shots



Lieber PREPS-Teilnehmer

Sicherlich haben Sie über die CEG, die Medien oder Ihre Bank erfahren, dass es in den letzten Monaten keine neuen PREPS-Transaktionen mehr gab und auf Grund der weiter anhaltenden Kapitalmarktverwerfungen auch in naher Zukunft mit keiner Programm-Mezzanine-Transaktion zu rechnen ist.

In der Zukunft könnte Mezzanine stattdessen abseits des standardisierten Mezzaninevertrags angeboten werden, beispielsweise über einen Mezzanine-Fund, der auch individuellere Verträge abschliessen könnte.

Mit dem folgenden Fragebogen soll untersucht werden, was für Sie als Teilnehmer an einer PREPS-Transaktion bei der Entscheidung im Vordergrund stand und wie für Sie ein optimaler Finanzierungsvertrag aussehen könnte. Insofern werden die Ergebnisse auch dazu beitragen, dass sich das Finanzierungsangebot für Sie und den deutschen Mittelstand verbessert.

Der Fragebogen ist im Rahmen meines Dissertationsprojektes an den Universitäten Koblenz-Landau (Prof. Dr. Thomas Burkhardt) und School of Finance and Management Frankfurt (Prof. Dr. Ursula Walther) entwickelt worden und wird von der Capital Efficiency Group AG unterstützt.

Idealer Weise wird dieser Fragebogen von der Person ausgefüllt, welche sich in Ihrem Unternehmen am intensivsten mit der Entscheidung beschäftigt hat, die mezzanine Finanzierung PREPS zu verwenden. Die Befragung wird circa 15 bis 20 Minuten dauern.

Für Rückfragen, Unklarheiten und Kommentare bei der Beantwortung der Fragen stehe ich Ihnen natürlich gerne zur Verfügung: [jan.rickers@ceg-ag.com](mailto:jan.rickers@ceg-ag.com) oder +41 41 760 20 15. Zusätzlich befindet sich auf jeder Seite unten ein Kommentarfeld, welches Sie ausfüllen können, sofern Sie zu einer der Fragen der entsprechenden Seite zusätzliche Kommentare haben.

Schon jetzt möchte ich mich herzlich für Ihre Teilnahme an der Befragung bedanken und versichere Ihnen, dass sämtliche von Ihnen gemachte Aussagen streng vertraulich behandelt und nur im Zusammenhang mit dieser Arbeit verwendet werden!

Jan Rickers

Weiter





Vorab einige Hinweise:

Sämtliche Fragen beziehen sich, wenn nicht ausdrücklich als abweichend gekennzeichnet, auf den Zeitpunkt der PREPS-Finanzierung. In erster Linie soll erforscht werden, aus welchen Motiven heraus Unternehmen sich für die PREPS-Finanzierung entschieden haben und ob Merkmale des Unternehmens, des Finanzentscheiders und der Finanzierungssituation einen Einfluss auf die Wahl bezüglich der Finanzierung hatten.

Die Befragung gliedert sich daher in die Abschnitte

1. Fragen zum Unternehmen
2. Fragen zum Finanzentscheider
3. Fragen zur Finanzierungssituation
4. Gründe für die Entscheidung für PREPS

Sollte Ihr Unternehmen mehrfach an PREPS teilgenommen haben, beziehen sich die Fragen auf die letzte Teilnahme.

Zurück

Weiter



## 1. Fragen zum Unternehmen

**Unter welcher Rechtsform firmiert Ihr Unternehmen?**

Falls keine Rechtsform zutrifft, kreuzen Sie bitte die am besten passende an.

- GmbH
- GmbH & Co KG.
- AG
- OHG oder Einzelkaufmann
- Keine Angaben

**Ist Ihr Unternehmen inhabergeführt?**

- Das Unternehmen ist zu 100% inhabergeführt.
- Das Unternehmen ist mehrheitlich inhabergeführt.
- Das Unternehmen ist minderheitlich inhabergeführt.
- Die Gesellschafter sind nicht in der Geschäftsführung vertreten.
- Keine Angaben

**In welchem Umfang informiert Ihr Unternehmen Aussenstehende?**

Mit Aussenstehenden sind Banken, andere Kapitalgeber, Kunden, Lieferanten und die allgemeine Öffentlichkeit (bspw. über die Homepage des Unternehmens) gemeint.

- Es wird so wenig Information wie möglich kommuniziert.
- Zumindest Banken werden aktiv mit freiwilligen Informationen versorgt.
- Die Umwelt wird allgemein mit freiwilligen Informationen versorgt (bspw. Veröffentlichung von Finanzkennzahlen auf der Homepage).
- Keine Angaben

**Wieviel Umsatz machte Ihr Unternehmen im Jahr der PREPS-Finanzierung?**

Falls ein Konzernabschluss aufgestellt wird bezieht sich die Frage auf den Konzernumsatz.

- unter 20 Millionen Euro
- 20 bis 50 Millionen Euro
- 50 bis 100 Millionen Euro
- 100 bis 250 Millionen Euro
- 250 bis 500 Millionen Euro
- über 500 Millionen Euro
- Keine Angaben

**Wie hat sich der Umsatz in den 3 Jahren vor der PREPS-Finanzierung entwickelt?**

Falls ein Konzernabschluss aufgestellt wird bezieht sich die Frage auf die Entwicklung des Konzernumsatzes.

- Durchschnittliches jährliches Wachstum über 25%
- Durchschnittliches jährliches Wachstum zwischen 15% und 25%
- Durchschnittliches jährliches Wachstum zwischen 5% und 15%
- Stagnierend (Durchschnittliches jährliches Wachstum zwischen -5% und +5%)
- Durchschnittliche jährliche Abnahme zwischen 5% und 15%
- Durchschnittliche jährliche Abnahme zwischen 15% und 25%
- Durchschnittliche jährliche Abnahme über 25%
- Keine Angaben

**Wie hat sich der Umsatz in der Zeit nach der PREPS-Finanzierung entwickelt?**

Bitte berücksichtigen Sie ausschliesslich den Zeitraum von der PREPS-Finanzierung bis zum Beginn der sogenannten Finanzkrise. Falls ein Konzernabschluss aufgestellt wird bezieht sich die Frage auf die Entwicklung des Konzernumsatzes.

- Durchschnittliches jährliches Wachstum über 25%
- Durchschnittliches jährliches Wachstum zwischen 15% und 25%
- Durchschnittliches jährliches Wachstum zwischen 5% und 15%
- Stagnierend (Durchschnittliches jährliches Wachstum zwischen -5% und +5%)
- Durchschnittliche jährliche Abnahme zwischen 5% und 15%
- Durchschnittliche jährliche Abnahme zwischen 15% und 25%
- Durchschnittliche jährliche Abnahme über 25%
- Keine Angaben

**Welche Aussage beschreibt Ihr Unternehmen am besten?**

- Die Branche zeichnet sich durch eine stabile oder konstante Entwicklung aus.
- Die Branche entwickelt sich zyklisch (eher regelmässige Auf- und Abbewegungen).
- Die Branche entwickelt sich volatil (eher zufällige Auf- und Abbewegungen).
- Keine Angaben

**Wie entwickelt sich der Umsatzanteil Ihres Unternehmens zur Branche?**

- Umsatzanteil wächst deutlich im Vergleich zum Branchendurchschnitt.
- Umsatzanteil wächst leicht im Vergleich zum Branchendurchschnitt.
- Umsatzanteil entwickelt sich analog zum Branchendurchschnitt.
- Umsatzanteil fällt leicht im Vergleich zum Branchendurchschnitt.
- Umsatzanteil fällt deutlich im Vergleich zum Branchendurchschnitt.
- Keine Angaben

**Wie ist Ihr Hauptabsatzmarkt?**

- Regional
- National
- Europäisch
- International
- Keine Angaben

**Wie intensiv ist der Wettbewerb in Ihrem Hauptabsatzmarkt?**

- Es gibt zahlreiche Wettbewerber und der Markt ist eher transparent - Atomistische Marktstruktur
- Es gibt wenige Wettbewerber mit vergleichbaren Produkten - Oligopolistische Marktstruktur
- Es gibt einen Wettbewerber mit vergleichbaren Produkten - Duopolistische Marktstruktur
- Es gibt keinen Wettbewerber mit vergleichbaren Produkten - Monopolistische Marktstruktur
- Keine Angaben

Hier können Sie Kommentare zu den Fragen dieser Seite abgeben.

[Zurück](#)[Weiter](#)



#### In welcher Branche ist Ihr Unternehmen tätig?

Wenn mehrere Branchen zutreffen geben Sie bitte die ertragsstärkste Branche an.

- Land- und Forstwirtschaft, Fischerei und Fischzucht
- Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden
- Ernährungsgewerbe und Tabakverarbeitung
- Textil- und Bekleidungsindustrie
- Ledergewerbe
- Holzgewerbe
- Papiergewerbe
- Verlagsgewerbe
- Druckgewerbe, Vervielfältigung von bespielten Trägern
- Kokerei und Mineralölverarbeitung
- Herstellung und Verarbeitung von Spalt- und Brutstoffen
- Chemische Industrie
- Herstellung von pharmazeutischen Erzeugnissen
- Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren
- Glasgewerbe, Keramik, Verarbeitung von Steinen und Erden
- Herstellung von Zement, Kalk, Gips und Erzeugnissen aus Beton
- Metallerzeugung und -bearbeitung, Herstellung von Metallerzeugnissen
- Maschinenbau
- Herstellung von Büromaschinen, Datenverarbeitungsgeräten und -einrichtungen; Elektrotechnik, Feinmechanik, Optik
- Schiffbau
- Luft- und Raumfahrzeugbau
- Anderer Fahrzeugbau (Kraftwagen, Schienenfahrzeuge, Krafträder, Fahrräder)
- Herstellung von Möbel, Schmuck, Musikinstrumenten, Sportgeräten, Spielwaren und sonstigen Erzeugnissen
- Rückgewinnung, Recycling
- Elektrizitätsversorgung
- Gasversorgung
- Wasserversorgung, Fernwärmeversorgung
- Baugewerbe
- Handel; Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen und Gebrauchsgütern
- Gastgewerbe
- Verkehr- und Nachrichtenübermittlung
- Kredit- und Versicherungsgewerbe, Grundstücks- und Wohnungswesen, Vermietung beweglicher Sachen (ohne Bedienungspersonal)
- Datenverarbeitung, Informationstechnik
- Forschung und Entwicklung, Architektur- und Ingenieurbüro
- Erbringung von Dienstleistungen für Unternehmen
- Öffentliche Verwaltung, Verteidigung, Sozialversicherung
- Erziehung und Unterricht
- Gesundheits-, Veterinär- und Sozialwesen
- Erbringung von sonstigen öffentlichen und persönlichen Dienstleistungen
- Keine Angaben

#### Wie wurde die Bonität Ihrer Branche zum Zeitpunkt der Finanzierung wahrgenommen?

Haben Sie den Eindruck, dass Banken die Bonität Ihrer Branche besser oder schlechter einschätzen als die Bonität anderer Branchen?

- Unsere Branche wird als bonitätsstärker wahrgenommen als der Durchschnitt.
- Unsere Branche wird als durchschnittlich bonitätsstark wahrgenommen.
- Unsere Branche wird als bonitätsschwächer wahrgenommen als der Durchschnitt.
- Keine Angaben

#### Wie sahen Sie die Bonität Ihres Unternehmens im Vergleich zu der Bonität Ihrer Branche zum Zeitpunkt der PREPS-Finanzierung?

- Eigene Bonität ist stärker als Branchendurchschnitt.
- Eigene Bonität entspricht ungefähr dem Branchendurchschnitt.
- Eigene Bonität ist schwächer als Branchendurchschnitt.
- Keine Angaben

#### Wie hat sich die Bonität Ihres Unternehmens nach der PREPS-Finanzierung entwickelt?

Bitte berücksichtigen Sie ausschließlich den Zeitraum von der PREPS-Finanzierung bis zum Beginn der sogenannten Finanzkrise.

- Bonität hat sich deutlich verbessert.
- Bonität hat sich leicht verbessert.
- Bonität ist ungefähr konstant geblieben.
- Bonität hat sich leicht verschlechtert.
- Bonität hat sich deutlich verschlechtert.
- Keine Angaben

**Bitte geben Sie die Bilanzsumme zum Zeitpunkt der Finanzierung an.**

Sofern es einen Konzernabschluss gibt bezieht sich die Frage auf die Konzernzahlen. Falls Sie erhaltene Anzahlungen aktiviert hatten, ist die Bilanzsumme mit passivierten erhaltenen Anzahlungen gemeint.

