

Philipp Espel

Privates Beteiligungskapital im deutschen Mittelstand

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Entrepreneurship

Herausgegeben von

Professor Dr. Malte Brettel, RWTH Aachen,

Professor Dr. Lambert T. Koch, Universität Wuppertal,

Professor Dr. Tobias Kollmann, Universität Duisburg-Essen,
Campus Essen,

Professor Dr. Peter Witt, Universität Dortmund

„Entrepreneurship“ ist ein noch relativ junger Forschungszweig, der jedoch in Wissenschaft und Praxis stetig an Bedeutung gewinnt. Denn Unternehmensgründungen und deren Promotoren nehmen für die wirtschaftliche Entwicklung einen zentralen Stellenwert ein, so dass es nur folgerichtig ist, dem auch in Forschung und Lehre Rechnung zu tragen.

Die Schriftenreihe bietet ein Forum für wissenschaftliche Beiträge zur Entrepreneurship-Thematik. Ziel ist der Transfer von aktuellen Forschungsergebnissen und deren Diskussion aus der Wissenschaft in die Unternehmenspraxis.

Philipp Espel

Privates Beteiligungskapital im deutschen Mittelstand

Eine verhaltenspsychologisch
fundierte Betrachtung der
nachfrageseitigen Nutzungsintention

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Malte Brettel

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
<<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

Dissertation Rheinisch-Westfälische Technische Hochschule (RWTH) Aachen, 2008

D 82

1. Auflage 2008

Alle Rechte vorbehalten

© Gabler | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2008

Lektorat: Frauke Schindler / Jutta Hinrichsen

Gabler ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.

www.gabler.de



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: Regine Zimmer, Dipl.-Designerin, Frankfurt/Main

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Printed in Germany

ISBN 978-3-8349-1294-7

Geleitwort

Wenn inzwischen Berichte in der Presse erscheinen, dass es dem Traditionsunternehmen Märklin wieder sehr gut geht, so ist das auch eine Erfolgsgeschichte privaten Beteiligungskapitals. 2006 hatte ein britischer Eigenkapitalinvestor das Unternehmen übernommen und damit vor der drohenden Insolvenz gerettet. Heute befindet sich Märklin wieder auf solidem Wachstumskurs. Diese Geschichte zeigt exemplarisch auf, dass privates Beteiligungskapital für mittelständische Unternehmen sehr nützlich sein kann. So stellt es nicht nur eine Lösung kurz vor der Insolvenz dar, wie im Falle Märklin geschehen, sondern kann auch zur Finanzierung eines besonderen Wachstumspfad dienen. Bei solchen Vorteilen könnte man annehmen, dass diese Finanzierungsform eine entsprechende Verbreitung hat. Das ist jedoch nicht der Fall. Vergleicht man die Quote des mittelständischen privaten Beteiligungskapitals bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt über verschiedene Länder in Europa, dann wird deutlich, dass die Verbreitung in Deutschland nur gering ist, verglichen beispielsweise mit dem Vereinigten Königreich, Schweden, Niederlande oder sogar auch Frankreich und Spanien. Darüber hinaus ist auch zu erkennen, dass die Beteiligungsvolumina, also die Finanzierungen mit privatem Beteiligungskapital bei großen Unternehmen, in den letzten Jahren zugenommen haben, bei mittelständischen Unternehmen jedoch rückläufig sind. Das zeigt, dass der Mittelstand nur unterproportional am Wachstum und damit auch an den Effekten des privaten Beteiligungskapitals profitiert. Dieser Kontrast zwischen den aufgezeigten positiven Effekten auf der einen Seite und der geringen Nutzung auf der anderen Seite erstaunt somit.

Genau an diesem Phänomen setzt die vorliegende Dissertationsschrift von Philipp Espel an. Sie beschäftigt sich mit den spezifischen Eigenschaften mittelständischen Nachfrageverhaltens nach Finanzierungsinstrumenten, um letztlich sowohl theoretisch als auch empirisch der Kernfrage nachzugehen, welche Faktoren mittelständische Unternehmer positiv oder negativ bei einer Entscheidung zur Nutzung von privatem Beteiligungskapital beeinflussen und wie die Praxis darauf reagieren kann.

Philipp Espel betritt mit seiner Arbeit Neuland in einer extrem interessanten Weise: Er überträgt Ideen, die eigentlich der Konsumentenforschung zu Eigen waren, auf ein Finanzierungsthema und schafft damit ganz neue und spannende Einsichten. Dazu bedient er sich eines allgemein sehr akzeptierten theoretischen Bezugsrahmens, den er auf die Finanzierungsentscheidung mittelständischer Unternehmer überträgt. Die neuen Erkenntnisse erlangt er dabei vornehmlich aus der von ihm durchgeführten und als tadellos anzusehenden empirischen Untersuchung. Hier nutzt er mit der Konstrukt-messung Messverfahren, die in der Finanzierungstheorie in der Form bislang selten anzufinden waren.

So schafft Philipp Espel mit seiner Arbeit einen Erkenntnisfortschritt auf unterschiedlicher Ebene: Einerseits regt er die Praxis der mittelständischen Beteiligungsfinanzierung entscheidend an. Wenn sich Beteiligungskapitalgeber die Ergebnisse zu Herzen nehmen, so kann es ihnen bedeutend besser gelingen, ihre Produkte auf die Wünsche mittelständischer Unternehmer abzustimmen. Das kann den Verbreitungsgrad der Beteiligungsfinanzierung im Mittelstand deutlich erhöhen. Andererseits kann die Theorie vom neuen Weg, den Herr Espel gegangen ist, maßgeblich profitieren. Wenn sich die Finanzierungsforschung die Konstrukt-messung genauer ansähe, gelänge es ihr unter Umständen bedeutend besser, Tatbestände zu operationalisieren, für die es momentan nur mehr oder weniger gute Proxys gibt.

