

Entrepreneurial and Financial Studies

Hrsg.: Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

Prof. Dr. Christoph Kaserer

**Simon J. Wahl**

# Private Debt

Private Fremdkapital- und  
Mezzanine-Kapital-Platzierungen  
bei institutionellen Investoren

Verlag Wissenschaft & Praxis



## Private Debt

# Entrepreneurial and Financial Studies

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

Prof. Dr. Christoph Kaserer

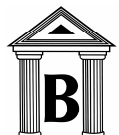
Band 3

Simon J. Wahl

# Private Debt

Private Fremdkapital- und Mezzanine-Kapital-  
Platzierungen bei institutionellen Investoren

Verlag Wissenschaft & Praxis



Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

ISBN 3-89673-238-2

© Verlag Wissenschaft & Praxis  
Dr. Brauner GmbH 2004  
D-75447 Sternenfels, Nußbaumweg 6  
Tel. 07045/930093 Fax 07045/930094

Alle Rechte vorbehalten

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

Printed in Germany

## Geleitwort

Die Unternehmensfinanzierung in Deutschland steht vor einem grundsätzlichen Wandel. Unternehmen klagen zunehmend über sich intensivierende Probleme bei der Kapitalbeschaffung. Insbesondere dem deutschen Mittelstand wird dabei in der öffentlichen Diskussion sehr viel Aufmerksamkeit geschenkt. Auf der einen Seite wird dieser als die tragende Säule der deutschen Volkswirtschaft beschrieben, auf der anderen Seite ist er vom propagierten Teilrückzug der Banken aus der Kreditfinanzierung am stärksten betroffen. Die verminderte Bereitschaft der Banken, Kredite an mittelgroße Unternehmen zu vergeben, ist jedoch nicht ausschließlich auf die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung für Banken (Stichwort: Basel II) zurückzuführen, sondern ist vielmehr die Konsequenz eines zunehmenden internationalen Wettbewerbs bei den Banken, hoher Kreditausfälle, der andauernden rezessionshaften Konjunkturentwicklung, nicht marktgerecht bepreister Kreditfinanzierungen in der Vergangenheit sowie des zukünftigen Wegfalls der Gewährträgerhaftung und der Anstaltslast bei Landesbanken und Sparkassen.

Private-Equity-Finanzierungen, Venture-Capital-Finanzierungen eingeschlossen, werden in dieser Situation ebenfalls als Lösungsansatz dafür gesehen, zum einen die viel beschworene Eigenkapitallücke deutscher Unternehmen zu verringern und zum anderen die eingeschränkte Verfügbarkeit von Krediten zu kompensieren. Maßgeblich profitieren konnten die Beteiligungsgesellschaften von der gegenwärtigen Entwicklung jedoch wider allen Erwartungen nicht. Dem deutschen Markt für externes Eigenkapital wird zwar immer ein beträchtliches Potenzial zugeschrieben. Dieses zumindest in Teilen realisieren konnten bisher jedoch nur wenige Private-Equity-Investoren.

An dieser Stelle setzt die vorliegende Arbeit von Herrn Wahl an und stellt die Finanzierungsalternative Private Debt, d. h. privat platzierte Fremdkapital- und Mezzanine-Kapital-Finanzierungen, für die spezielle Gruppe der Middle-Market-Unternehmen vor. Die Arbeit integriert theoretisch fundiert die Finanzierungsalternative Private Debt in die Kapitalstruktur- und Finanzierungsentscheidung von Middle Market Companies, ermittelt die unternehmensseitigen Voraussetzungen für Private-Debt-Finanzierungen, diskutiert verschiedene Strukturierungsmöglichkeiten und stellt den Private-Debt-Prüfungs- und Investitionsprozess aus Praxissicht dar. Die wechselsei-

tige Einnahme der Unternehmens- und Kapitalgeberperspektive liefert dabei einen ebenso großen Mehrwert wie die explizite Betrachtung der bisher weitgehend un-selbstständig berücksichtigten Middle Market Companies, welche sich größenmäßig zwischen dem klassischen Mittelstand und den großen, börsennotierten Konzernen wiederfinden.