- Unter 15 Millionen Euro  
 15 bis 50 Millionen Euro  
 50 bis 100 Millionen Euro  
 100 bis 250 Millionen Euro  
 250 bis 500 Millionen Euro  
 Über 500 Millionen Euro  
 Keine Angaben

**Bitte geben Sie für die verschiedenen Bilanzpositionen die ungefähre Größen an, welche dem bei der PREPS-Finanzierung zu Grunde liegenden Jahresabschluss entsprachen.****Eigenkapital**

- 0 %    10%    20%    30%    40%    50%    60%    70%    80%    90%    100%    keine Angaben

**Rückstellungen und Sonderposten**

- 0 %    10%    20%    30%    40%    50%    60%    70%    80%    90%    100%    keine Angaben

**Fremdkapital (RLZ < 1 Jahr)**

- 0 %    10%    20%    30%    40%    50%    60%    70%    80%    90%    100%    keine Angaben

**Fremdkapital (RLZ > 1 Jahr)**

- 0 %    10%    20%    30%    40%    50%    60%    70%    80%    90%    100%    keine Angaben

**Sachanlagevermögen**

- 0 %    10%    20%    30%    40%    50%    60%    70%    80%    90%    100%    keine Angaben

**Umlaufvermögen**

- 0 %    10%    20%    30%    40%    50%    60%    70%    80%    90%    100%    keine Angaben

Hier können Sie Kommentare zu den Fragen dieser Seite abgeben.

[Zurück](#)[Weiter](#)



## 2. Fragen zum Finanzentscheider

### Was war Ihre Position im Unternehmen zum Zeitpunkt der PREPS-Finanzierung?

- Geschäftsführender Gesellschafter  
 Angestellter Geschäftsführer  
 CFO  
 sonstige   
 Keine Angaben

### Haben Sie in Ihrer beruflichen Laufbahn in einem Unternehmen gearbeitet, welches eine Finanzkrise durchstehen musste?

Diese Frage bezieht sich nicht zwangsläufig auf das PREPS-finanzierte Unternehmen, sondern auf Ihre berufliche Erfahrung.

- Ja  
 Nein  
 Keine Angaben

### Existiert für das PREPS-finanzierte Unternehmen eine Finanzplanung?

- nein  
 1-Jahresplanung  
 2- oder 3-Jahresplanung  
 4- oder 5-Jahresplanung  
 sonstige Planung   
 Keine Angaben

### Bitte geben Sie die Wichtigkeit der folgend genannten Finanzierungsziele an. 0 bedeutet vollkommen unwichtig, 10 bedeutet sehr wichtig

<b>Niedrige Finanzierungskosten</b>	<input type="radio"/> 0	<input type="radio"/> 1	<input type="radio"/> 2	<input type="radio"/> 3	<input type="radio"/> 4	<input type="radio"/> 5	<input type="radio"/> 6	<input type="radio"/> 7	<input type="radio"/> 8	<input type="radio"/> 9	<input type="radio"/> 10
<b>Geringe Mitwirkungsrechte der Kapitalgeber</b>	<input type="radio"/> 0	<input type="radio"/> 1	<input type="radio"/> 2	<input type="radio"/> 3	<input type="radio"/> 4	<input type="radio"/> 5	<input type="radio"/> 6	<input type="radio"/> 7	<input type="radio"/> 8	<input type="radio"/> 9	<input type="radio"/> 10
<b>Stabilität (Langfristigkeit/Sicherheit) der Finanzierung</b>	<input type="radio"/> 0	<input type="radio"/> 1	<input type="radio"/> 2	<input type="radio"/> 3	<input type="radio"/> 4	<input type="radio"/> 5	<input type="radio"/> 6	<input type="radio"/> 7	<input type="radio"/> 8	<input type="radio"/> 9	<input type="radio"/> 10
<b>Umfang der Sicherheiten</b>	<input type="radio"/> 0	<input type="radio"/> 1	<input type="radio"/> 2	<input type="radio"/> 3	<input type="radio"/> 4	<input type="radio"/> 5	<input type="radio"/> 6	<input type="radio"/> 7	<input type="radio"/> 8	<input type="radio"/> 9	<input type="radio"/> 10
<b>Flexibilität der Finanzierung (Verwendungszweck, Kündigungsmöglichkeiten seitens Unternehmens)</b>	<input type="radio"/> 0	<input type="radio"/> 1	<input type="radio"/> 2	<input type="radio"/> 3	<input type="radio"/> 4	<input type="radio"/> 5	<input type="radio"/> 6	<input type="radio"/> 7	<input type="radio"/> 8	<input type="radio"/> 9	<input type="radio"/> 10

### Gibt es ein Mitglied der Geschäftsführung, welches in erster Linie für Finanzen verantwortlich ist?

- ja  
 nein  
 Keine Angaben

### Wer trifft in Ihrem Unternehmen Finanzentscheidungen?

Gemeint sind strategische Finanzentscheidungen und weniger das operative Tagesgeschäft im Finanzierungsbereich.

- Ein geschäftsführender Gesellschafter  
 Mehrere geschäftsführende Gesellschafter gemeinsam  
 Ein angestellter Geschäftsführer  
 Mehrere angestellte Geschäftsführer gemeinsam  
 Ein CFO  
 Ein angestellter Geschäftsführer oder CFO zusammen mit Gesellschaftern  
 sonstiger Entscheider   
 Keine Angaben

### Wie schätzen Sie die Fachkompetenz des/der Finanzentscheider ein?

- Überdurchschnittliche Kompetenz  
 Eher überdurchschnittliche Kompetenz  
 Durchschnittliche Kompetenz  
 Eher unterdurchschnittliche Kompetenz  
 Unterdurchschnittliche Kompetenz  
 Keine Angaben

### Glauben Sie, dass sich durch die Verwendung von PREPS die Stabilität Ihres Unternehmens in finanziell schwierigen Zeiten verbessert hat?

- Während PREPS in guten Zeiten hilfreich ist, um schneller zu wachsen oder zu investieren, ist es in schlechten Zeiten eher hinderlich, weil der Zinsaufwand hoch ist.  
 Durch PREPS ändert sich wenig.  
 PREPS ist in schlechten Zeiten hilfreich, weil sich der Kapitalgeber aufgrund der Nachrangigkeit und der Abwesenheit einer Besicherung in einer Krise tendenziell für die Fortführung des Unternehmens einsetzen wird.  
 Keine Angaben

**Wie verhalten sich gemäss Ihrer Erfahrungen oder Erwartungen Banken, wenn ein Unternehmen in eine finanzielle Krise rutscht?**

Mehrfachauswahl möglich!

- Banken setzen sich grundsätzlich eher für die Fortführung als für die Liquidierung eines Unternehmens ein.
- Banken setzen sich für die Fortführung ein, wenn ihre Kredite schlecht besichert sind oder nachrangig sind.
- Banken verhalten sich neutral.
- Banken setzen sich eher für die Liquidierung ein bzw. stellen Kredite fällig, bspw. weil sie gut besichert sind oder vorrangig sind.
- Banken bringen Unternehmen gelegentlich in eine unnötige Krise, indem sie Kredite fällig stellen, obwohl sich keine (gravierenden) Probleme abzeichnen.
- Zusätzliche Angaben
- keine Angaben

**Hier können Sie Kommentare zu den Fragen dieser Seite abgeben.**[Zurück](#)[Weiter](#)



**3. Fragen zur Finanzierungssituation**

**An welcher Mezzanine-Transaktion haben Sie teilgenommen und welchen Betrag haben Sie aufgenommen?**

Wenn Sie neben Ihrer Teilnahme an PREPS auch an anderen Programm-Mezzanine-Transaktionen teilgenommen haben (bspw. HEAT - HSBC, EquiNotes - Deutsche Bank/DKB, MezzCap - Commerzbank), geben Sie bitte die Namen und Beträge in den Zeilen "Sonstige Transaktion 1 - 3" an.

	1 bis 2.9 Millionen Euro	3 bis 4.9 Millionen Euro	5 bis 6.9 Millionen Euro	7 bis 8.9 Millionen Euro	9 bis 10.9 Millionen Euro	11 bis 12.9 Millionen Euro	13 bis 14.9 Millionen Euro	über 15 Millionen Euro	keine Angaben
PREPS 2004-1	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
PREPS 2004-2	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
PREPS 2005-1	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
PREPS 2005-2	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
PREPS 2006-1	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
PREPS 2007-1	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sonstige Transaktion 1 <input type="text"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sonstige Transaktion 2 <input type="text"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sonstige Transaktion 3 <input type="text"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**Wie sind Sie auf die PREPS-Finanzierung aufmerksam geworden?**

Falls Sie an mehreren Transaktionen teilgenommen haben: Wie sind Sie auf Ihre erste Transaktion aufmerksam geworden?

- Durch die Bank, welche die Transaktion durchführt bzw. der Plattform angehört
- Durch eine andere Bank
- Durch einen Steuerberater oder Wirtschaftsprüfer oder sonstigen externen Berater
- Durch einen Verband (z.B. IHK, BDI)
- Durch die Medien (z.B. Handelsblatt)
- Durch ein anderes Unternehmen
- Durch die CEG direkt
- sonstiger Weg
- keine Angaben

**Wofür wollten/haben Sie die PREPS-Finanzierung verwendet?**

Sollten mehrere Antworten zutreffen geben Sie bitte den Hauptverwendungszweck an.

- Substitution von kurzfristigen Bankmitteln (bilanzsummenneutral)
- Substitution von langfristigen Bankmitteln (bilanzsummenneutral)
- Substitution von mezzaninen Mitteln (bilanzsummenneutral)
- Substitution von Eigenkapital (bilanzsummenneutral)
- Investition in Anlagevermögen (bilanzsummenverlängernd)
- Kauf eines Unternehmens (bilanzsummenverlängernd)
- Finanzierung von Wachstum (bilanzsummenverlängernd)
- Rollend zur Zwischen-/Vorfinanzierung von Projekten/Investitionen (bilanzsummenverlängernd)
- Zusätzliche Liquidität, z.B. "Kriegskasse" (bilanzsummenverlängernd)
- sonstiger Zweck
- keine Angaben

**Stand der Verwendungszweck bei Bewerbung für die PREPS-Finanzierung fest?**

- ja - und die Finanzmittel wurden auch entsprechend eingesetzt
- ja - die Finanzmittel wurden jedoch rückblickend abweichend verwendet
- nein
- Keine Angaben

**Welche Alternativen haben Sie zur verwendeten PREPS-Finanzierung geprüft?**

Achtung: Es können mehrere Antworten angekreuzt werden!

- Kurzfristige Bankmittel
- Langfristige Bankmittel
- Andere standardisierte mezzanine Finanzierungen
- Individuelle mezzanine Finanzierungen
- Eigenmittel intern (Thesaurierung von Gewinnen)
- Eigenmittel extern (zusätzliches Kapital von Gesellschaftern/Investoren)
- Ausserbilanzielle Finanzierungen (z.B. Leasing, Factoring etc.)
- Sonstige Finanzmittel
- keine Angaben



**Welche Alternativen hätten Sie tatsächlich nutzen können (Mündliche oder schriftliche Zusage, konkretes Angebot oder sehr sichere Erwartung)?**

Achtung: Es können mehrere Antworten angekreuzt werden!

- Kurzfristige Bankmittel
- Langfristige Bankmittel
- Andere standardisierte mezzanine Finanzierungen
- Individuelle mezzanine Finanzierungen
- Eigenmittel intern (Thesaurierung von Gewinnen)
- Eigenmittel extern (zusätzliches Kapital von Gesellschaftern/Investoren)
- Ausserbilanzielle Finanzierungen (z.B. Leasing, Factoring etc)
- Sonstige Finanzmittel
- keine Angaben

**Hätten Banken die Finanzierung alternativ selbst komplett durchgeführt?**

Gab es also ein Angebot oder die Erwartung, dass statt PREPS auch eine Bankfinanzierung für die selbe Finanzierungssituation hätte eingesetzt werden können?

- ja
- nein
- keine Angaben

**Hatten Sie zum Zeitpunkt der Finanzierung noch freie Sicherheiten in höherem Umfang?**

Gemeint ist, ob genügend freie Sicherheiten für eine alternative Bankfinanzierung vorhanden waren.

- ja
- nein
- keine Angaben

**Wie viele Banken finanzierten Ihr Unternehmen zum Zeitpunkt der PREPS-Finanzierung?**

- 1 Bank
- 2 - 3 Banken
- 4 - 8 Banken
- mehr als 8 Banken
- Keine Angaben

**Wie hat sich die Anzahl Ihrer Bankverbindungen seit der PREPS-Finanzierung verändert?**

- Es sind mehr Bankverbindungen geworden.
- Es sind in etwa gleich viele Bankverbindungen geblieben.
- Es sind weniger Bankverbindungen geworden.
- Keine Angaben

**Haben Sie zum Zeitpunkt der PREPS-Finanzierung eine Hausbank gehabt?**

- ja
- nein
- Keine Angaben

**Wie hat sich die Beziehung zur Hausbank seit der PREPS-Finanzierung entwickelt?**

- Sie ist wichtiger geworden.
- Sie ist in etwa gleich geblieben.
- Sie ist unwichtiger geworden.
- Keine Angaben

Hier können Sie Kommentare zu den Fragen dieser Seite abgeben.