Insofern ist der Arbeit der breite Leserkreis zu wünschen, den sie verdient.

Malte Brettel

Vorwort

Ausgangspunkt dieser Arbeit ist die Beobachtung, dass zwar viel von privatem Beteiligungskapital als Lösungsinstrument für mittelständische Finanzierungsprobleme gesprochen wird, die tatsächliche Verbreitung im deutschen Mittelstand aber sehr gering ist. Zwei Zitate, auf die ich am Anfang meiner Untersuchung gestoßen bin, mögen das verdeutlichen:

Die aktuelle Bundesregierung schreibt in ihrem Koalitionsvertrag: "Die Finanzierung von Investitionen darf nicht länger Engpass für die deutsche Wirtschaft sein. [...] Daher werden wir das Angebot an Beteiligungskapital und eigenkapitalnahe mezzanimes Kapital für den breiten Mittelstand weiter ausbauen. Die bestehenden Programme [...] sind an die Eigenkapitalbedürfnisse kleiner und mittelständischer Unternehmen weiter anzupassen und gegebenenfalls neue Programme zu entwickeln." (Koalitionsvertrag der Bundesregierung 2005 (CDU/CSU/SPD (2005), S. 15)).

Ein Unternehmer, den ich im Rahmen meiner ersten Interviews zu diesem Thema befragen durfte, sagte hingegen: „Beteiligungskapital ist für unser Umfeld viel zu schwierig zu verstehen, mit all' den finanztechnischen Aspekten; mein gesamtes Team rät mir davon ab und außerdem glaube ich, dass mir die sofort das Ruder aus der Hand nähmen, wenn ich sie ließe. Ich wachse lieber gar nicht weiter, als dass ich mit denen zusammenarbeite."

Aus diesem Spannungsfeld erwuchs die Kernfrage der Arbeit: Wie sehen mittelständische Unternehmer das Finanzierungsinstrument Beteiligungskapital? Wann sind sie bereit, es zu nutzen? Welche Faktoren wirken positiv, welche negativ auf diese Bereitschaft?

Diese Arbeit wäre ohne vielfältige Unterstützung und Hilfe nicht in dieser Form entstanden. Ohne Anspruch auf Vollständigkeit möchte ich dankend erwähnen:

- Prof. Dr. Malte Brettel, der mir als Doktorvater in den Höhen und Tiefen des Projektes mit Rat und Tat zur Seite stand; sowie Prof. Dr. Wolfgang

Breuer, dem diese Arbeit durch den von ihm angeregten Abgleich gegen die Kapitalstrukturtheorie eine zusätzliche inhaltliche Tiefe verdankt.

- Über 300 mittelständische Unternehmer, die als Interviewpartner oder als Teilnehmer an der Befragung die empirische Grundlage dieser Arbeit bilden.
- Am WIN-Lehrstuhl der RWTH Aachen die Mitdoktoranden, die durch kritische Stimmen und aufbauende Anmerkungen in vielen kleinen Fragen zu helfen wussten; sowie Birgit Maasen und Gesine Rottmann, die als Organisatorinnen im Hintergrund halfen, die Unwägbarkeiten der formalen Prozesse einer Dissertation zu umschiffen.
- Dr. Andreas Cornet und Dr. Wolfgang Pointner, die an der ein oder anderen Stelle den Zugang zu helfenden Ressourcen und Kontakten ermöglichten; sowie viele Helfern aus dem Support der Firma.
- In Hamburg das Kolloquium mit Dr. Andreas Kremer, Dr. Arne Schneemann und Dr. Gunnar Wiedenfels für den Blick für den pragmatischen Weg; sowie in meinem Freundeskreis Dr. Jochen Heemann und Dr. Kathrin Rothe für viele weiterführende Diskussionen.
- Doris, Hans, Manuel; sowie Anja.

Danke!

Hamburg, im August 2008

Philipp Espel

Inhaltsübersicht

Inhaltsübersicht	IX
Inhaltsverzeichnis.....	XI
Verzeichnis der Abbildungen.....	XV
Verzeichnis der Tabellen	XVII
Verzeichnis der Abkürzungen.....	XIX
Verzeichnis der Anhänge.....	XXI
1 Einleitung und Gegenstand der Arbeit	1
2 Begriffsbildung.....	16
3 Theoretische Fundierung.....	45
4 Ableitung des Forschungsmodells.....	88
5 Befragungsdesign, Stichprobe und Methode.....	119
6 Ergebnisse der empirischen Untersuchung	139
7 Implikationen und kritische Würdigung.....	169
Anhänge	196
Literaturverzeichnis	215

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht	IX	
Inhaltsverzeichnis.....	XI	
Verzeichnis der Abbildungen.....	XV	
Verzeichnis der Tabellen	XVII	
Verzeichnis der Abkürzungen.....	XIX	
Verzeichnis der Anhänge	XXI	
1	Einleitung und Gegenstand der Arbeit	1
1.1	Phänomen	1
1.2	Forschungsfragen	7
1.3	Aufbau der Arbeit.....	14
2	Begriffsbildung.....	16
2.1	„Mittelstand“	16
2.1.1	„Mittelstand“ und verwandte Begriffe	16
2.1.2	Mittelstandsdefinition dieser Arbeit.....	20
2.1.3	Strukturmerkmale mittelständischer Unternehmen.....	22
2.2	„Privates Beteiligungskapital“	30
2.2.1	Privates Beteiligungskapital und verwandte Finanzierungsformen.....	30
2.2.2	Private Beteiligungskapital-Definition dieser Arbeit.....	34
2.2.3	Eigenschaften des mittelstandsrelevanten Angebots an privatem Beteiligungskapital in Deutschland.....	35
3	Theoretische Fundierung.....	45
3.1	Vorgehen	45
3.2	Finanzierungstheorie	46
3.2.1	Gegenstand der Finanzierungstheorie	46
3.2.2	Finanzierungstheoretische Eigenschaften des Untersuchungsobjekts „privates Beteiligungskapital“	48
3.2.3	Finanzierungstheoretische Eigenschaften des Untersuchungsobjekts „Mittelstand“.....	53
3.2.4	Stand der Finanzierungstheorie zur Analyse von privatem Beteiligungskapital im Mittelstand	60
3.2.5	Prüfung der Finanzierungstheorie zur Fundierung der Arbeit ..	65
3.3	Einstellungsbasierte Verhaltenstheorie	73
3.3.1	Grundlagen der einstellungsbasierten Verhaltenstheorie	73
3.3.2	Theorie des geplanten Handelns.....	78
3.3.3	Übertragung der TPB und Haupthypothesen der Arbeit.....	80