Angesichts der umfassenden theoretischen Basis der Arbeit, der abschließenden Darstellung praxisnaher Umsetzungs- und Gestaltungsmöglichkeiten von Private-Debt-Finanzierungen, der innovativen Berücksichtigung zahlreicher Teilaspekte der Finanzierungsentscheidung in Unternehmen, der Einbindung sämtlicher an einer Unternehmensfinanzierung Beteiligter in die Betrachtung sowie der mehrfachen profunden Diskussion bisher unbeleuchteter Fragestellungen liefert die Arbeit von Herrn Wahl deutliche Impulse für die wissenschaftliche Diskussion und liefert kapitalsuchenden Unternehmen umfassende Informationen zur Finanzierungsalternative Private Debt. Ich wünsche der Arbeit daher eine weite Verbreitung in Wissenschaft und Praxis und freue mich über zukünftige Forschungsarbeiten, welche auf diesem Werk aufbauen.

München im Juli 2004

Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

## Vorwort

Wer sich im Bereich der Finanzierung mittelgroßer Unternehmen ernsthaft mit den Möglichkeiten der Fremdkapitalfinanzierung auseinandersetzt, erntet nicht selten den sofortigen Vorwurf, dass es sich dabei um eine vergangenheitsorientierte Betrachtung einer nicht-zukunftsfähigen Finanzierungsform handelt. Wer dann noch an einem Lehrstuhl tätig ist, dessen Forschungs- und Lehrgebiet Entrepreneurial Finance ist, stößt oft auf vollständiges Unverständnis beim Gegenüber.

Im Gleichklang mit der Berichterstattung in der Öffentlichkeit hat sich die betriebswirtschaftliche Forschung in den vergangenen Jahren umfassend der Diskussion der Wachstumsfinanzierung sowie der Venture-Capital- und Private-Equity-Finanzierung von Unternehmen gewidmet. Oftmals blieb dabei unberücksichtigt, dass ein großer Teil der Unternehmen für externe Beteiligungsfinanzierungen gar nicht in Frage kommt und ein weiterer Großteil der Übrigbleibenden solche bisher noch prinzipiell ablehnt.

Angesichts der Feststellung, dass eine große Zahl der Mittelstands- und Middle-Market-Unternehmen Eigenkapital brauchen, aber kein externes wollen, gleichzeitig Fremdkapital wollen, aber keines von den Banken bekommen, gilt es die gegenwärtige Situation zu überdenken, um zielorientiert innovative, praktikable Lösungsansätze zur Kapitalbeschaffung zu entwickeln. Private Debt bricht das traditionelle Denkmuster, dass Kreditfinanzierung mit Bankfinanzierung gleichzusetzen ist, zumindest was die Gruppe der betrachteten Unternehmen betrifft. Dass es sich dabei weder um ein Finanzierungsinstrument, noch um eine Kapitalform handelt, sondern um eine innovative, alternative Form der Kapitalbeschaffung, bei welcher zahlreiche Teilaspekte zu berücksichtigen sind, hat nicht gerade dazu beigetragen, die vorliegende Arbeit kurz zu halten, machte das wissenschaftliche Arbeit jedoch umso spannender.

Die vorliegende Arbeit entstand während meiner Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance an der Technischen Universität München sowie als Mitglied des Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) an der Technischen Universität München. Dass ich sie zu einem erfolgreichen Abschluss führen konnte, verdanke ich zahlreichen Umständen und Personen.



Größter Dank gebührt meiner verehrten Doktormutter, Frau Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner. Ihre Unterstützung war nicht nur im Hinblick auf die Dissertation herausragend; für das mir entgegengebrachte große Vertrauen bin ich sehr dankbar. Ihre Unkonventionalität sowie ihr unermüdlicher Antrieb in persönlicher und beruflicher Hinsicht werden mir immer Vorbild bleiben.

Danken möchte ich an dieser Stelle insbesondere meiner lieben Kollegin Eva Nathusius, die mir jederzeit als eine sehr gute Freundin unterstützend zur Seite stand. Ihr Witz und ihre Lebensfreude verschafften mir unendlichen Spaß.