[Zurück](#)[Weiter](#)



#### 4. Gründe für die Entscheidung für PREPS

Bitte geben Sie bei den folgenden Aussagen an, in wie weit sie auf Ihre Entscheidung zutrafen, PREPS zu verwenden. Sie können mehrere Aussagen gleich gewichten, wenn es gleichrangige Ziele gab.

**Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil es für das Finanzierungsvorhaben keine alternativen Finanzierungsmöglichkeiten gab.**

- Trifft gar nicht zu.  
  Trifft eher nicht zu.  
  Trifft eher zu.  
  Trifft vollkommen zu.  
  Keine Angaben

**Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil keine Sicherheiten erforderlich sind.**

- Trifft gar nicht zu.  
  Trifft eher nicht zu.  
  Trifft eher zu.  
  Trifft vollkommen zu.  
  Keine Angaben

**Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil so für zukünftige (zum damaligen Zeitpunkt bereits bekannte oder aber auch noch unbekannt) Finanzierungsvorhaben noch Spielraum für Fremdkapital bleibt.**

- Trifft gar nicht zu.  
  Trifft eher nicht zu.  
  Trifft eher zu.  
  Trifft vollkommen zu.  
  Keine Angaben

**Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil es keinen vertraglich fixierten Verwendungszweck gibt und somit eine über die Laufzeit flexible Mittelverwendung möglich ist.**

Im Gegensatz zu vielen Fremdkapitalverträgen von Banken wurde bei PREPS nicht schriftlich vereinbart, wie das Geld eingesetzt werden muss. Es wurden höchstens wenige Verwendungen explizit ausgeschlossen.

- Trifft gar nicht zu.  
  Trifft eher nicht zu.  
  Trifft eher zu.  
  Trifft vollkommen zu.  
  Keine Angaben

**Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil sich die PREPS-Kapitalgeber in einer möglichen Unternehmenskrise für die Fortführung des Unternehmens einsetzen werden.**

Aufgrund der Abwesenheit von Besicherung, der Abwesenheit von ordentlichen Kündigungsrechten und der Nachrangigkeit der PREPS-Finanzierung ist eine Fortführung des finanzierten Unternehmens regelmässig einer Liquidierung vorzuziehen.

- Trifft gar nicht zu.  
  Trifft eher nicht zu.  
  Trifft eher zu.  
  Trifft vollkommen zu.  
  Keine Angaben

**Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil so die Abhängigkeit von bestehenden Kapitalgebern reduziert werden kann.**

Gemeint ist nicht die Ablösung von Kapitalgebern durch die PREPS-Mittel, sondern die Stärkung der eigenen Position für zukünftige Verhandlungen mit den übrigen Kapitalgebern.

- Trifft gar nicht zu.  
  Trifft eher nicht zu.  
  Trifft eher zu.  
  Trifft vollkommen zu.  
  Keine Angaben

**Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, um andere Kapitalgeber abzulösen.**

Ziel ist ein angenehmeres oder unproblematischeres Zusammenleben mit den Kapitalgebern des Unternehmens. Kapitalgeber können hier Fremd-, Mezzanine- oder Eigenkapitalgeber sein.

- Trifft gar nicht zu.  
  Trifft eher nicht zu.  
  Trifft eher zu.  
  Trifft vollkommen zu.  
  Keine Angaben

Hier können Sie Kommentare zu den Fragen dieser Seite abgeben.

[Zurück](#)
[Weiter](#)



**Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, um gegenüber Wettbewerbern Stärke zu zeigen oder Wettbewerber einzuschüchtern.**

Beispielsweise, um Wettbewerbern zu demonstrieren, dass weiterer Wachstum angestrebt wird.

- Trifft gar nicht zu.
  Trifft eher nicht zu.
  Trifft eher zu.
  Trifft vollkommen zu.
  Keine Angaben

**Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, um eigene Bonitätsstärke zu zeigen.**

Gemeint ist zum einen, dass öffentlich bekannt ist, dass alle mit PREPS finanzierten Unternehmen mindestens Investment Grade sind und zum anderen, dass auch Moody's RiskCalc Beurteilungen durchgeführt worden.

- Trifft gar nicht zu.
  Trifft eher nicht zu.
  Trifft eher zu.
  Trifft vollkommen zu.
  Keine Angaben

**Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil diese als innovativ gilt oder so wahrgenommen wird.**

- Trifft gar nicht zu.
  Trifft eher nicht zu.
  Trifft eher zu.
  Trifft vollkommen zu.
  Keine Angaben

**Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil Kapitalmarktfinanzierungen attraktiv sind.**

Kapitalmarktfinanzierungen sind bis PREPS nur sehr grossen Unternehmen vorbehalten gewesen. Elemente wie Closing Dinner, Ratings, Tomb Stones, Pressemitteilungen machen PREPS attraktiver im Vergleich zu klassischen Finanzierungen.

- Trifft gar nicht zu.
  Trifft eher nicht zu.
  Trifft eher zu.
  Trifft vollkommen zu.
  Keine Angaben

**Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil im Gegensatz zu Eigenkapitalinvestoren oder alternativen Mezzanineinvestoren für PREPS relativ wenig Informationen vor und nach Kapitalvergabe preisgegeben werden mussten.**

- Trifft gar nicht zu.
  Trifft eher nicht zu.
  Trifft eher zu.
  Trifft vollkommen zu.
  Keine Angaben

**Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, um die Abhängigkeit von einer oder mehreren Banken zu reduzieren.**

Es wurde eine oder mehrere Bank(en) abgelöst oder zumindest die Abhängigkeit auf Grund schlechter Erfahrungen oder prophylaktisch bewusst reduziert.

- Trifft gar nicht zu.
  Trifft eher nicht zu.
  Trifft eher zu.
  Trifft vollkommen zu.
  Keine Angaben

**Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil sich das Unternehmen so eine zusätzliche Finanzierungsquelle erschliessen konnte.**

Die PREPS-Finanzierung bot einen neuen Finanzierungsbaustein neben Banken (FK) und Gesellschaftern (EK) und machte so die Unternehmensfinanzierung stabiler. Der Kreis der Kapitalgeber konnte durch PREPS erweitert werden.

- Trifft gar nicht zu.
  Trifft eher nicht zu.
  Trifft eher zu.
  Trifft vollkommen zu.
  Keine Angaben

**Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil sie die Unternehmensfinanzierung stabiler macht.**

Im Gegensatz zur vorherigen Frage geht es hier nicht um Stabilität durch verschiedene Finanzierungsquellen, sondern um Stabilität der einzelnen Finanzierung durch die im Falle von PREPS relativ lange Laufzeit und das nicht Vorhandensein von ordentlichen Kündigungsrechten.

- Trifft gar nicht zu.
  Trifft eher nicht zu.
  Trifft eher zu.
  Trifft vollkommen zu.
  Keine Angaben

**Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil sie günstiger ist als alternative mezzanine Finanzierungen.**

Gemeint ist insbesondere die Ablösung oder zukünftige Absicht der Ablösung einer bestehenden mezzaninen Finanzierung durch PREPS.

- Trifft gar nicht zu.
  Trifft eher nicht zu.
  Trifft eher zu.
  Trifft vollkommen zu.
  Keine Angaben

**Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil so die gesamte Finanzierung eines Projekts oder des Unternehmens günstiger wurde.**

Es hätte keine mezzanine Finanzierung verwendet werden müssen, aber durch die mezzanine Finanzierung wurde das Rating besser oder blieb stabil, so dass die Bankzinsen sanken oder zumindest stabil blieben.

- Trifft gar nicht zu.    Trifft eher nicht zu.    Trifft eher zu.    Trifft vollkommen zu.    Keine Angaben

**Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil eine oder mehrere Banken dies dem Unternehmen nahegelegt haben.**

Es war eher der Wunsch der Bank als der Wunsch des Unternehmens, die PREPS-Finanzierung zu verwenden.

- Trifft gar nicht zu.    Trifft eher nicht zu.    Trifft eher zu.    Trifft vollkommen zu.    Keine Angaben

**Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil externe Dritte (z.B. Steuerberater, Wirtschaftsprüfer, Unternehmensberater) dies dem Unternehmen nahegelegt haben.**

Es war eher der Wunsch externer Dritter als der Wunsch des Unternehmens, die PREPS-Finanzierung zu verwenden.

- Trifft gar nicht zu.    Trifft eher nicht zu.    Trifft eher zu.    Trifft vollkommen zu.    Keine Angaben

**Hier können Sie Kommentare zu den Fragen dieser Seite abgeben.**

Zurück

Weiter

**Würden Sie sich, die damaligen Umstände vorausgesetzt, erneut für die verwendete PREPS-Finanzierung entscheiden?**

Gemeint ist, dass die Finanzierungssituation, das wirtschaftliche Umfeld, die Bonität Ihres Unternehmens etc. identisch ist, Sie aber mittlerweile Erfahrungen mit der PREPS-Finanzierung gemacht haben und nicht nur auf Basis der Verträge entscheiden müssten.

- ja       nein       Keine Angaben

**Hier können Sie freiwillig Ihre Kontaktdaten angeben, falls Sie für etwaige Rückfragen zur Verfügung stehen würden.**

Eine zusätzliche telefonische Befragung ist grundsätzlich nicht geplant, es könnte jedoch im Verlauf der Auswertung interessant werden, wenige vertiefende Interviews zu führen. Ich wäre Ihnen daher sehr dankbar, wenn Sie Ihre Kontaktdaten angeben.

Ansprechpartner (Vorname,  
Nachname)

Telefonnummer

E-Mail Adresse

Unternehmen

**Hier können Sie Kommentare zu den Fragen dieser Seite abgeben.**[Zurück](#)[Weiter](#)



---

Herzlichen Dank für Ihre Teilnahme an der Umfrage!

Jan Rickers

Fenster schließen

## 1.2. Code Book

Das Code Book verbindet die Screenshots mit dem Datensatz. Im Code Book werden die Variablen in der Reihenfolge des Fragebogens aufgeführt und die Codierungen dargestellt. Für jede Variable findet sich die Bezeichnung (bspw. v\_154), der Datentyp (bspw. int; steht für integer, d.h. Ganzzahl) und die Ausprägungen (bspw. 1 = GmbH, 2 = GmbH & Co. KG, 3 = AG, 4 = OHG oder Einzelkaufmann, 5 = keine Angaben).<sup>291</sup>

<b>Mittelstandsbefragung</b>				
<b>Projekt-ID</b>	45093			
<b>URL der Umfrage</b>	<a href="http://ww3.unipark.de/uc/KO_Uni_Koblenz_Mngmt_Rickers_t/e752/">http://ww3.unipark.de/uc/KO_Uni_Koblenz_Mngmt_Rickers_t/e752/</a>			
<b>Datum (GMT)</b>	15-07-2009 08:49:45			
<b>3</b>	<b>Anfang (PGID 239372)</b>			
<b>4</b>	<b>Erläuterungen (PGID 414214)</b>			
<b>5</b>	<b>Fragen zum Unternehmen 1 (PGID 239374)</b>			
<b>Unter welcher Rechtsform firmiert Ihr Unternehmen? (q_754095 - Typ 111)</b>				
v_154	v_154		int	Rechtsform
			1	GmbH
			2	GmbH & Co KG.
			3	AG
			4	OHG oder Einzelkaufmann
			5	Keine Angaben
<b>Ist Ihr Unternehmen inhabergeführt? (q_754097 - Typ 111)</b>				
v_155	v_155		int	Inhabergeführt?
			1	Das Unternehmen ist zu 100% inhabergeführt.
			2	Das Unternehmen ist mehrheitlich inhabergeführt.
			3	Das Unternehmen ist minderheitlich inhabergeführt.
			4	Die Gesellschafter sind nicht in der Geschäftsführung vertreten.
			5	Keine Angaben

<sup>291</sup> Global Park GmbH (2007), S. 385.