3.3.4	Prüfung der TPB als theoretische Fundierung	83
4	Ableitung des Forschungsmodells.....	88
4.1	Vorgehen	88
4.2	Detaillierung des Kausalmodells.....	90
4.2.1	Hypothesen zur Einstellungsbildung.....	90
4.2.2	Hypothesen zur sozialen Norm	104
4.2.3	Hypothesen zur Handlungskompetenz.....	107
4.3	Erarbeitung des Messmodells.....	110
4.3.1	Vorgehen zur Operationalisierung der Konstrukte	110
4.3.2	Spezifika des verwendeten Messmodells	115
5	Befragungsdesign, Stichprobe und Methode.....	119
5.1	Vorgehen	119
5.2	Design der Hauptbefragung.....	119
5.2.1	Gestaltung des Fragebogens.....	119
5.2.2	Ablauf der Hauptbefragung	120
5.3	Beurteilung der erhaltenen Stichprobe	121
5.3.1	Rücklaufquote und Qualität der erhaltenen Antworten.....	121
5.3.2	Prüfungen auf Repräsentativität und Verzerrungen	122
5.4	Auswahl und Beschreibung der Auswertungsmethode.....	128
5.4.1	Auswahl der Methode zur Datenanalyse.....	128
5.4.2	Partial-Least-Square-Schätzung von Strukturgleichungsmodellen.....	131
5.4.3	Kriterien zur statistischen Güte- und Signifikanzprüfung.....	134
6	Ergebnisse der empirischen Untersuchung	139
6.1	Deskriptive Ergebnisse.....	139
6.2	Güteprüfung der Messmodelle	144
6.2.1	Güte der Einstellungs- und Intensionskonstrukte	144
6.2.2	Güte der Norm-, Kompetenz- und Nutzungskonstrukte	151
6.3	Ergebnisse der kausalanalytischen Untersuchung.....	155
6.3.1	Ergebnisse des Hauptmodells.....	155
6.3.2	Ergebnisse der Gruppenvergleiche.....	158
6.3.3	Ergebnisse zu kapitalstrukturtheoretischen Variablen	166
7	Implikationen und kritische Würdigung.....	169
7.1	Zusammenfassung	169
7.2	Implikationen für Praxis und Theorie	172
7.2.1	Praktische Implikationen.....	172
7.2.2	Theoretische Implikationen.....	180
7.3	Kritik der Ergebnisse.....	183
7.3.1	Methodische Kritik und Diskussion der Annahmen des TPB- Ansatzes.....	183

7.3.2	Kritische Diskussion der Ergebnisse aus finanzierungstheoretischer Sicht	186
7.4	Abschließende Würdigung und Ausblick.....	192
	Anhänge	196
	Literaturverzeichnis	215

Verzeichnis der Abbildungen

Abbildung 1: Beteiligungsvolumina nach Unternehmensgröße	3
Abbildung 2: Entwicklung der Beteiligungsvolumina nach Größe	4
Abbildung 3: Europäische und deutsche Beteiligungsvolumina	5
Abbildung 4: Vergleich europäischer Beteiligungsvolumina	6
Abbildung 5: Aufbau der Arbeit	15
Abbildung 6: Mittelstand, KMU und Familienunternehmen	19
Abbildung 7: Rendite-/Risikomerkmale mittelständischer Unternehmen	23
Abbildung 8: Mittelverwendung mittelständischer Unternehmen	24
Abbildung 9: Mittelherkunft mittelständischer Unternehmen	25
Abbildung 10: Eigentümerstrukturen mittelständischer Unternehmen	27
Abbildung 11: Eigentümerführung bei mittelständischen Unternehmen	28
Abbildung 12: Beteiligungskapitalarten	32
Abbildung 13: Auswahlkriterien von Beteiligungsunternehmen	39
Abbildung 14: Arbeiten zum mittelständischen Finanzierungsverhalten	61
Abbildung 15: Formaldefinition TPB	79
Abbildung 16: TPB in Anwendung auf private Beteiligungskapitalnutzung	82
Abbildung 17: Themenverwandte Anwendungen der TPB/TRA	87
Abbildung 18: Forschungsmodell der Arbeit	89
Abbildung 19: Entwicklung der Rücklaufquote	122

Abbildung 20: Regionale Verteilung der Stichprobe.....	124
Abbildung 21: Größen- und Industriezweigverteilung der Stichprobe.....	127
Abbildung 22: Bewertung von Folgen einer Beteiligungsfinanzierung	141
Abbildung 23: Wahrscheinlichkeiten von Beteiligungskonsequenzen.....	142
Abbildung 24: Einfluss und Einflusstärke von Normträgern	143
Abbildung 25: Einfluss und Einflusstärke von Kompetenzbewertungen...	144
Abbildung 26: Zusammenfassung der Gruppenvergleiche.....	165
Abbildung 27: Prüfmodell Kapitalstrukturvariablen	167
Abbildung 28: Ergebniszusammenfassung Hauptmodell	171
Abbildung 29: Gesamteffekt der Einflussfaktoren	174
Abbildung 30: Bedeutung von Mehrwertleistungskomponenten	175
Abbildung 31: Bedeutung von Kontrollverlustkomponenten	176
Abbildung 32: Bedeutung von Risikokomponenten.....	177
Abbildung 33: Zusammenfassende Beantwortung der Forschungsfragen ..	195