Gleichfalls dazu beigetragen hat Christian Fingerle. Zusammen als „Assistenten der ersten Generation“ hatten wir nicht nur so manche anregende wissenschaftliche und nicht-wissenschaftliche Diskussion und Unterhaltung, sondern haben durch unsere Unterschiedlichkeit den neu geschaffenen Lehrstuhl in vielerlei Hinsicht nachhaltig geprägt.

Ebenfalls dankbar bin ich Thorsten Groth und Kay Müller sowie Annabell Geidner. Es war eine große Freude, mit ihnen am Lehrstuhl zusammenzuarbeiten.

Gleichfalls danke ich allen Anderen, die mich direkt oder indirekt während meiner Promotionszeit unterstützt und damit zum Erfolg meiner Forschungsarbeiten beigetragen haben. Insbesondere möchte hier meine Eltern ansprechen, die mir zu jeder Zeit Unterstützung und Sicherheit entgegen gebracht haben, und meine Freundin.

Nicht zuletzt gilt mein Dank auch Herrn Prof. Dr. Dr. hc. Wolfgang Lück für die Übernahme des Korreferats sowie Herrn Prof. Dr. Dr. hc. Ralf Reichwald für die Übernahme des Vorsitzes der Prüfungskommission.

Ihnen allen gilt mein Dank.

München im Juli 2004

Simon J. Wahl

# Inhaltsverzeichnis

<b>ABBILDUNGSVERZEICHNIS</b>	<b>IX</b>
<b>ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS</b>	<b>XI</b>
<b>1 EINLEITUNG</b>	<b>1</b>
1.1 Problemstellung	1
1.2 Zielsetzung und Gang der Untersuchung	5
<b>2 BEGRIFFLICHE KLÄRUNGEN UND ABGRENZUNGEN</b>	<b>11</b>
2.1 Aspekte der Unternehmenstypisierung	11
2.1.1 Einführende Überlegungen	11
2.1.2 Quantitative Differenzierungsmerkmale	12
2.1.3 Qualitative Differenzierungsmerkmale	16
2.1.3.1 Typologie	16
2.1.3.1.1 Unternehmenshistorie und Strukturexistenz	16
2.1.3.1.2 Innovationsgrad und Wachstumspotenzial	18
2.1.3.2 Weitere typische Merkmale kleiner und mittelgroßer Unternehmen in Deutschland	21
2.1.4 Eingrenzung der Untersuchungsobjekte: Middle Market Companies	24
2.2 Private Unternehmensfinanzierung	29
<b>3 REALITÄT UND THEORIE DER FINANZIERUNG VON MIDDLE MARKET COMPANIES IN DEUTSCHLAND</b>	<b>35</b>
3.1 Realität der Finanzierung	35
3.1.1 Realität der Innenfinanzierung	35
3.1.2 Realität der Fremdkapitalfinanzierung	36
3.1.2.1 Bedeutung der bankenorientierten Kreditfinanzierung	36

3.1.2.2	Aktuelle Entwicklungstendenzen auf dem Markt für Bankfinanzierungen	37
3.1.2.3	Realität der Finanzierung mit existierenden alternativen Finanzierungsformen im Fremdkapitalbereich	43
3.1.3	Realität der Eigenkapitalfinanzierung	49
3.1.3.1	Einführende Überlegungen	49
3.1.3.2	Interne Beteiligungsfinanzierung	50
3.1.3.3	Private externe Beteiligungsfinanzierung: Private Equity	51
3.1.3.4	Öffentliche externe Beteiligungsfinanzierung: Börse	58
3.1.4	Typische Sonderformen der Finanzierung	63
3.1.5	Realität der öffentlichen Förderung	67
3.1.6	Zwischenfazit: Finanzierungssituation von Middle Market Companies in Deutschland	68
<b>3.2</b>	<b>Theorie der Finanzierung</b>	<b>71</b>
3.2.1	Middle Market Companies in der Finanzierungstheorie: Relevanz bisheriger Ergebnisse der Kapitalstrukturforschung	71
3.2.1.1	Grundsätzliche Fragestellungen der Kapitalstrukturforschung	71
3.2.1.2	Theoretisch-normative Grundlagen der Kapitalstrukturentscheidung	77
3.2.1.2.1	Irrelevanz der Kapitalstruktur nach MODIGLIANI/MILLER	77
3.2.1.2.2	Steuerorientierter Ansatz von DEANGELO/MASULIS	80
3.2.1.2.3	Agency-theoretischer Ansatz von JENSEN/MECKLING	82
3.2.1.2.4	Pecking Order von DONALDSON und MYERS	85
3.2.1.2.5	Signaling-basierte Pecking Order von MYERS/MAJLUF	86
3.2.1.2.6	Modified Pecking Order Theory von BONTEMPI	92
3.2.1.2.7	Property-Rights-basierter Ansatz der Kapitalstruktur	93