<b>In welchem Umfang informiert Ihr Unternehmen Aussenstehende? (q_754098 - Typ 111)</b>				
v_156	v_156		int	Sensibilität von Informationen
			1	<i>Es wird so wenig Information wie möglich kommuniziert.</i>
			2	<i>Zumindest Banken werden aktiv mit freiwilligen Informationen versorgt.</i>
			3	<i>Die Umwelt wird allgemein mit freiwilligen Informationen versorgt (bspw. Veröffentlichung von Finanzkennzahlen auf der Homepage).</i>
			4	<i>Keine Angaben</i>
<b>Wieviel Umsatz machte Ihr Unternehmen im Jahr der PREPS-Finanzierung? (q_437702 - Typ 111)</b>				
v_9	v_9		int	Umsatzgrösse bei Teilnahme
			1	<i>unter 20 Millionen Euro</i>
			2	<i>20 bis 50 Millionen Euro</i>
			3	<i>50 bis 100 Millionen Euro</i>
			4	<i>100 bis 250 Millionen Euro</i>
			5	<i>250 bis 500 Millionen Euro</i>
			6	<i>über 500 Millionen Euro</i>
			7	<i>Keine Angaben</i>
<b>Wie hat sich der Umsatz in den 3 Jahren vor der PREPS-Finanzierung entwickelt? (q_437711 - Typ 111)</b>				
v_10	v_10		int	Umsatzentwicklung vor Teilnahme
			1	<i>Durchschnittliches jährliches Wachstum über 25%</i>
			2	<i>Durchschnittliches jährliches Wachstum zwischen 15% und 25%</i>
			3	<i>Durchschnittliches jährliches Wachstum zwischen 5% und 15%</i>
			4	<i>Stagnierend (Durchschnittliches jährliches Wachstum zwischen -5% und +5%)</i>
			5	<i>Durchschnittliche jährliche Abnahme zwischen 5% und 15%</i>
			6	<i>Durchschnittliche jährliche Abnahme zwischen 15% und 25%</i>
			7	<i>Durchschnittliche jährliche Abnahme über 25%</i>



			9	Keine Angaben
<b>Wie hat sich der Umsatz in der Zeit nach der PREPS-Finanzierung entwickelt? (q_437714 - Typ 111)</b>				
v_13	v_13		int	Umsatzentwicklung nach Teilnahme
			1	Durchschnittliches jährliches Wachstum über 25%
			2	Durchschnittliches jährliches Wachstum zwischen 15% und 25%
			3	Durchschnittliches jährliches Wachstum zwischen 5% und 15%
			4	Stagnierend (Durchschnittliches jährliches Wachstum zwischen -5% und +5%)
			5	Durchschnittliche jährliche Abnahme zwischen 5% und 15%
			6	Durchschnittliche jährliche Abnahme zwischen 15% und 25%
			7	Durchschnittliche jährliche Abnahme über 25%
			9	Keine Angaben
<b>Welche Aussage beschreibt Ihr Unternehmen am besten? (q_437739 - Typ 111)</b>				
v_15	v_15		int	Zyklisch - Volatil
			1	Die Branche zeichnet sich durch eine stabile oder konstante Entwicklung aus.
			2	Die Branche entwickelt sich zyklisch (eher regelmässige Auf- und Abbewegungen).
			3	Die Branche entwickelt sich volatil (eher zufällige Auf- und Abbewegungen).
			4	Keine Angaben
<b>Wie entwickelt sich der Umsatzanteil Ihres Unternehmens zur Branche? (q_437740 - Typ 111)</b>				
v_16	v_16		int	Umsatzanteil
			1	Umsatzanteil wächst deutlich im Vergleich zum Branchendurchschnitt.
			2	Umsatzanteil wächst leicht im Vergleich zum Branchendurchschnitt.

			3	<i>Umsatzanteil entwickelt sich analog zum Branchendurchschnitt.</i>
			4	<i>Umsatzanteil fällt leicht im Vergleich zum Branchendurchschnitt.</i>
			5	<i>Umsatzanteil fällt deutlich im Vergleich zum Branchendurchschnitt.</i>
			6	<i>Keine Angaben</i>
<b>Wie ist Ihr Hauptabsatzmarkt? (q_754002 - Typ 111)</b>				
v_146	v_146		int	Hauptabsatzmarkt
			1	<i>Regional</i>
			2	<i>National</i>
			3	<i>Europäisch</i>
			4	<i>International</i>
			5	<i>Keine Angaben</i>
<b>Wie intensiv ist der Wettbewerb in Ihrem Hauptabsatzmarkt? (q_754001 - Typ 111)</b>				
v_145	v_145		int	Wettbewerb
			1	<i>Es gibt zahlreiche Wettbewerber und der Markt ist eher transparent - Atomistische Marktstruktur</i>
			2	<i>Es gibt wenige Wettbewerber mit vergleichbaren Produkten - Oligopolistische Marktstruktur</i>
			3	<i>Es gibt einen Wettbewerber mit vergleichbaren Produkten - Duopolistische Marktstruktur</i>
			4	<i>Es gibt keinen Wettbewerber mit vergleichbaren Produkten - Monopolistische Marktstruktur</i>
			5	<i>Keine Angaben</i>
<b>Hier können Sie Kommentare zu den Fragen dieser Seite abgeben. (q_838711 - Typ 142)</b>				
v_172	v_172	v_172	blob	Kommentarfeld
<b>6 Fragen zum Unternehmen 2 (PGID 414239)</b>				
<b>In welcher Branche ist Ihr Unternehmen tätig? (q_437744 - Typ 111)</b>				
v_22	v_22		int	Branche
			1	<i>Land- und Forstwirtschaft, Fischerei und Fischzucht</i>

			2	<i>Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden</i>
			3	<i>Ernährungsgewerbe und Tabakverarbeitung</i>
			4	<i>Textil- und Bekleidungsgewerbe</i>
			5	<i>Ledergewerbe</i>
			6	<i>Holzgewerbe</i>
			7	<i>Papiergewerbe</i>
			8	<i>Verlagsgewerbe</i>
			9	<i>Druckgewerbe, Vervielfältigung von bespielten Trägern</i>
			10	<i>Kokerei und Mineralölverarbeitung</i>
			11	<i>Herstellung und Verarbeitung von Spalt- und Brutstoffen</i>
			12	<i>Chemische Industrie</i>
			13	<i>Herstellung von pharmazeutischen Erzeugnissen</i>
			14	<i>Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren</i>
			15	<i>Glasgewerbe, Keramik, Verarbeitung von Steinen und Erden</i>
			16	<i>Herstellung von Zement, Kalk, Gips und Erzeugnissen aus Beton</i>
			17	<i>Metallerzeugung und -bearbeitung, Herstellung von Metallerzeugnissen</i>
			18	<i>Maschinenbau</i>
			19	<i>Herstellung von Büromaschinen, Datenverarbeitungsgeräten und -einrichtungen; Elektrotechnik, Feinmechanik, Optik</i>
			20	<i>Schiffbau</i>
			21	<i>Luft- und Raumfahrzeugbau</i>
			22	<i>Anderer Fahrzeugbau (Kraftwagen, Schienenfahrzeuge, Krafträder, Fahrräder)</i>
			23	<i>Herstellung von Möbel, Schmuck, Musikinstrumenten, Sportgeräten, Spielwaren und sonstigen Erzeugnissen</i>
			24	<i>Rückgewinnung, Recycling</i>
			25	<i>Elektrizitätsversorgung</i>
			26	<i>Gasversorgung</i>
			27	<i>Wasserversorgung, Fernwärmeversorgung</i>

			28	Baugewerbe
			29	Handel; Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen und Gebrauchsgütern
			30	Gastgewerbe
			31	Verkehr- und Nachrichtenübermittlung
			32	Kredit- und Versicherungsgewerbe, Grundstücks- und Wohnungswesen, Vermietung beweglicher Sachen (ohne Bedienungspersonal)
			33	Datenverarbeitung, Informationstechnik
			34	Forschung und Entwicklung, Architektur- und Ingenieurbüro
			35	Erbringung von Dienstleistungen für Unternehmen
			36	Öffentliche Verwaltung, Verteidigung, Sozialversicherung
			37	Erziehung und Unterricht
			38	Gesundheits-, Veterinär- und Sozialwesen
			39	Erbringung von sonstigen öffentlichen und persönlichen Dienstleistungen
			40	Keine Angaben
<b>Wie wurde die Bonität Ihrer Branche zum Zeitpunkt der Finanzierung wahrgenommen? (q_437741 - Typ 111)</b>				
v_17	v_17		int	Bonität Branche
			1	Unsere Branche wird als bonitätstärker wahrgenommen als der Durchschnitt.
			2	Unsere Branche wird als durchschnittlich bonitätsstark wahrgenommen.
			3	Unsere Branche wird als bonitätsschwächer wahrgenommen als der Durchschnitt.
			4	Keine Angaben
<b>Wie sahen Sie die Bonität Ihres Unternehmens im Vergleich zu der Bonität Ihrer Branche zum Zeitpunkt der PREPS-Finanzierung? (q_437743 - Typ 111)</b>				
v_20	v_20		int	eigene Bonität bei Teilnahme

			1	<i>Eigene Bonität ist stärker als Branchendurchschnitt.</i>
			2	<i>Eigene Bonität entspricht ungefähr dem Branchendurchschnitt.</i>
			3	<i>Eigene Bonität ist schwächer als Branchendurchschnitt.</i>
			4	<i>Keine Angaben</i>
<b>Wie hat sich die Bonität Ihres Unternehmens nach der PREPS-Finanzierung entwickelt? (q_753997 - Typ 111)</b>				
v_144	v_144		int	Bonität nach PREPS
			1	<i>Bonität hat sich deutlich verbessert.</i>
			2	<i>Bonität hat sich leicht verbessert.</i>
			3	<i>Bonität ist ungefähr konstant geblieben.</i>
			4	<i>Bonität hat sich leicht verschlechtert.</i>
			5	<i>Bonität hat sich deutlich verschlechtert.</i>
			6	<i>Keine Angaben</i>
<b>Bitte geben Sie die Bilanzsumme zum Zeitpunkt der Finanzierung an. (q_437745 - Typ 111)</b>				
v_24	v_24		int	Bilanzsumme
			1	<i>Unter 15 Millionen Euro</i>
			2	<i>15 bis 50 Millionen Euro</i>
			3	<i>50 bis 100 Millionen Euro</i>
			4	<i>100 bis 250 Millionen Euro</i>
			5	<i>250 bis 500 Millionen Euro</i>
			6	<i>Über 500 Millionen Euro</i>
			7	<i>Keine Angaben</i>
<b>Bitte geben Sie für die verschiedenen Bilanzpositionen die ungefähre Größen an, welche dem bei der PREPS-Finanzierung zu Grunde liegenden Jahresabschluss entsprachen. (q_442549 - Typ 321)</b>				
v_100	v_100		int	Eigenkapital
			1	<i>0 %</i>
			2	<i>10%</i>
			3	<i>20%</i>
			4	<i>30%</i>
			5	<i>40%</i>
			6	<i>50%</i>
			7	<i>60%</i>
			8	<i>70%</i>
			9	<i>80%</i>
			10	<i>90%</i>
			11	<i>100%</i>
			12	<i>keine Angaben</i>

v_101	v_101		int	Rückstellungen und Sonderposten
			1	0 %
			2	10%
			3	20%
			4	30%
			5	40%
			6	50%
			7	60%
			8	70%
			9	80%
			10	90%
			11	100%
			12	<i>keine Angaben</i>
v_102	v_102		int	Fremdkapital (RLZ < 1 Jahr)
			1	0 %
			2	10%
			3	20%
			4	30%
			5	40%
			6	50%
			7	60%
			8	70%
			9	80%
			10	90%
			11	100%
			12	<i>keine Angaben</i>
v_103	v_103		int	Fremdkapital (RLZ > 1 Jahr)
			1	0 %
			2	10%
			3	20%
			4	30%
			5	40%
			6	50%
			7	60%
			8	70%
			9	80%
			10	90%
			11	100%
			12	<i>keine Angaben</i>
v_104	v_104		int	Sachanlagevermögen
			1	0 %
			2	10%
			3	20%
			4	30%
			5	40%
			6	50%
			7	60%
			8	70%
			9	80%
			10	90%
			11	100%
			12	<i>keine Angaben</i>

v_105	v_105		int	Umlaufvermögen
			1	0 %
			2	10%
			3	20%
			4	30%
			5	40%
			6	50%
			7	60%
			8	70%
			9	80%
			10	90%
			11	100%
			12	keine Angaben
<b>Hier können Sie Kommentare zu den Fragen dieser Seite abgeben. (q_838723 - Typ 142)</b>				
v_173	v_173	v_172	blob	Kommentarfeld
<b>7</b>	<b>Fragen zum Finanzentscheider (PGID 243489)</b>			
<b>Was war Ihre Position im Unternehmen zum Zeitpunkt der PREPS-Finanzierung? (q_442543 - Typ 111)</b>				
v_88	v_88	v_88	int	Position des Antwortenden
			1	<i>Geschäftsführender Gesellschafter</i>
			2	<i>Angestellter Geschäftsführer</i>
			3	<i>CFO</i>
			4	<i>sonstige</i>
			5	<i>Keine Angaben</i>
v_94	v_94	v_94	varchar	Position des Antwortenden
<b>Haben Sie in Ihrer beruflichen Laufbahn in einem Unternehmen gearbeitet, welches eine Finanzkrise durchstehen musste? (q_753947 - Typ 111)</b>				
v_139	v_139		int	Krisenerfahrung Antwortender
			1	<i>Ja</i>
			2	<i>Nein</i>
			3	<i>Keine Angaben</i>
<b>Existiert für das PREPS-finanzierte Unternehmen eine Finanzplanung? (q_442547 - Typ 111)</b>				
v_98	v_98		int	Planung
			1	<i>nein</i>
			2	<i>1-Jahresplanung</i>
			3	<i>2- oder 3-Jahresplanung</i>
			4	<i>4- oder 5-Jahresplanung</i>
			5	<i>sonstige Planung</i>
			6	<i>Keine Angaben</i>
v_99	v_99	v_99	varchar	Planung