Verzeichnis der Tabellen

Tabelle 1: KMU- und IfM-Mittelstandsdefinitionen	17
Tabelle 2: Finanzierungstheorien im Kontext der Untersuchung	49
Tabelle 3: TOT im mittelständischen Beteiligungskapitalkontext	62
Tabelle 4: POT im mittelständischen Beteiligungskapitalkontext.....	63
Tabelle 5: Agency-Konflikte im mittelständischen Beteiligungskontext	65
Tabelle 6: Übersicht Messvariablen in KMU-Finanzierungsarbeiten	72
Tabelle 7: Definitionen des Konzepts „Einstellung“	74
Tabelle 8: Vorlagen der verwendeten Messmodelle.....	114
Tabelle 9: Kriterien zur Güteprüfung der Messmodelle	135
Tabelle 10: Kriterien zur Bewertung des Strukturmodells	137
Tabelle 11: Kenntnis von Beteiligungsinstrumenten und -anbietern.....	139
Tabelle 12: Nutzung von Beteiligungsinstrumenten und -anbietern	140
Tabelle 13: Gütekriterien des Nutzungsintentionskonstrukts	145
Tabelle 14: Gütekriterien des Einstellungskonstrukts	146
Tabelle 15: Gütekriterien „Wahrgenomme Deckung Finanzbedarf“	146
Tabelle 16: Gütekriterien „Wahrgenommener Mehrwert“	147
Tabelle 17: Gütekriterien „Wahrgenommene Kosten“	148
Tabelle 18: Gütekriterien „Wahrgenommener Kontrollverlust“	149
Tabelle 19: Gütekriterien „Wahrgenommenes Risiko“	150
Tabelle 20: Ergebnisse der MIMIC-Prüfung	151

Tabelle 21: Gütekriterien „Soziale Norm“	151
Tabelle 22: Gütekriterien „Einfluss externer Berater“	152
Tabelle 23: Gütekriterien „Subjektive Handlungskompetenz“	152
Tabelle 24: Gütekriterien „Wahrgenommene Vertrautheit“	153
Tabelle 25: Gütekriterien „Wahrgenommener Zugang“	154
Tabelle 26: Gütekriterien „Nutzung“	154
Tabelle 27: Ergebnisse der Hypothesentests.....	155
Tabelle 28: Güte der Modellanpassung	156
Tabelle 29: Prüfung auf den Mediatoreffekt der TPB-Konstrukte	158
Tabelle 30: Gruppenvergleich Unternehmensgröße	159
Tabelle 31: Gruppenvergleich Unternehmenserfolg.....	160
Tabelle 32: Gruppenvergleich Familienunternehmen.....	162
Tabelle 33: Gruppenvergleich Nachfolgefall.....	163
Tabelle 34: Gruppenvergleich hohe vs. niedrige Profitabilität	164
Tabelle 35: Beziehungsprüfung für kapitalstrukturtheoretische Größen.....	168
Tabelle 36: Finanzierungstheorie vs. TPB	187

Verzeichnis der Abkürzungen

AT	Attribute type nach Rossiter (2002)
AVE	Average Variance Extracted
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BK	Beteiligungskapital
Bspw.	Beispielsweise
CDO	Collateralized Debt Obligations
CVC	Corporate Venture Capitalist
EINS	Einstellung (Variable)
EUR	Euro
f.	Folgende
FAMI	Normeinfluss der Familie (Variable)
ff.	Fortfolgende
FINB	Wahrgenommene Deckung des Finanzbedarfs (Variable)
IC	Internal Consistency bzw. Interne Konsistenz
Insb.	Insbesondere
k.A.	Keine Angabe
KI	Konditionsindex
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KONT	Wahrgenommener Kontrollverlust (Variable)
KOST	Wahrgenommene Kosten einer Beteiligungsfinanzierung (Variable)
MBG	Mittelständische Beteiligungsgesellschaft
MERW	Wahrgenommene Mehrwertleistung (Variable)
Mio.	Millionen
NINT	Nutzungsintention (Variable)
NUTZ	Tatsächliche Nutzung (Variable)
OT	Object type nach Rossiter (2002)
POT	Pecking Order Theory
Priv. BK	Privates Beteiligungskapital
RISK	Wahrgenommenes Risiko einer Beteiligungsfinanzierung (Variable)
RT	Rater type nach Rossiter (2002)
SC/L	Scale type and lable nach Rossiter (2002)
SME	Small and Medium Enterprises
SOZN	Soziale Norm (Variable)
SUBK	Subjektive Kompetenz (Variable)

TPB	Theory of Planned Behavior bzw. Theorie des geplanten Verhaltens
TRA	Theory of Reasoned Action bzw. Theorie des zielgerichteten Handelns
u.a.	Unter anderem
VERT	Wahrgenommene Vertrautheit mit Beteiligungskapital (Variable)
VIF	Variance Inflation Factor
Vgl.	Vergleiche
z.B.	zum Beispiel
ZUGA	Wahrgenommener Zugang zu Beteiligungskapital (Variable)

Verzeichnis der Anhänge

Anhang 1: Deskriptive Erhebungen zu Mittelstand und privatem Beteiligungskapital.....	196
Anhang 2: Fragebogen.....	198
Anhang 3: Strukturkennzahlen der Stichprobe.....	206
Anhang 4: Untersuchung auf Diskriminanzvalidität.....	207
Anhang 5: Gruppenvergleich.....	210