---

3.2.1.2.8	Zwischenfazit: normativ-theoretische Ansätze	94
3.2.1.3	Empirisch untersuchte Determinanten der Kapitalstruktur	97
3.2.1.3.1	Hintergrund und Zielsetzung der Determinantenforschung	97
3.2.1.3.2	Unternehmensrisiko	99
3.2.1.3.3	Unternehmensgröße	100
3.2.1.3.4	Zusammensetzung der Vermögensgegenstände	101
3.2.1.3.5	Unternehmensrentabilität	102
3.2.1.3.6	Wachstum und Wachstumschancen	103
3.2.1.3.7	Unternehmensbranche	104
3.2.1.3.8	Unternehmenshistorie	105
3.2.1.3.9	Kapitalmarktsentiment	106
3.2.1.3.10	Rahmenbedingungen und institutionelle Charakteristika	107
3.2.1.3.11	Zwischenfazit: Determinanten der Kapitalstruktur	107
3.2.2	Zwischenfazit: Middle Market Companies und deren Finanzierungsverhalten im Lichte der Finanzierungstheorie	108
<b>4</b>	<b>FINANZIERUNGALTERNATIVE PRIVATE DEBT: MARKT UND AUSGESTALTUNGSFORMEN</b>	<b>111</b>
<b>4.1</b>	<b>Definitionen und Abgrenzungen</b>	<b>111</b>
<b>4.2</b>	<b>Kapitalform und Erscheinungsformen</b>	<b>117</b>
4.2.1	Historie der privaten Fremdkapitalfinanzierung	117
4.2.2	Private-Debt-Anbieter und -Markt	120
4.2.3	Verhältnis von Private Debt zu Mezzanine-Kapital	125
4.2.4	Einsatzmöglichkeiten für Private Debt	135
4.2.5	Ausgewählte Private-Debt-Finanzierungsstrukturierungen	140
4.2.5.1	Einführende Überlegungen zu Private-Debt- Finanzierungsverträgen	140
4.2.5.2	Fremdkapitalnahe Private-Debt-Finanzierungen	145

4.2.5.2.1	Erstrangige Kreditfinanzierungen	145
4.2.5.2.2	Erstrangige „Leveraged“ Kreditfinanzierungen	146
4.2.5.2.3	Nachrangige Kreditfinanzierungen	147
4.2.5.2.4	Zerobond-Finanzierungen	147
4.2.5.2.5	High-Yield-Finanzierungen	148
4.2.5.2.6	Stretch Senior Debt	149
4.2.5.3	Mezzanine Private-Debt-Finanzierungen	150
4.2.5.3.1	„Debt-with-warrant“- Finanzierungslösungen	150
4.2.5.3.2	Partiarische und indexierte Darlehen	152
4.2.5.3.3	„Payment-in-kind“-Finanzierungslösungen	154
4.2.5.3.4	„HoldCo“-Finanzierungen	155
4.2.5.4	Sonstige Private-Debt-Instrumente	158
4.2.5.4.1	Venture Leasing und Venture Lending	158
4.2.5.4.2	Genussrechtskapital	161
4.2.5.4.3	Private Vorzugsaktien	162
4.2.6	Intermediation im Markt für privates Fremdkapital und Mezzanine-Kapital	163
4.2.6.1	Funktion der Finanzintermediation	163
4.2.6.2	Exkurs: Fondsbasierte Private-Debt-Finanzierungen	171
4.2.6.3	Zukunft der Finanzintermediation	175
<b>4.3</b>	<b>Zwischenfazit: Private Debt als Finanzierungsform</b>	<b>178</b>
<b>5</b>	<b>PLANUNG UND DURCHFÜHRUNG EINER PRIVATE-DEBT- FINANZIERUNG</b>	<b>181</b>
<b>5.1</b>	<b>Implikationen der Finanzierungstheorie für die Finanzierung von Middle Market Companies mit Private Debt</b>	<b>181</b>
5.1.1	Einführende Überlegungen	181
5.1.2	Wahl der geeigneten Kapitalform	182
5.1.3	Wahl des geeigneten Kapitalgebers	186
5.1.4	Ansatz zu einer Theorie der Finanzierung von Middle Market Companies in Deutschland mit Private Debt	195