<b>Bitte geben Sie die Wichtigkeit der folgend genannten Finanzierungsziele an. (q_779130 - Typ 321)</b>				
v_165	v_165		int	Niedrige Finanzierungskosten
			1	0
			2	1
			3	2
			4	3
			5	4
			6	5
			7	6
			8	7
			9	8
			10	9
			11	10
v_166	v_166		int	Geringe Mitwirkungsrechte der Kapitalgeber
			1	0
			2	1
			3	2
			4	3
			5	4
			6	5
			7	6
			8	7
			9	8
			10	9
			11	10
v_167	v_167		int	Stabilität (Langfristigkeit/Sicherheit) der Finanzierung
			1	0
			2	1
			3	2
			4	3
			5	4
			6	5
			7	6
			8	7
			9	8
			10	9
			11	10
v_168	v_168		int	Umfang der Sicherheiten
			1	0
			2	1
			3	2
			4	3
			5	4
			6	5
			7	6
			8	7
			9	8
			10	9



			11	10
v_169	v_169		int	Flexibilität der Finanzierung (Verwendungszweck, Kündigungsmöglichkeiten seitens Unternehmens)
			1	0
			2	1
			3	2
			4	3
			5	4
			6	5
			7	6
			8	7
			9	8
			10	9
			11	10
<b>Gibt es ein Mitglied der Geschäftsführung, welches in erster Linie für Finanzen verantwortlich ist? (q_754008 - Typ 111)</b>				
v_147	v_147		int	Priorität von Finanzen
			1	ja
			2	nein
			3	Keine Angaben
<b>Wer trifft in Ihrem Unternehmen Finanzentscheidungen? (q_442545 - Typ 111)</b>				
v_96	v_96		int	Finanzentscheider
			1	Ein geschäftsführender Gesellschafter
			2	Mehrere geschäftsführende Gesellschafter gemeinsam
			3	Ein angestellter Geschäftsführer
			4	Mehrere angestellte Geschäftsführer gemeinsam
			5	Ein CFO
			6	Ein angestellter Geschäftsführer oder CFO zusammen mit Gesellschaftern
			7	sonstiger Entscheider
			8	Keine Angaben
v_97	v_97	v_97	varchar	Finanzentscheider
<b>Wie schätzen Sie die Fachkompetenz des/der Finanzentscheider ein? (q_753961 - Typ 111)</b>				
v_143	v_143		int	Kompetenz Finanzentscheider
			1	Überdurchschnittliche Kompetenz

			2	<i>Eher überdurchschnittliche Kompetenz</i>
			3	<i>Durchschnittliche Kompetenz</i>
			4	<i>Eher unterdurchschnittliche Kompetenz</i>
			5	<i>Unterdurchschnittliche Kompetenz</i>
			6	<i>Keine Angaben</i>
<p><b>Glauben Sie, dass sich durch die Verwendung von PREPS die Stabilität Ihres Unternehmens in finanziell schwierigen Zeiten verbessert hat? (q_754038 - Typ 111)</b></p>				
v_152	v_152		int	Stabilität durch PREPS
			1	<i>Während PREPS in guten Zeiten hilfreich ist, um schneller zu wachsen oder zu investieren, ist es in schlechten Zeiten eher hinderlich, weil der Zinsaufwand hoch ist.</i>
			2	<i>Durch PREPS ändert sich wenig.</i>
			3	<i>PREPS ist in schlechten Zeiten hilfreich, weil sich der Kapitalgeber aufgrund der Nachrangigkeit und der Abwesenheit einer Besicherung in einer Krise tendenziell für die Fortführung des Unternehmens einsetzen wird.</i>
			4	<i>Keine Angaben</i>
<p><b>Wie verhalten sich gemäss Ihrer Erfahrungen oder Erwartungen Banken, wenn ein Unternehmen in eine finanzielle Krise rutscht? (q_754039 - Typ 121)</b></p>				
v_157	v_157		int	Banken setzen sich grundsätzlich eher für die Fortführung als für die Liquidierung eines Unternehmens ein.
			0	<i>nicht genannt</i>
			1	<i>genannt</i>
v_158	v_158		int	Banken setzen sich für die Fortführung ein, wenn ihre Kredite schlecht besichert sind oder nachrangig sind.
			0	<i>nicht genannt</i>
			1	<i>genannt</i>
v_159	v_159		int	Banken verhalten sich neutral.
			0	<i>nicht genannt</i>
			1	<i>genannt</i>

v_160	v_160		int	Banken setzen sich eher für die Liquidierung ein bzw. stellen Kredite fällig, bspw. weil sie gut besichert sind oder vorrangig sind.
			0	nicht genannt
			1	genannt
v_161	v_161		int	Banken bringen Unternehmen gelegentlich in eine unnötige Krise, indem sie Kredite fällig stellen, obwohl sich keine (gravierenden) Probleme abzeichnen.
			0	nicht genannt
			1	genannt
v_163	v_163	v_163	int	Zusätzliche Angaben
			0	nicht genannt
			1	genannt
v_164	v_164	v_164	varchar	Zusätzliche Angaben
v_162	v_162		int	keine Angaben
			0	nicht genannt
			1	genannt
<p><b>Hier können Sie Kommentare zu den Fragen dieser Seite abgeben. (q_838724 - Typ 142)</b></p>				
v_174	v_174	v_172	blob	Kommentarfeld
<p><b>8 Fragen zur Finanzierungssituation (PGID 243491)</b></p>				
<p><b>An welcher Mezzanine-Transaktion haben Sie teilgenommen und welchen Betrag haben Sie aufgenommen? (q_442472 - Typ 311)</b></p>				
v_31	v_31		int	PREPS 2004-1
			1	1 bis 2.9 Millionen Euro
			2	3 bis 4.9 Millionen Euro
			3	5 bis 6.9 Millionen Euro
			4	7 bis 8.9 Millionen Euro
			5	9 bis 10.9 Millionen Euro
			6	11 bis 12.9 Millionen Euro
			7	13 bis 14.9 Millionen Euro
			8	über 15 Millionen Euro
			9	keine Angaben
v_32	v_32		int	PREPS 2004-2
			1	1 bis 2.9 Millionen Euro
			2	3 bis 4.9 Millionen Euro
			3	5 bis 6.9 Millionen Euro
			4	7 bis 8.9 Millionen Euro
			5	9 bis 10.9 Millionen Euro
			6	11 bis 12.9 Millionen Euro
			7	13 bis 14.9 Millionen Euro
			8	über 15 Millionen Euro
			9	keine Angaben

v_33	v_33		int	PREPS 2005-1
			1	1 bis 2.9 Millionen Euro
			2	3 bis 4.9 Millionen Euro
			3	5 bis 6.9 Millionen Euro
			4	7 bis 8.9 Millionen Euro
			5	9 bis 10.9 Millionen Euro
			6	11 bis 12.9 Millionen Euro
			7	13 bis 14.9 Millionen Euro
			8	über 15 Millionen Euro
			9	keine Angaben
v_34	v_34		int	PREPS 2005-2
			1	1 bis 2.9 Millionen Euro
			2	3 bis 4.9 Millionen Euro
			3	5 bis 6.9 Millionen Euro
			4	7 bis 8.9 Millionen Euro
			5	9 bis 10.9 Millionen Euro
			6	11 bis 12.9 Millionen Euro
			7	13 bis 14.9 Millionen Euro
			8	über 15 Millionen Euro
			9	keine Angaben
v_35	v_35		int	PREPS 2006-1
			1	1 bis 2.9 Millionen Euro
			2	3 bis 4.9 Millionen Euro
			3	5 bis 6.9 Millionen Euro
			4	7 bis 8.9 Millionen Euro
			5	9 bis 10.9 Millionen Euro
			6	11 bis 12.9 Millionen Euro
			7	13 bis 14.9 Millionen Euro
			8	über 15 Millionen Euro
			9	keine Angaben
v_36	v_36		int	PREPS 2007-1
			1	1 bis 2.9 Millionen Euro
			2	3 bis 4.9 Millionen Euro
			3	5 bis 6.9 Millionen Euro
			4	7 bis 8.9 Millionen Euro
			5	9 bis 10.9 Millionen Euro
			6	11 bis 12.9 Millionen Euro
			7	13 bis 14.9 Millionen Euro
			8	über 15 Millionen Euro
			9	keine Angaben
v_52	v_52	v_52	int	Sonstige Transaktion 1
			1	1 bis 2.9 Millionen Euro
			2	3 bis 4.9 Millionen Euro
			3	5 bis 6.9 Millionen Euro
			4	7 bis 8.9 Millionen Euro
			5	9 bis 10.9 Millionen Euro
			6	11 bis 12.9 Millionen Euro
			7	13 bis 14.9 Millionen Euro
			8	über 15 Millionen Euro
			9	keine Angaben
v_53	v_53	v_53	varchar	Sonstige Transaktion 1
v_179	v_179	v_179	int	Sonstige Transaktion 2
			1	1 bis 2.9 Millionen Euro

			2	3 bis 4.9 Millionen Euro
			3	5 bis 6.9 Millionen Euro
			4	7 bis 8.9 Millionen Euro
			5	9 bis 10.9 Millionen Euro
			6	11 bis 12.9 Millionen Euro
			7	13 bis 14.9 Millionen Euro
			8	über 15 Millionen Euro
			9	keine Angaben
v_180	v_180	v_180	varchar	Sonstige Transaktion 2
v_181	v_181	v_181	int	Sonstige Transaktion 3
			1	1 bis 2.9 Millionen Euro
			2	3 bis 4.9 Millionen Euro
			3	5 bis 6.9 Millionen Euro
			4	7 bis 8.9 Millionen Euro
			5	9 bis 10.9 Millionen Euro
			6	11 bis 12.9 Millionen Euro
			7	13 bis 14.9 Millionen Euro
			8	über 15 Millionen Euro
			9	keine Angaben
v_182	v_182	v_182	varchar	Sonstige Transaktion 3
<b>Wie sind Sie auf die PREPS-Finanzierung aufmerksam geworden? (q_442491 - Typ 111)</b>				
v_62	v_62		int	Erstansprache
			1	Durch die Bank, welche die Transaktion durchführt bzw. der Plattform angehört
			2	Durch eine andere Bank
			3	Durch einen Steuerberater oder Wirtschaftsprüfer oder sonstigen externen Berater
			4	Durch einen Verband (z.B. IHK, BDI)
			5	Durch die Medien (z.B. Handelsblatt)
			6	Durch ein anderes Unternehmen
			7	Durch die CEG direkt
			8	sonstiger Weg
			9	keine Angaben
v_63	v_63	v_63	varchar	Erstansprache
<b>Wofür wollten/haben Sie die PREPS-Finanzierung verwendet? (q_442490 - Typ 111)</b>				
v_60	v_60		int	Mittelverwendung
			1	Substitution von kurzfristigen Bankmitteln (bilanzsummenneutral)
			2	Substitution von langfristigen Bankmitteln (bilanzsummenneutral)

			3	Substitution von mezzaninen Mitteln (bilanzsummenneutral)
			4	Substitution von Eigenkapital (bilanzsummenneutral)
			5	Investition in Anlagevermögen (bilanzsummenverlängernd)
			6	Kauf eines Unternehmens (bilanzsummenverlängernd)
			7	Finanzierung von Wachstum (bilanzsummenverlängernd)
			8	Rollend zur Zwischen-/Vorfinanzierung von Projekten/Investitionen (bilanzsummenverlängernd)
			9	Zusätzliche Liquidität, z.B. "Kriegskasse" (bilanzsummenverlängernd)
			10	sonstiger Zweck
			11	keine Angaben
v_61	v_61	v_61	varchar	Mittelverwendung
<b>Stand der Verwendungszweck bei Bewerbung für die PREPS-Finanzierung fest?</b> <b>(q_442542 - Typ 111)</b>				
v_71	v_71		int	Verwendungszweck
			1	ja - und die Finanzmittel wurden auch entsprechend eingesetzt
			2	ja - die Finanzmittel wurden jedoch rückblickend abweichend verwendet
			3	nein
			4	Keine Angaben
<b>Welche Alternativen haben Sie zur verwendeten PREPS-Finanzierung geprüft?</b> <b>(q_442492 - Typ 121)</b>				
v_72	v_72		int	Kurzfristige Bankmittel
			0	nicht genannt
			1	genannt
v_73	v_73		int	Langfristige Bankmittel
			0	nicht genannt
			1	genannt
v_74	v_74		int	Andere standardisierte mezzanine Finanzierungen
			0	nicht genannt
			1	genannt
v_75	v_75		int	Individuelle mezzanine Finanzierungen
			0	nicht genannt
			1	genannt

v_76	v_76		int	Eigenmittel intern (Thesaurierung von Gewinnen)
			0	nicht genannt
			1	genannt
v_77	v_77		int	Eigenmittel extern (zusätzliches Kapital von Gesellschaftern/Investoren)
			0	nicht genannt
			1	genannt
v_78	v_78		int	Ausserbilanzielle Finanzierungen (z.B. Leasing, Factoring etc.)
			0	nicht genannt
			1	genannt
v_79	v_79		int	Sonstige Finanzmittel
			0	nicht genannt
			1	genannt
v_65	v_65	v_65	varchar	Sonstige Finanzmittel
v_141	v_141	v_141	int	keine Angaben
			0	nicht genannt
			1	genannt
<b>Welche Alternativen hätten Sie tatsächlich nutzen können (Mündliche oder schriftliche Zusage, konkretes Angebot oder sehr sichere Erwartung)? (q_442538 - Typ 121)</b>				
v_80	v_80		int	Kurzfristige Bankmittel
			0	nicht genannt
			1	genannt
v_81	v_81		int	Langfristige Bankmittel
			0	nicht genannt
			1	genannt
v_82	v_82		int	Andere standardisierte mezzanine Finanzierungen
			0	nicht genannt
			1	genannt
v_83	v_83		int	Individuelle mezzanine Finanzierungen
			0	nicht genannt
			1	genannt
v_84	v_84		int	Eigenmittel intern (Thesaurierung von Gewinnen)
			0	nicht genannt
			1	genannt
v_85	v_85		int	Eigenmittel extern (zusätzliches Kapital von Gesellschaftern/Investoren)
			0	nicht genannt
			1	genannt
v_86	v_86		int	Ausserbilanzielle Finanzierungen (z.B. Leasing, Factoring etc)
			0	nicht genannt