1 Einleitung und Gegenstand der Arbeit

1.1 Phänomenen

Eigenkapitalverfügbarkeit und speziell die Verfügbarkeit von privatem Beteiligungskapital¹ sind Faktoren, die für die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes oder einer Region von hoher Bedeutung sind.² Darum bemühen sich viele öffentliche Institutionen um die **Förderung und Entwicklung des privaten Beteiligungskapitalmarktes**: Zum Beispiel von der Bundesregierung³, der EU Kommission⁴, der Kreditanstalt für Wiederaufbau⁵ und von Verbandsorganisationen⁶ liegen Absichtserklärungen vor, „das Angebot an Beteiligungskapital und eigenkapitalnahem Kapital für den breiten Mittelstand weiter auszubauen, bestehende Programme [...] **an die Eigenkapitalbedürfnisse mittelständischer Unternehmen weiter anzupassen** und neue Programme zu entwickeln.“⁷ Gleichzeitig wenden sich aktuell Beteiligungskapitalunternehmen – durch hohe Zuflüsse in Private-Equity-Fonds auf der Suche nach neuen Investmentbereichen – verstärkt dem Mittelstand zu.⁸

Privates Beteiligungskapital gilt als **geeignetes Instrument für die Finanzierung mittelständischer Unternehmen**. Diese Eignung wird mit zwei Argumenten begründet.⁹ Das erste entspringt empirisch validierten Aussagen über **positive Effekte** einer privaten Beteiligungskapitalfinanzierung für die **Entwicklung kleiner und mittlerer Unternehmen**

¹ Eine Definition des Begriffes „Privates Beteiligungskapital“ erfolgt in Kapitel 2.

² Vgl. z.B. Tyebjee/Bruno (1984), S. 1052, Hustedde/Pulver (1992), S. 363, European Commission (1999), S. 2, European Commission (1998), S. 3 ff., NVCA (2004), S. 4, sowie EVCA (2005b), BVK (2005a), Birch (1979).

³ Vgl. CDU/CSU/SPD (2005).

⁴ Vgl. European Commission (1998) und European Commission (1999).

⁵ Vgl. KfW (2003a) und KfW (2003b).

⁶ Vgl. DIHK (2004).

⁷ CDU/CSU/SPD (2005), S. 15; Hervorhebungen durch den Autor.

⁸ Vgl. BVK (2006a), S. 11.

⁹ Vgl. z.B. Ambrose/Winters (1992), S. 89, die diese beiden Faktoren als „Firm Efficiency Effect“ und „Industry Effect“ bezeichnen.

(KMU)¹⁰. Die Art der positiven Einwirkungen ist vielfältig und betrifft die Ergebnisentwicklung¹¹, wichtige Bilanzkennzahlen¹², den Unternehmenswert¹³, ein überdurchschnittliches Wachstum von Umsatz und Ertrag¹⁴, und die Erhöhung der Effizienz bzw. der Produktivität der Leistungserstellung¹⁵. Weiter umfassen sie auch Verbesserungen in der Produktentwicklung¹⁶ und den Management-Systemen¹⁷, die Steigerung der Effektivität von Aufbau- und Ablauforganisation¹⁸, die bessere Ausnutzung strategischer Vorteile¹⁹ und die Verbesserung der langfristigen Orientierung des Unternehmens²⁰. Das zweite Argument geht von **Problemen für (deutsche) KMU** aus und begründet die Vorteilhaftigkeit von privatem **Beteiligungskapital als Lösungsinstrument**. Die in diesem Zusammenhang genannten Probleme umfassen z.B. eine im internationalen Vergleich, gemessen an den Risiken, geringe Ausstattung mit Eigenkapital^{21, 22}, den beschränkten Zugang zu öffentlichen Kapitalmärkten²³, eine andauernde Konsolidierung der Vergabe

¹⁰ Zur Beziehung von „mittelständischen Unternehmen“ und „KMU“ vergleiche Kapitel 2.

¹¹ Vgl. z.B. Wu (1997), S. 375 ff., Long/Ravenscraft (1993a) für Earnings, Kaplan/Stein (1993) für den Cashflow oder Kitzmann/Schiereck (2004) für deutsche Mittelständler generell.

¹² Vgl. z.B. Bull (1989), S. 263 ff., Kaplan (1989a), S. 217, und Smith (1990), S. 21 ff.

¹³ Vgl. z.B. Asquith/Wizman (1990a), Asquith/Wizman (1990b), Cook et al. (1992), Kaplan (1989a), Kaplan (1989b), Thompson et al. (1989) und Madden et al. (1990).

¹⁴ Vgl. z.B. BVK (2005a) für deutsche Mittelständler.

¹⁵ Vgl. z.B. Opler (1992), Lichtenberg/Siegel (1989).

¹⁶ Vgl. z.B. Amess (2003), Long/Ravenscraft (1993b).

¹⁷ Vgl. z.B. Bruining et al. (2004).

¹⁸ Vgl. z.B. Denis (1994), Muscarella/Vetsuypens (1990) oder Phan/Hill (1995).

¹⁹ Vgl. z.B. Folta/Janney (2004), Wright (2001).

²⁰ Vgl. z.B. Fendel/Groh (2002).

²¹ Vgl. Achleitner/Fingerle (2004b), S. 13 ff., Steck (1998), S. 59 ff., KfW (2005a), S. 28, Richter et al. (2004), S. 11, Schneck (2006), S. 23 ff.; Rudolph/Fischer (2000), S. 56, sprechen Beteiligungskapital hingegen die Fähigkeit ab, die vermeintliche Eigenkapital-lücke im deutschen Mittelstand zu füllen.

²² Dies gilt grundsätzlich auch nach Bereinigung von Bilanzspezifika deutscher Unternehmen wie der verstärkten Bildung stiller Reserven; vgl. Deutsche Bundesbank (1992), S. 60 ff., sowie KfW (2003b), S. 2 ff.