---

<b>5.2 Kapitalnehmerseitige Voraussetzungen für eine Private-Debt-Finanzierung</b>	<b>201</b>
5.2.1 Einführende Überlegungen	201
5.2.2 Geschäftsmodell und Geschäftsplan	202
5.2.3 Nachhaltigkeit und Transparenz der Cashflows	204
5.2.4 Quantitative Größenkriterien	209
5.2.4.1 Transaktionsgröße	209
5.2.4.2 Unternehmensgröße	213
5.2.5 Credit Story: Kreditfähigkeit und Kreditwürdigkeit	214
5.2.6 Kontrollrechte von Private-Debt-Investoren	221
5.2.7 Informationsrechte von Private-Debt-Investoren	225
5.2.8 Beteiligung von Private-Equity-Investoren	229
<b>5.3 Private-Debt-Investitionsprozess</b>	<b>232</b>
5.3.1 Einführende Überlegungen	232
5.3.2 Phasen des Private-Debt-Investitionsprozess	236
5.3.2.1 Phase 1: Screening	236
5.3.2.1.1 Dealflow	236
5.3.2.1.2 Machbarkeitsprüfung	237
5.3.2.2 Phase 2: Erste Prüfungsphase und Investorenansprache	238
5.3.2.2.1 Mandatserteilung an den Private-Debt-Intermediär	238
5.3.2.2.2 Due Diligence des Private-Debt-Intermediärs	239
5.3.2.2.3 Teaser und Pre-Marketing	240
5.3.2.2.4 Shortlist der Investoren	241
5.3.2.2.5 Informations-Memorandum	242
5.3.2.2.6 Road Shows	243
5.3.2.3 Phase 3: Zweite Prüfungsphase und Verhandlungsphase	244
5.3.2.3.1 Exklusivität	244
5.3.2.3.2 Investoren-Due-Diligence und Unternehmensbewertung	245
5.3.2.3.3 Detaillierte Term Sheets	246
5.3.2.3.4 Dokumentation	247

---

5.3.2.3.5	Closing	247
5.3.2.4	Phase 4: Investitionsmanagement	248
5.3.2.4.1	Kontrolle und Unterstützung	248
5.3.2.4.2	Zins und Tilgung	249
5.3.3	Kostenelemente einer Private-Debt-Finanzierung	250
<b>5.4</b>	<b>Besondere Aspekte bei Private-Debt-Finanzierungen</b>	<b>252</b>
5.4.1	Syndizierung bei Private-Debt-Finanzierungen	252
5.4.1.1	Grundüberlegungen und definitorische Abgrenzung	252
5.4.1.2	Motive für syndizierte Private-Debt-Finanzierungen	256
5.4.1.2.1	Kapitalbeschaffung	256
5.4.1.2.2	Reziprozität und Dealflow	257
5.4.1.2.3	Reputationssteigerung	258
5.4.1.2.4	Informationsbeschaffung und -teilung, Investitionsprüfung und -Management	260
5.4.1.2.5	Risikoteilung, Risikominimierung und Risikodiversifikation	262
5.4.1.2.6	Fazit: Syndizierte Private-Debt- Finanzierungen	264
5.4.2	Engagement von Private-Equity-Investoren bei der Fremdkapitalbeschaffung von Portfoliounternehmen	265
5.4.2.1	Einführende Überlegungen	265
5.4.2.2	Perspektive des finanzierten Unternehmens und des Fremdkapitalgebers	266
5.4.2.2.1	Dimensionen des Engagements einer Beteiligungsgesellschaft bei der Fremdkapitalfinanzierung eines Portfoliounternehmens	266
5.4.2.2.2	Signalingfunktion	268
5.4.2.2.3	Intermediärsfunktion	271
5.4.2.2.4	Sicherungsfunktion	272
5.4.2.2.5	Kapitalgeberfunktion	275
5.4.2.3	Perspektive der Beteiligungsgesellschaft	277
5.4.2.4	Fazit: Fremdkapitalbeschaffung von Portfoliounternehmen	279