			1	genannt
v_87	v_87		int	Sonstige Finanzmittel
			0	nicht genannt
			1	genannt
v_68	v_68		varchar	Sonstige Finanzmittel
v_142	v_142	v_142	int	keine Angaben
			0	nicht genannt
			1	genannt
<b>Hätten Banken die Finanzierung alternativ selbst komplett durchgeführt? (q_442539 - Typ 111)</b>				
v_69	v_69		int	alternative Bankfinanzierung
			1	ja
			2	nein
			3	keine Angaben
<b>Hatten Sie zum Zeitpunkt der Finanzierung noch freie Sicherheiten in höherem Umfang? (q_442540 - Typ 111)</b>				
v_70	v_70		int	freie Sicherheiten
			1	ja
			2	nein
			3	keine Angaben
<b>Wie viele Banken finanzierten Ihr Unternehmen zum Zeitpunkt der PREPS-Finanzierung? (q_754024 - Typ 112)</b>				
v_148	v_148		int	Anzahl Banken
			1	1 Bank
			2	2 - 3 Banken
			3	4 - 8 Banken
			4	mehr als 8 Banken
			5	Keine Angaben
<b>Wie hat sich die Anzahl Ihrer Bankverbindungen seit der PREPS-Finanzierung verändert? (q_754027 - Typ 111)</b>				
v_150	v_150		int	Veränderung Anz. Banken
			1	Es sind mehr Bankverbindungen geworden.
			2	Es sind in etwa gleich viele Bankverbindungen geblieben.
			3	Es sind weniger Bankverbindungen geworden.
			4	Keine Angaben
<b>Haben Sie zum Zeitpunkt der PREPS-Finanzierung eine Hausbank gehabt? (q_754026 - Typ 112)</b>				
v_149	v_149		int	Hausbank vorhanden?



			1	ja
			2	nein
			3	Keine Angaben
<b>Wie hat sich die Beziehung zur Hausbank seit der PREPS-Finanzierung entwickelt? (q_754035 - Typ 111)</b>				
v_151	v_151		int	Veränderung Bedeutung Hausbank
			1	Sie ist wichtiger geworden.
			2	Sie ist in etwa gleich geblieben.
			3	Sie ist unwichtiger geworden.
			4	Keine Angaben
<b>Hier können Sie Kommentare zu den Fragen dieser Seite abgeben. (q_838726 - Typ 142)</b>				
v_175	v_175	v_172	blob	Kommentarfeld
<b>9</b>	<b>Aussagen 1 (PGID 243490)</b>			
<b>Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil es für das Finanzierungsvorhaben keine alternativen Finanzierungsmöglichkeiten gab. (q_745950 - Typ 112)</b>				
v_109	v_109		int	1.1,1.2 keine alternative Finanzierung
			1	Trifft gar nicht zu.
			2	Trifft eher nicht zu.
			3	Trifft eher zu.
			4	Trifft vollkommen zu.
			5	Keine Angaben
<b>Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil keine Sicherheiten erforderlich sind. (q_455427 - Typ 112)</b>				
v_107	v_107		int	1.3,1.4 keine Sicherheiten
			1	Trifft gar nicht zu.
			2	Trifft eher nicht zu.
			3	Trifft eher zu.
			4	Trifft vollkommen zu.
			5	Keine Angaben
<b>Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil so für zukünftige (zum damaligen Zeitpunkt bereits bekannte oder aber auch noch unbekannt) Finanzierungsvorhaben noch Spielraum für Fremdkapital bleibt. (q_745952 - Typ 112)</b>				
v_110	v_110		int	1.5 zukünftige Bankfinanzierung nicht einschränken
			1	Trifft gar nicht zu.
			2	Trifft eher nicht zu.
			3	Trifft eher zu.
			4	Trifft vollkommen zu.

			5	Keine Angaben
<b>Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil es keinen vertraglich fixierten Verwendungszweck gibt und somit eine über die Laufzeit flexible Mittelverwendung möglich ist. (q_745957 - Typ 112)</b>				
v_111	v_111		int	1.6 kein Verwendungszweck
			1	Trifft gar nicht zu.
			2	Trifft eher nicht zu.
			3	Trifft eher zu.
			4	Trifft vollkommen zu.
			5	Keine Angaben
<b>Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil sich die PREPS-Kapitalgeber in einer möglichen Unternehmenskrise für die Fortführung des Unternehmens einsetzen werden. (q_745958 - Typ 112)</b>				
v_112	v_112		int	2.1 Recovery Manager
			1	Trifft gar nicht zu.
			2	Trifft eher nicht zu.
			3	Trifft eher zu.
			4	Trifft vollkommen zu.
			5	Keine Angaben
<b>Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil so die Abhängigkeit von bestehenden Kapitalgebern reduziert werden kann. (q_745961 - Typ 112)</b>				
v_113	v_113		int	2.2 Verhandlungsmacht gegenüber Kapitalgebern
			1	Trifft gar nicht zu.
			2	Trifft eher nicht zu.
			3	Trifft eher zu.
			4	Trifft vollkommen zu.
			5	Keine Angaben
<b>Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, um andere Kapitalgeber abzulösen. (q_745962 - Typ 112)</b>				
v_114	v_114		int	2.3 Ablösung von Kapitalgebern
			1	Trifft gar nicht zu.
			2	Trifft eher nicht zu.
			3	Trifft eher zu.
			4	Trifft vollkommen zu.
			5	Keine Angaben
<b>Hier können Sie Kommentare zu den Fragen dieser Seite abgeben. (q_838727 - Typ 142)</b>				
v_176	v_176	v_172	blob	Kommentarfeld
<b>10</b>	<b>Aussagen 2 (PGID 409832)</b>			

<b>Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, um gegenüber Wettbewerbern Stärke zu zeigen oder Wettbewerber einzuschüchtern. (q_745983 - Typ 112)</b>				
v_126	v_126		int	3.1 Wettbewerber beeinflussen
			1	<i>Trifft gar nicht zu.</i>
			2	<i>Trifft eher nicht zu.</i>
			3	<i>Trifft eher zu.</i>
			4	<i>Trifft vollkommen zu.</i>
			5	<i>Keine Angaben</i>
<b>Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, um eigene Bonitätsstärke zu zeigen. (q_745969 - Typ 112)</b>				
v_120	v_120		int	3.2 Bonitätsdemonstration
			1	<i>Trifft gar nicht zu.</i>
			2	<i>Trifft eher nicht zu.</i>
			3	<i>Trifft eher zu.</i>
			4	<i>Trifft vollkommen zu.</i>
			5	<i>Keine Angaben</i>
<b>Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil diese als innovativ gilt oder so wahrgenommen wird. (q_745984 - Typ 112)</b>				
v_127	v_127		int	3.3 Innovative Finanzierung
			1	<i>Trifft gar nicht zu.</i>
			2	<i>Trifft eher nicht zu.</i>
			3	<i>Trifft eher zu.</i>
			4	<i>Trifft vollkommen zu.</i>
			5	<i>Keine Angaben</i>
<b>Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil Kapitalmarktfinanzierungen attraktiv sind. (q_745971 - Typ 112 - p)</b>				
v_122	v_122		int	3.4 attraktiver Kapitalmarkt
			1	<i>Trifft gar nicht zu.</i>
			2	<i>Trifft eher nicht zu.</i>
			3	<i>Trifft eher zu.</i>
			4	<i>Trifft vollkommen zu.</i>
			5	<i>Keine Angaben</i>
<b>Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil im Gegensatz zu Eigenkapitalinvestoren oder alternativen Mezzanineinvestoren für PREPS relativ wenig Informationen vor und nach Kapitalvergabe preisgegeben werden mussten. (q_745970 - Typ 112 - e)</b>				
v_121	v_121		int	3.5 wenig Informationspflichten
			1	<i>Trifft gar nicht zu.</i>
			2	<i>Trifft eher nicht zu.</i>
			3	<i>Trifft eher zu.</i>
			4	<i>Trifft vollkommen zu.</i>
			5	<i>Keine Angaben</i>

<b>Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, um die Abhängigkeit von einer oder mehreren Banken zu reduzieren. (q_745981 - Typ 112 - r)</b>				
v_125	v_125		int	4.1 Ablösung oder Schwächung von Banken
			1	<i>Trifft gar nicht zu.</i>
			2	<i>Trifft eher nicht zu.</i>
			3	<i>Trifft eher zu.</i>
			4	<i>Trifft vollkommen zu.</i>
			5	<i>Keine Angaben</i>
<b>Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil sich das Unternehmen so eine zusätzliche Finanzierungsquelle erschliessen konnte. (q_745973 - Typ 112 - )</b>				
v_123	v_123		int	4.2 Diversifikation die Finanzierungsquellen
			1	<i>Trifft gar nicht zu.</i>
			2	<i>Trifft eher nicht zu.</i>
			3	<i>Trifft eher zu.</i>
			4	<i>Trifft vollkommen zu.</i>
			5	<i>Keine Angaben</i>
<b>Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil sie die Unternehmensfinanzierung stabiler macht. (q_745974 - Typ 112 - p)</b>				
v_124	v_124		int	4.3 PREPS als stabile und langfristige Finanzierung
			1	<i>Trifft gar nicht zu.</i>
			2	<i>Trifft eher nicht zu.</i>
			3	<i>Trifft eher zu.</i>
			4	<i>Trifft vollkommen zu.</i>
			5	<i>Keine Angaben</i>
<b>Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil sie günstiger ist als alternative mezzanine Finanzierungen. (q_745965 - Typ 112 - u)</b>				
v_116	v_116		int	5.1 günstiger als anderes Mezz
			1	<i>Trifft gar nicht zu.</i>
			2	<i>Trifft eher nicht zu.</i>
			3	<i>Trifft eher zu.</i>
			4	<i>Trifft vollkommen zu.</i>
			5	<i>Keine Angaben</i>
<b>Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil so die gesamte Finanzierung eines Projekts oder des Unternehmens günstiger wurde. (q_745966 - Typ 112 - n)</b>				
v_117	v_117		int	5.2 günstigere Finanzierung
			1	<i>Trifft gar nicht zu.</i>
			2	<i>Trifft eher nicht zu.</i>
			3	<i>Trifft eher zu.</i>
			4	<i>Trifft vollkommen zu.</i>
			5	<i>Keine Angaben</i>

<b>Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil eine oder mehrere Banken dies dem Unternehmen nahegelegt haben. (q_745967 - Typ 112 - t)</b>				
v_118	v_118		int	6.1 Druck von Banken
			1	<i>Trifft gar nicht zu.</i>
			2	<i>Trifft eher nicht zu.</i>
			3	<i>Trifft eher zu.</i>
			4	<i>Trifft vollkommen zu.</i>
			5	<i>Keine Angaben</i>
<b>Die PREPS-Finanzierung wurde verwendet, weil externe Dritte (z.B. Steuerberater, Wirtschaftsprüfer, Unternehmensberater) dies dem Unternehmen nahegelegt haben. (q_745968 - Typ 112 - a)</b>				
v_119	v_119		int	6.2 Druck von Dritten
			1	<i>Trifft gar nicht zu.</i>
			2	<i>Trifft eher nicht zu.</i>
			3	<i>Trifft eher zu.</i>
			4	<i>Trifft vollkommen zu.</i>
			5	<i>Keine Angaben</i>
<b>Hier können Sie Kommentare zu den Fragen dieser Seite abgeben. (q_838728 - Typ 142 - l)</b>				
v_177	v_177	v_172	blob	Kommentarfeld
<b>11 Kontaktdaten (PGID 414227)</b>				
<b>Würden Sie sich, die damaligen Umstände vorausgesetzt, erneut für die verwendete PREPS-Finanzierung entscheiden? (q_835933 - Typ 112 - u)</b>				
v_171	v_171		int	wieder teilnehmen?
			1	<i>ja</i>
			2	<i>nein</i>
			3	<i>Keine Angaben</i>
<b>Hier können Sie freiwillig Ihre Kontaktdaten angeben, falls Sie für etwaige Rückfragen zur Verfügung stehen würden. (q_753927 - Typ 143 - c)</b>				
v_136	v_136	v_136	varchar	Ansprechpartner (Vorname, Nachname)
v_137	v_137	v_137	varchar	Telefonnummer
v_138	v_138	v_138	varchar	E-Mail Adresse
v_170	v_170	v_170	varchar	Unternehmen
<b>Hier können Sie Kommentare zu den Fragen dieser Seite abgeben. (q_838729 - Typ 142 - e)</b>				
v_178	v_178	v_172	blob	Kommentarfeld









## 2. Methodische Überlegungen zur Datenerhebung

### 2.1. Stufen der Theoriebildung

Eine Einordnung dieser Arbeit erfolgt nach dem Modell von Riesenhuber, welcher fünf Stufen der Theoriebildung unterscheidet.