²³ Vgl. z.B. Pettit/Singer (1985), S. 56.

von Bankkrediten²⁴ und einen großen Bedarf an Finanzierungen im Rahmen unregelter Unternehmensnachfolgen²⁵.

Auf der Grundlage dieser positiven Argumente stünde zunächst zu vermuten, dass privates Beteiligungskapital im deutschen Mittelstand weit verbreitet wäre.²⁶ Eine Betrachtung der aktuellen Beteiligungsvolumina und der Anzahl von Beteiligungen liefert jedoch ein gegensätzliches Bild: In 2005 bestanden ca. 5.500 Private Equity Beteiligungen an deutschen KMU, was ca. 0,17 %, gemessen an der Gesamtzahl der Unternehmen, ausmacht.²⁷

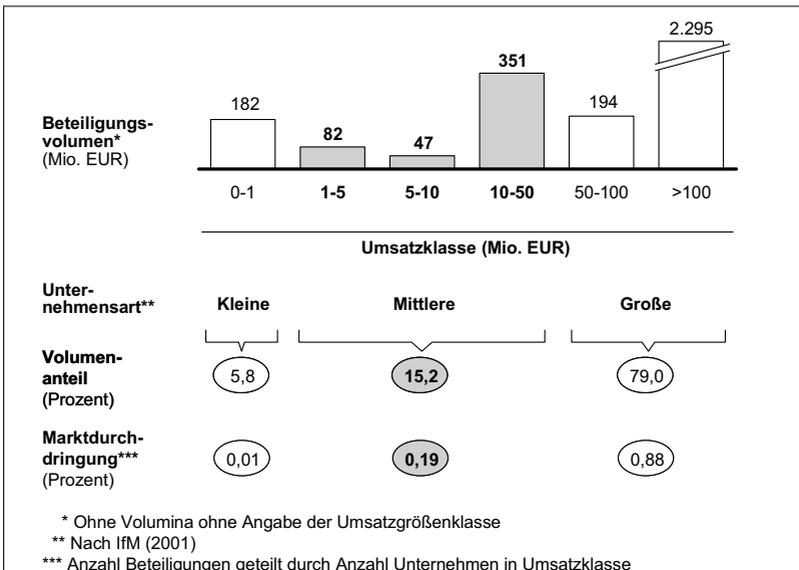


Abbildung 1: Beteiligungsvolumina nach Unternehmensgröße²⁸

²⁴ Vgl. z.B. Tykvová (2005), S. 465, Broda (2003), S. 468, Zimmermann/Schumacher (2005), S. 5, Müller et al. (2004), S. 22 f., IfM/KfW (2006), S. 152.

²⁵ Vgl. Wright (2001), S. 250, Upton/Petty (2000), S. 27 ff., ENSR (1996), S. 211, Burger-Calderon (2005), S. 40, Schröder/Freund (1999), S. 219 ff., Gemünden/Köppen (2000), S. 25 ff.

²⁶ Solche optimistischen Perspektiven für Beteiligungskapital im Mittelstand finden sich z.B. Frommann (2005b), S. 23, Nelles/Klusemann (2004), S. 359, Pütter (2005), S. 35, Pettit/Singer (1985), S. 57.

²⁷ Zahlen nach BVK (2004b), S. 17 f., und Frommann (2005a), S. 538, Bestandszahlen für 2006/2007 liegen bisher nicht vor.

²⁸ Vgl. BVK (2004b), BVK (2005b), BVK (2006a).

Diese **Beteiligungsquote** ist aus verschiedenen Perspektiven als **gering** zu bewerten: Zunächst zeigt Abbildung 1 eine Aufteilung der deutschen Beteiligungsvolumina 2006 über die Unternehmensgröße (gemessen am Umsatz). Sowohl gemessen am Anteil am Volumen als auch an der Anzahl der eingegangenen Beteiligungen ist Finanzierung mit privatem Beteiligungskapital im Segment der mittleren Unternehmen²⁹ unterproportional stark verbreitet.

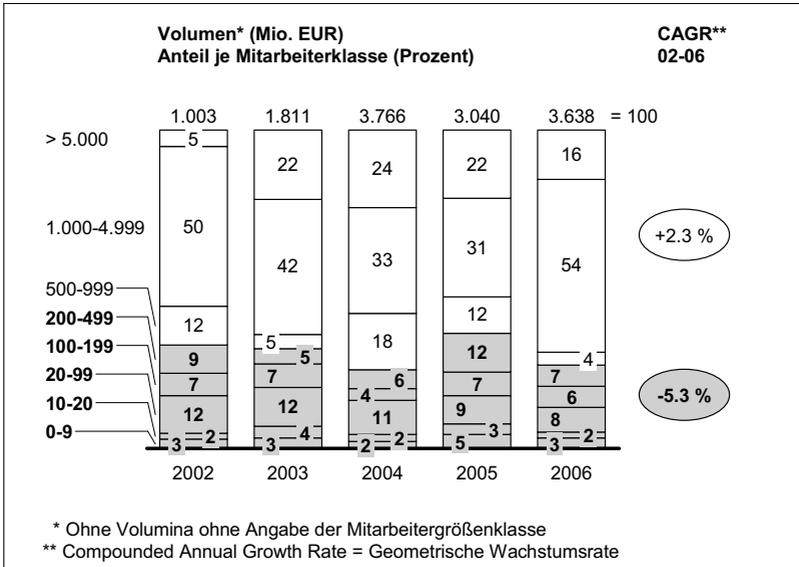


Abbildung 2: Entwicklung der Beteiligungsvolumina nach Größe³⁰

Weiter ergibt sich bei einer **Betrachtung über den Zeitverlauf**, dass der Anteil³¹ der jährlichen Beteiligungsvolumina bei mittleren Unternehmen von 2002 bis 2006 pro Jahr im Durchschnitt um ca. 5 % zurückgegangen ist, während der großer Unternehmen um ca. 2% pro Jahr wächst. Somit profitiert das Segment „Mittelstand“ nur unterproportional vom Wachstum

²⁹ „Mittlere Unternehmen“ entsprechen in dieser Arbeit zu weiten Teilen der im Folgenden aufgestellten Definition von „mittelständischen Unternehmen“.