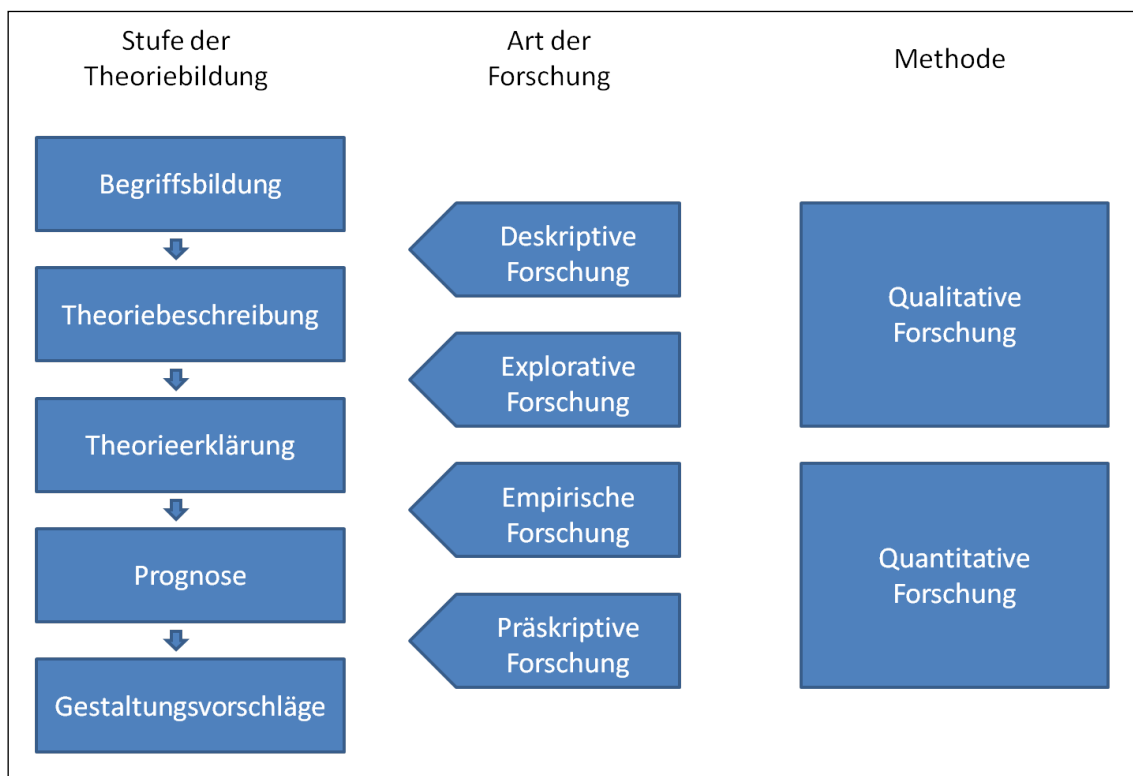


Abbildung 61: Stufen der Theoriebildung<sup>292</sup>

Für die Kapitalstruktur und diesbezügliche Finanzierungsentscheidungen hat die Begriffsbildung und Theoriebeschreibung stattgefunden, wie die zahlreichen in Kapitel 3 vorgestellten Modelle belegen. Es lassen sich viele der Hypothesen auf diese Modelle zurückführen. Eine Minderheit der in Kapitel 5 vorgestellten Hypothesen basiert jedoch auf Aussagen, die bei einer Interviewreihe mit finanzierten Unternehmen aufgezeichnet wurden.<sup>293</sup> Hypothesen der zweiten Gruppe fallen tendenziell in die explorative Forschung. Die mehrheitlichen, theoriegeleiteten Hypothesen werden der empirischen

<sup>292</sup> Grafik übernommen aus Riesenhuber (2007), S. 6.

<sup>293</sup> Es handelt sich um die Feldstudie von Hedstück/Göbel (2006).

Forschung zugeordnet. Daher stellt sich die Frage, ob als Forschungsmethode ein qualitativer oder ein quantitativer Ansatz zu wählen war. Während die qualitative Forschung dazu dient, theoretische Konstrukte über die Natur der Dinge zu entwickeln und dazu nicht-standardisierte, kleinzahlige Erhebungsverfahren verwendet, liegt bei der quantitativen Forschung der Fokus auf standardisierten, theoriegeleiteten Erhebungen, die statistisch ausgewertet werden. Weil es sich mehrheitlich um Hypothesen handelt, die auf bestehenden Theorien beruhen, wurde der quantitative Ansatz in Form einer Fragebogenuntersuchung gewählt. Auch andere Studien über das Finanzierungsverhalten deutscher Unternehmen verwenden quantitative Methoden, die sich nah an der Grenze zur qualitativen Forschung befinden.<sup>294</sup>

## 2.2. Datengrundlage

Grundsätzlich können Primär-, Sekundärdaten oder eine Kombination von beidem verwendet werden.<sup>295</sup> Bei Primärdaten handelt es sich um Daten, die originär für die zu untersuchende Problemstellung erhoben werden. Bei Sekundärdaten handelt es sich um bereits vorhandene Daten, die im Rahmen einer eigenen Problemstellung neu ausgewertet werden. Die meisten empirischen Arbeiten über Aspekte des Finanzierungsverhaltens von mittelständischen Unternehmen scheuen den Weg einer Primärdatenerhebung. Stattdessen beruhen sie oft auf vorhandenen Datenpanels wie dem KfW-Mittelstandspanels oder auch der Befragung „Unternehmertum Deutschland“, für welche die Unternehmensberatung McKinsey & Company verantwortlich zeichnet. Der wesentliche Vorteil von Sekundärdaten ist offensichtlich. Bereits vorhandene Daten müssen nicht erst zeitaufwendig erhoben werden. Gegen Sekundärdaten spricht, dass sie oft nicht für neue Auswertungen geeignet sind, da die Variablen nachträglich nicht mehr erweitert werden können. Auch ist nicht prüfbar, wie verlässlich die Daten sind. Da diese Untersuchungen nicht nur empirischen sondern

---

<sup>294</sup> Drobetz, Pensa und Wöhle führen ebenfalls eine Fragebogenuntersuchung durch und begründen die Methodenwahl damit, dass „eine Fragebogenuntersuchung im Vergleich zu rein quantitativen Untersuchungen den Vorteil bietet, dass auch qualitative Fragestellungen analysiert werden können“, Drobetz/Pensa/Wöhle (2006) S. 256.

Börner, Grichnik und Reize werten zwar das KfW Mittelstandspanel quantitativ aus, schreiben jedoch, dass ihre Studie nicht als „konfirmatorischer Test eines bestimmten Modells konzipiert“ sei, sondern „vielmehr als explorative Analyse des Finanzierungsverhaltens“, Börner/Grichnik/Reize (2010) S. 231.

<sup>295</sup> Churchill (1991), S. 247 ff.

auch explorativen Charakter hat und für die Forschungsfragen keine geeigneten Sekundärdaten existieren, musste eine eigenständige Primärdatenerhebung stattfinden. Das trifft insbesondere deswegen zu, weil in dieser Arbeit nicht die Eigenkapitalquote im Mittelpunkt der statistischen Auswertungen stand. Der Gewinn neuer Daten und deren Auswertung war Kern dieser Arbeit. Erst die Primärdatenerhebung gab die Möglichkeit, von der üblichen Konzentration auf die Eigenkapitalquote abzuweichen.

Es existieren grundsätzlich folgende Methoden der Primärdatenerhebung:

- Einzelfallstudien
- Mehrfachfallstudien
- Feldstudien
- Großzahlige empirische Erhebung

Einzelfallstudien basieren auf der Analyse eines Untersuchungsobjekts. Durch die Fokussierung auf ein Objekt kann eine sehr tiefgehende Untersuchung erfolgen. Damit verbunden ist jedoch der Nachteil, dass eine Übertragung auf andere Objekte nicht möglich ist. Es handelt sich um eine qualitative, deskriptive Forschungsmethode. Auch Mehrfachfallstudien gehören noch zu den qualitativen Methoden. Feldstudien dagegen gehören bereits zu den eher quantitativen Methoden. Bei großzahligen empirischen Erhebungen ist eine Generalisierbarkeit der Ergebnisse gegeben. Die Daten können mit statistischen Verfahren ausgewertet werden.

Während es sich bei der in Kapitel 3 zitierten Studie von *Göbel* und *Hedstück* um eine Feldstudie handelt,<sup>296</sup> ist die vorliegende Fragebogenuntersuchung als empirische Erhebung zu bezeichnen.

### **2.3. Auswahl der Untersuchungsobjekte**

Bei jeder empirischen Arbeit stellt sich die Frage, welche Untersuchungsobjekte in die Stichprobe mit einbezogen werden. Das untere Ende für den Umfang einer Stichprobe

---

<sup>296</sup> Hedstück /Göbel (2006).

liegt bei einem Untersuchungsobjekt und führt zu einer Einzelfallstudie. Im Zusammenhang dieser Arbeit sollte jedoch eine großzahlige empirische Erhebung stattfinden die eine Generalisierbarkeit der Ergebnisse erlaubt und statistische Verfahren ermöglicht. Das obere Ende wird durch die Grundgesamtheit selbst gegeben. Als Grundgesamtheit werden „alle potentiell untersuchbaren Einheiten oder Elemente bezeichnet, die ein gemeinsames Merkmal (oder eine gemeinsame Merkmalskombination) aufweisen.“<sup>297</sup> Es kann ferner unterschieden werden, ob die „Grundgesamtheit einen begrenzten oder theoretisch unbegrenzten Umfang aufweist“,<sup>298</sup> es sich also um eine geschlossene oder offene Grundgesamtheit handelt.

Nur Unternehmen, welche die mezzanine Finanzierung nutzen, können Auskunft darüber geben, warum die Finanzierung verwendet wurde. Wie in Kapitel 4 erläutert wurde, unterscheiden sich die verschiedenen Plattformen deutlich voneinander. So ist der Recovery Manager nicht bei allen Programmen bankenunabhängig. Auch wurden Interessenskonflikte bei der Auswahl der finanzierten Unternehmen vorgestellt, die entstehen können, wenn gleichzeitig Bankkredite vergeben wurden. Weil sich die Programme unterscheiden, ist die Grundgesamtheit als Menge aller mit PREPS finanzierten deutschen Unternehmen definiert. Die Grundgesamtheit ist offensichtlich geschlossen und die Elemente sind namentlich bekannt.

Für die Erhebung kommen grundsätzlich folgende Möglichkeiten bei der Auswahl der Untersuchungsobjekte in Frage:

- Totalerhebung
- Stichprobenauswahl (nicht-zufallsbasiert)
- Stichprobenauswahl (zufallsbasiert)

Eine Totalerhebung würde die Einbeziehung sämtlicher in Frage kommender Untersuchungsobjekte bedeuten.

---

<sup>297</sup> Bortz (2005), S. 86.

<sup>298</sup> Bortz (2005), S. 86.

Bei einer nicht-zufallsbasierten Stichprobenauswahl wird entweder versucht, den Erhebungsaufwand zu minimieren (Ad-hoc Stichprobe) oder durch eine bewusste Auswahl (Quotenstichprobe) die Zusammensetzung der Stichprobe repräsentativ für die Zusammensetzung der Grundgesamtheit vorzunehmen.

Bei einer zufallsbasierten Stichprobenauswahl erfolgt die Auswahl nach dem Zufallsprinzip. So ist die Stichprobe repräsentativ für die Grundgesamtheit.<sup>299</sup>

Methodisch wäre eine Totalerfassung ideal und eine zufallsbasierte Stichprobenauswahl der nicht-zufallsbasierten Stichprobenauswahl vorzuziehen.