³⁰ Zahlen nach BVK (2004b), BVK (2005b), BVK (2006a).

³¹ Vgl. u.a. BVK (2004a), BVK (2004b), European Commission (1998), European Commission (1999), EVCA (2002), Impulse/IfM (2004b), KfW (2005a).

des Gesamtmarktes und fällt in der Bedeutung bei Beteiligungskapitalinvestitionen schrittweise zurück.

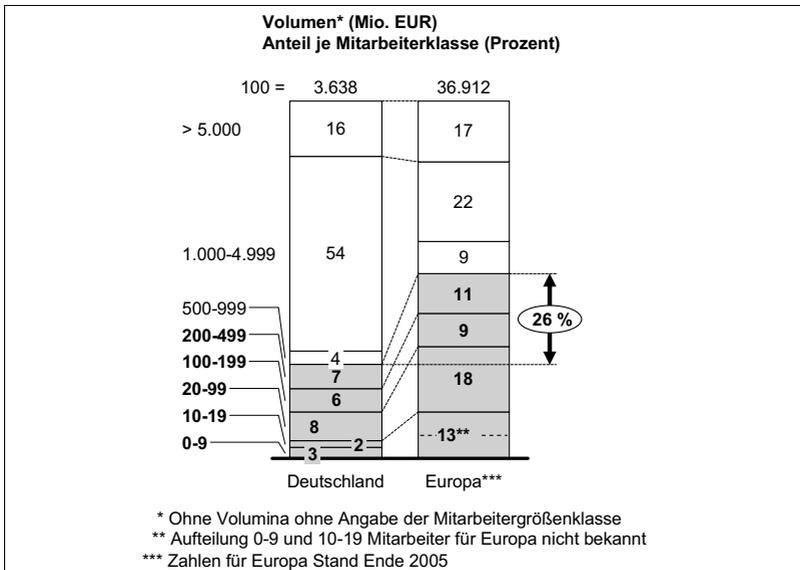


Abbildung 3: Europäische und deutsche Beteiligungsvolumina³²

Auch **im europäischen Vergleich** gilt die Verbreitung von privatem Beteiligungskapital bei deutschen mittleren Unternehmen als (zu) gering³³. Anhang 3 zeigt, dass der Anteil, den europäische KMU von den privaten Beteiligungskapitalvolumina ihrer jeweiligen Heimatländer erhalten, im Mittel ca. 26 % höher liegt als der Anteil, der vom deutschen Beteiligungsvolumen 2006 in deutsche mittlere Unternehmen investiert wurde. Den deutlichsten Vorsprung haben dabei Unternehmen mit 20 bis 99 Mitarbeitern, in die in Europa mit ca. 18 % um 10 % mehr Beteiligungskapitalvolumen investiert wird als in deutsche Unternehmen mit gleicher Größe.³⁴

³² Zahlen nach BVK (2006a), BVK (2004a), EVCA (2006), EVCA (2005b).

³³ Vgl. z.B. Labbé (2003), S. 303, Tyebjee/Vickery (1988), S. 130 ff., Leopold et al. (2003), S. 103 ff.

³⁴ Ein ähnlich großer Unterschied tritt bei Unternehmen mit 0-9 und 10-19 bzw. 0-19 Mitarbeitern auf. Allerdings enthalten die dargestellten Zahlen auch Frühphaseninvestments, so dass dieser Unterschied auch durch eine bessere Entwicklung des Wagniska-

Weiter ergibt sich aus den in Abbildung 4 dargestellten Zahlen, dass auch nach einer Indizierung auf das Bruttoinlandsprodukt das deutsche Investitionsvolumen im Allgemeinen und insbesondere in mittelständische Unternehmen im europäischen Vergleich unterdurchschnittlich ausfällt. Gerade im Vergleich mit den anderen großen europäischen Ländern ist die Verbreitung von privatem Beteiligungskapital gemessen an den aktuellen Volumina, gering.

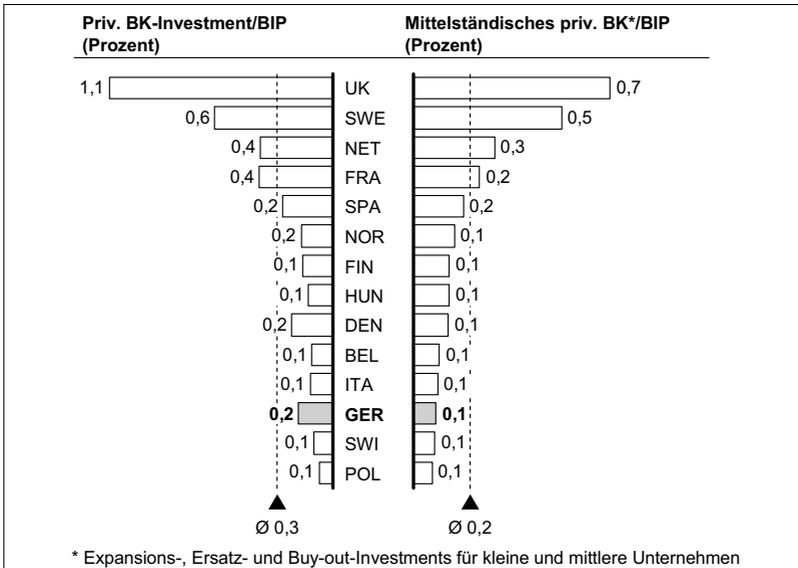


Abbildung 4: BiP-indizierter Vergleich europäischer Beteiligungsvolumina³⁵

Neben den bisher angestellten quantitativen Vergleichen von Anzahl und Volumina deutet auch eine Reihe eher **qualitativer Fakten** auf eine als unterproportional gering einzustufende Verbreitung von privatem Beteiligungskapital im deutschen Mittelstand hin:

pitalmarktes verursacht sein kann. Die Beteiligungskapitaldefinition dieser Arbeit schließt Wagniskapital aus (siehe unten), so dass die Gruppe von 20-99 Mitarbeitern von höherer Relevanz für die hier behandelte Fragestellung ist.

³⁵ Vgl. BVK (2004a), S. 23 ff.

- Deutsche mittelständische Unternehmer bewerten die Relevanz von privatem Beteiligungskapital als Finanzierungsinstrument mit am niedrigsten in Europa.³⁶
- Auch Beteiligungsunternehmen selbst sprechen in Befragungen von einer „Marktlücke“ im mittelständischen Bereich.³⁷
- Schließlich sehen auch Verbandsorganisationen und Interessenvereinigungen die aktuelle Nutzung von privatem Beteiligungskapital im deutschen Mittelstand als ausbaubedürftig an und sprechen von „erheblichem Wachstumspotenzial“³⁸.

Dieser Kontrast zwischen den aufgezeigten potenziellen Chancen und Möglichkeiten, die dem Finanzierungsinstrument „privates Beteiligungskapital“ in seiner Anwendung im deutschen Mittelstand zugeschrieben werden, und der tatsächlich eher geringen Verbreitung sowie der zurückhaltenden Bewertung durch mittelständische Unternehmer bildet das dieser Arbeit zu Grunde liegende Phänomen. Eine genauere Betrachtung der Ursachen ermöglicht die Formulierung von Forschungsfragen, die aufgrund des geschilderten öffentlichen Interesses von hoher Aktualität und Relevanz sind.

1.2 Forschungsfragen

Viele Arbeiten identifizieren als Ursachen der geringen Verbreitung von privatem Beteiligungskapital im Mittelstand Gründe, die auf Markteffizienzprobleme privater Beteiligungskapital-Angebote abzielen und ein unzureichendes Risiko/Rendite-Verhältnis für die **Anbieter von Beteiligungskapital** zur Folge haben.³⁹ Dazu zählen beispielsweise eine unzureichende

³⁶ Vgl. z.B. Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit (2001), S. 62: Deutschland weist vor Österreich die zweitniedrigste Relevanz- und Wichtigkeitsbewertung für privates Beteiligungskapital auf.

³⁷ Vgl. z.B. KfW (2003b), S. 7, Broda (2003), S. 468.

³⁸ Vgl. KfW (2003a), S. 42.

³⁹ Vgl. bspw. Schöning (2007), Becker/Hellmann (2002) oder Berger/Udell (1998).

Exit-Situation⁴⁰, geringe Transparenzvorschriften⁴¹, bevorteilte Konkurrenten im Bankensektor⁴², problematische staatliche Eingriffe in den Markt⁴³ oder eine nachteilige steuerliche Behandlung von Beteiligungsinvestments⁴⁴. Es wird implizit angenommen, dass sich Beteiligungskapital umso stärker in mittelständischen Unternehmen durchsetzt, je höher der Erfüllungsgrad dieser Faktoren ist, bzw. je vorteilhafter die Konditionen und Rahmenbedingungen für die angebotsseitigen Akteure gestaltet sind.

Allerdings scheint eine weitergehende Beschäftigung mit diesem Phänomen notwendig: Obwohl in den letzten Jahren Fortschritte bei der Lösung dieser angebotsseitigen Probleme erzielt wurden⁴⁵, ist der Anteil an privatem Beteiligungskapital im Mittelstand über die letzten Jahre wie dargestellt eher stabil bis rückläufig. Die empirische Entwicklung entspricht dem skizzierten angebotsseitigen Erklärungsansatz also nicht vollständig, auch andere Faktoren beeinflussen die mittelständische Finanzierungsentscheidung.⁴⁶

Neue Impulse können aus einer Veränderung des Blickwinkels folgen: Anstelle einer eher anbieterseitig orientierten Untersuchung kann eine Betrachtung der mittelständischen Beteiligungskapitalnutzung auch von der Kapitalnachfrageseite – d.h. vom mittelständischen Unternehmer ausgehend – durchgeführt werden.⁴⁷ Eine solche nachfrageseitige Fokussierung

⁴⁰ Vgl. Schöning (2007), S. 223.

⁴¹ Vgl. Berger/Udell (1998), S. 660 ff.

⁴² Vgl. z.B. Black/Gilson (1998), Becker/Hellmann (2002), S. 34 ff., Leopold et al. (2003), S. 91 ff.

⁴³ Vgl. z.B. Rudolph/Haagen (2005), S. 336 ff., Leopold et al. (2003), S. 64 ff., Fiedler/Hellmann (2001), S. 19 ff.

⁴⁴ Vgl. z.B. Leopold et al. (2003), S. 101 ff.

⁴⁵ Vgl. im Detail Kapitel 2.2.3, sowie z.B. Leopold et al. (2003), S. 77 Schöning (2007), S. 223, und S. 177 ff., Achleitner et al. (2006), S. 90 ff.

⁴⁶ Vgl. Leopold et al. (2003), S. 103 ff., die unter den gegebenen Rahmenbedingungen eine Verdoppelung bis Verdreifachung des Beteiligungskapitalvolumens in Deutschland als Marktpotential der Zukunft abschätzen; vgl. weiter Geiseler (1999).

⁴⁷ Eine solche Trennung von angebots- und nachfrageseitigen Effekten wird z.B. bei Cressy/Olofsson (1997a), S. 89, vorgenommen: „We define a supply side finance constraint as a capital market imperfection that leads to a socially incorrect supply of funds to projects or the incorrect interest rate charged on funds. (...) We define a