Die Befragung wurde von der Capital Efficiency Group AG unterstützt und die Einladung zum Fragebogen über eine E-Mail-Adresse der CEG an sämtliche mit PREPS finanzierte deutsche Unternehmen versendet. Der Bezug zwischen dem Fragesteller und dem Untersuchungsobjekt könnte auch Nachteile mit sich bringen: Die Unternehmen könnten aufgrund der Finanzierungsbeziehung absichtlich unehrliche Antworten gegeben haben. Um dieses Problem zu vermeiden, bestand die Möglichkeit anonym zu antworten. Die Nennung von Merkmalen, die eine Identifizierung erlauben würde, war freiwillig. Auch war bekannt, dass die Kapitalnehmer weder eine Anschlussfinanzierung noch eine Nachverhandlung des Finanzierungsvertrags erwarten konnten und deshalb keinen Grund hatten, unehrlich zu antworten.

Auch wenn die Grundgesamtheit zur Teilnahme an der Fragebogenuntersuchung eingeladen wurde, konnte am Ende der Befragung nur ein Datensample als Teilmenge der Grundgesamtheit vorliegen, so dass in der Auswertung geklärt werden musste, ob das Datensample repräsentativ für die Grundgesamtheit war. Die Ursache dafür ist die sogenannte Selbstselektion. Im Gegensatz zu einer Untersuchung von toten Gegenständen ist diese Untersuchung auf die Kooperation der Unternehmen

---

<sup>299</sup> Bortz (1999), S. 87.

angewiesen.<sup>300</sup> Jeder Empfänger der Einladung zur Teilnahme entschied selbst ob er an der Befragung teilnahm.

## 2.4. Datenauswertung – Auswahl des statistischen Verfahrens

Bereits bei Erstellung des Fragebogens ist zu bedenken, ob mit der erwarteten Rücklaufquote ein gewünschtes statistisches Analyseverfahren durchführbar ist. Außerdem ist zu überlegen, ob die Skalierung der Variablen zum angestrebten Analyseverfahren passt. Die Skalierung der Variablen ist oft unabhängig von der Eignung für statistische Analyseverfahren durch die Natur der Dinge bestimmt. Variable wie die Rechtsform oder Branche eines Unternehmens sind beispielsweise nur nominal skaliert. Bei dem Grad der Zustimmung zu einer Aussage kann darüber gestritten werden, ob so eine Variable ordinal-skaliert ist oder intervall-skaliert ist. So lange jedoch nicht bewiesen ist, dass die Abstände zwischen den Rängen identisch sind, muss von einer ordinalen Skalierung ausgegangen werden.<sup>301</sup>

	Sinnvoll interpretierbare Berechnungen			
Skalenart	Auszählen	Ordnen	Differenzen bilden	Quotienten bilden
Nominalskala	Ja	Nein	Nein	Nein
Ordinalskala	Ja	Ja	Nein	Nein
Intervallskala	Ja	Ja	Ja	Nein
Verhältnisskala	ja	Ja	Ja	Ja

Abbildung 62: Übersicht Skalenarten und zulässige Rechenoperationen<sup>302</sup>

Die Grundgesamtheit der deutschen mit PREPS finanzierten Unternehmen beträgt 237. Bei einer Fragebogenuntersuchung liegt die Rücklaufquote meist bei circa zehn Prozent.

<sup>300</sup> Eichhorn (2004), S. 41.

<sup>301</sup> Backhaus et al. (2003), S. 5.

<sup>302</sup> In Anlehnung an Bortz (2005), S. 23.

Durch die Beziehung und Aktualität und Relevanz des Themas für die Untersuchungsteilnehmer konnte mit 82 Fragebögen eine höhere Rücklaufquote erreicht werden.

Die Auswahl möglicher statistischer Analyseverfahren kann durch die Art der zu testenden Hypothesen weiter eingeschränkt werden. Es wird unterschieden in Zusammenhangs- und Unterschiedshypothesen. Bei Zusammenhangshypothesen werden Korrelationen berechnet, bei Unterschiedshypothesen werden Häufigkeits- und Mittelwertvergleiche durchgeführt. Bei der durchgeführten Erhebung ließen sich viele Merkmale nur nominal skaliert erheben. Daher wurden Unterschiedshypothesen formuliert.

Des Weiteren kann zwischen gerichteten und ungerichteten Hypothesen, sowie zwischen spezifischen und unspezifischen Hypothesen unterschieden werden.<sup>303</sup> Ob eine Unterschiedshypothese gerichtet ist, kann daran erkannt werden, ob sie postuliert, in welcher Richtung der Unterschied vorliegen wird. Ungerichtet wäre sie, wenn nur irgendein Unterschied zwischen den Gruppen erwartet wird. Spezifisch wäre die Unterschiedshypothese, wenn sie postulieren würde, um wie viel Einheiten sich die Gruppen hinsichtlich der abhängigen Variable unterscheiden. In dieser Arbeit wurden mehrheitlich gerichtete Unterschiedshypothesen untersucht.

Allgemein gibt es univariate und multivariate Analysemethoden. Bei univariaten Analysen wird die Beziehung zwischen einer unabhängigen und einer abhängigen Variable untersucht. In diesem Zusammenhang soll auf den Kommentar von Myers zur empirischen Forschung der Kapitalstruktur hingewiesen werden: „The researchers may also generate results consistent with one theory even when financing decisions are actually generated by another. There is too little concern about the power of tests.“<sup>304</sup> Sicherlich wären multivariate Tests, die den gleichzeitigen Einfluss vieler Merkmale auf eine abhängige Variable (Zustimmung zu einer Aussage) prüfen, interessant. Beim

---

<sup>303</sup> Bortz (1999), S. 108.

<sup>304</sup> Myers (2001), S. 99.

gegebenen Umfang des Datensamples werden univariate Analysen angewendet. Zudem haben univariate Analysen den Vorteil, dass sie sich intuitiver und verständlicher sind.

Bekannte univariate Methoden zum Testen von Unterschiedshypothesen sind:

- Bei intervallskalierten Variablen: t-Test, F-Test
- Bei ordinalskalierten Variablen: U-Test (Mann-Whitney), Wilcoxon Test
- Bei nominalskalierten Variablen:  $\chi^2$ -Test

Da ein Großteil der Variablen nur nominal skaliert ist, bietet sich ein  $\chi^2$ -Test an. Er ist nicht nur für 4-Felder-Tabellen anwendbar, sondern auch für den Vergleich von zwei mehrfach gestuften Merkmalen.<sup>305</sup> Er hat den Vorteil, dass er als nicht-parametrischer Test auch für Daten geeignet ist, die nicht notwendigerweise normalverteilt vorliegen. Er ist somit allgemein geeignet, wenn keine Kenntnisse über die Verteilung der Variablen vorliegen. Außerdem kann er auch verwendet werden, wenn ordinal- oder intervallskalierte Merkmale vorliegen. Durch die Transformation auf eine nominale Skalierung gehen allerdings Informationen verloren.

Bei  $\chi^2$ -Tests werden beobachtete Häufigkeiten mit erwarteten Häufigkeiten verglichen. Die erwarteten Häufigkeiten werden auf Basis der Null-Hypothese berechnet, die davon ausgeht, dass die untersuchten Variablen unabhängig voneinander sind. Abweichungen zwischen erwarteten und beobachteten Häufigkeiten sprechen für eine Abhängigkeit.

Voraussetzung für die Zulässigkeit des  $\chi^2$ -Tests ist es, dass der Anteil der erwarteten Häufigkeiten, die kleiner fünf sind, 20 Prozent der Zellen nicht überschreitet.<sup>306</sup> Allgemein wird für einen Stichprobenumfang von 20 bis 60 Elementen vorgeschlagen, die Yates-Korrektur zu verwenden. Für Stichproben mit einem Umfang unter 20 oder zu geringen erwarteten Häufigkeiten aufgrund asymmetrischer Randverteilung wird der

---

<sup>305</sup> Bortz (2005), S. 172 ff.

<sup>306</sup> Bortz (2005), S. 177.



exakte Fisher-Test empfohlen.<sup>307</sup> Andere Autoren empfehlen sogar stets exakte Verfahren zu verwenden, sofern die Rechnerleistung es zulässt.<sup>308</sup>

Weil bei einem Stichprobenumfang von 82 Fragebögen schon bei zwei zweifachgestuften Merkmalen die kleinste erwartete Häufigkeit bestenfalls bei 20.5 liegt,<sup>309</sup> ist für die Auswertungen in dieser Arbeit das Anwenden exakter Test notwendig.

Die Auswertung der Daten erfolgt mit SPSS. SPSS weist standardmäßig den asymptotischen Chi Quadrat Wert aus. Durch Installation des Modul „SPSS Exact Tests“, können zusätzlich drei verschiedene exakte Tests durchgeführt werden:

1. Exakter Pearson  $\chi^2$ -Test
2. Likelihood Ratio Test
3. Fisher's exakter Test

Alle drei Testverfahren sind in ihrer Aussagekraft gleichwertig.<sup>310</sup> In dieser Arbeit wurden fast ausschließlich exakte Tests durchgeführt und deren Ergebnisse dargestellt.

---

<sup>307</sup> Bspw. Hartung, J. (2009), S. 414 ff. und Janssen, J./Laatz, W. (2010), S. 787 ff.

<sup>308</sup> Metha/Patel (1996), S. 24., 136.

<sup>309</sup> Selbst wenn in einer 4-Felder-Tabelle alle Felder gleiche Wahrscheinlichkeiten ausweisen, liegt die kleinste erwartete Häufigkeit bei nur 20.5 ( $82/4=20.5$ ). Bei einer ungleichen Verteilung liegt die kleinste erwartete Häufigkeit in jedem Fall unter 20.5 und auch schnell im unzulässigen Bereich. Im Fall einer 6-Felder-Tabelle (Zusammenhang zwischen einem 2-fach und einem 3-fach gestuften Merkmal) liegt die kleinste erwartete Häufigkeit entsprechend noch niedriger.

<sup>310</sup> Metha/Patel (1996), S. 141 ff.

### 3. Struktur der PREPS 2004-2 Transaktion

In Abbildung 6 wurde die Struktur und Prozess einer Programm-Mezzanine-Transaktion vereinfacht dargestellt. Die folgende detailliertere grafische Darstellung der PREPS 2004-2 Struktur wurde aus dem Verkaufsprospekt der platzierenden Banken entnommen. In ihr wird die tatsächliche Komplexität einer Verbriefungsstruktur deutlich. Der Verkaufsprospekt umfasst insgesamt 259 Seiten.

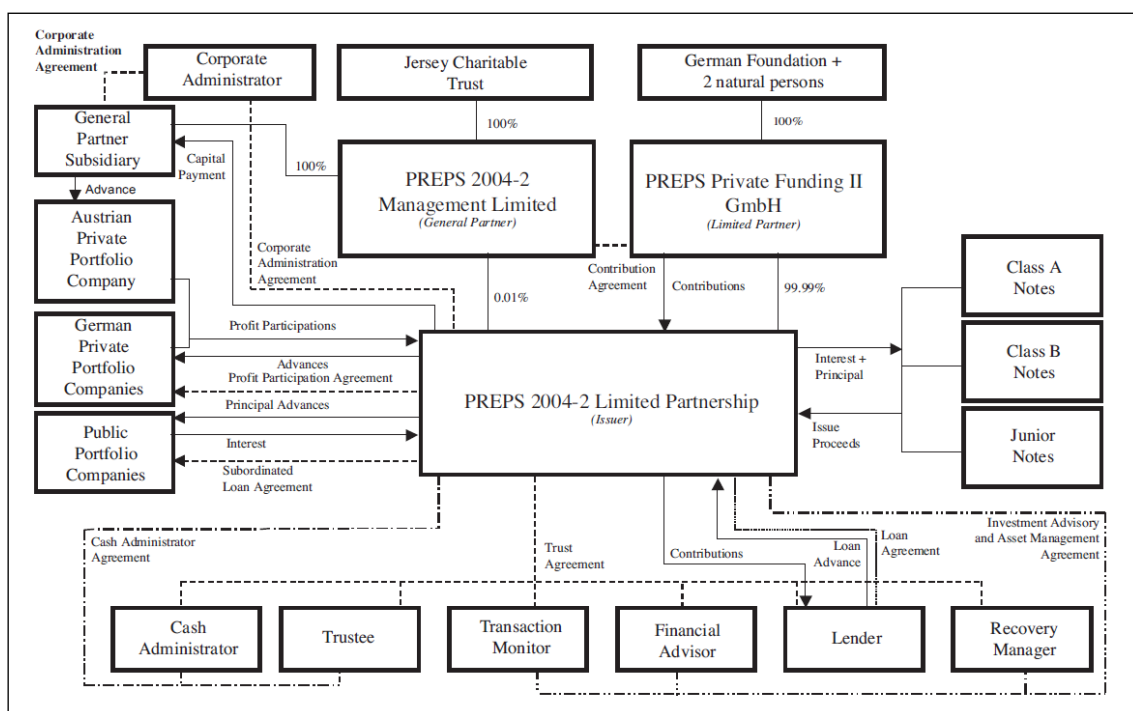


Abbildung 63: Struktur der PREPS 2004-2 Transaktion<sup>311</sup>

<sup>311</sup> Übernommen aus HVB Corporates & Marktes/JPMorgan (2004), S. 7.