---

<b>6</b>	<b>SCHLUSSBETRACHTUNG</b>	<b>281</b>
6.1	Zusammenfassung	281
6.2	Kritische Würdigung und Ausblick	286
	<b>LITERATURVERZEICHNIS</b>	<b>291</b>





## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Gang der Untersuchung.....	9
Abbildung 2: Quantitative Abgrenzung von kleinen und mittleren Unternehmen durch die EUROPÄISCHE KOMMISSION .....	12
Abbildung 3: Quantitative Abgrenzung von kleinen, mittleren und großen Unternehmen durch das Institut für Mittelstandsforschung .....	13
Abbildung 4: Klassischer Mittelstand versus Middle Market Companies .....	28
Abbildung 5: Private versus öffentliche Finanzierungen .....	30
Abbildung 6: Gründe mittelständischer Unternehmen, keinen Börsengang anzustreben .....	59
Abbildung 7: Überprüfung der Übertragbarkeit von Untersuchungsergebnissen ...	76
Abbildung 8: Ansätze der Kapitalstrukturtheorie und Determinanten der Kapitalstruktur .....	77
Abbildung 9: Pecking Order und Reverse Pecking Order.....	91
Abbildung 10: Sekundärmarktliquidität und Kapitalcharakter .....	112
Abbildung 11: Risiko-Rendite-Relation mezzaniner Finanzierungstitel.....	115
Abbildung 12: Phasenbezogene Kapitalform-orientierte Abgrenzung von Finanzierungsformen.....	116
Abbildung 13: Mögliche Investitionsstrukturen.....	125
Abbildung 14: Rangfolge und Besicherung von Kreditfinanzierungen .....	128
Abbildung 15: Klassische Möglichkeiten des Begriffsverständnisses von Mezzanine-Finanzierungen .....	130
Abbildung 16: Strukturierung von Besicherung, Seniorität und Erfolgsbeteiligung bei Private-Debt-Finanzierungen.....	133
Abbildung 17: Einordnung von Mezzanine-Finanzierungen und Abgrenzung des Private-Debt-Investmentbereichs .....	135
Abbildung 18: Einsatzmöglichkeiten von Private-Debt-Finanzierungen.....	136
Abbildung 19: Wesentliche Module von Private-Debt-Finanzierungsverträgen ..	142

---

Abbildung 20: Risiko-Rendite-Profil ausgewählter Private-Debt-Finanzierungen (Beispielhafte Darstellung).....	144
Abbildung 21: Strukturelle Nachrangigkeit bei Private-Debt-Finanzierungen .....	157
Abbildung 22: Koordinationsformen von (Finanzierungs-)Beziehungen .....	167
Abbildung 23: Wesentliche Primärfunktionen eines Finanzintermediärs .....	168
Abbildung 24: Organisation des Private-Debt-Markts (Fondsbasierte Private-Debt-Finanzierung) .....	173
Abbildung 25: Bank- versus Marktorientierte Finanzsysteme .....	176
Abbildung 26: Kapitalstrukturentscheidung .....	183
Abbildung 27: Zweistufiger Entscheidungsprozess bei der Wahl des Kapitalgebers (Prozesscharakter).....	188
Abbildung 28: Fremdkapitalgeber und Charakteristika des deutschen Kreditmarkts .....	194
Abbildung 29: Kapitalstrukturentscheidung und Kapitalgeberentscheidung .....	199
Abbildung 30: Pecking Order ohne und mit Private Debt.....	200
Abbildung 31: Cashflow als Erfolgsgröße (Beispiel).....	206
Abbildung 32: Arten von Transaktionskosten allgemein und bei Private-Debt- Finanzierungen .....	210
Abbildung 33: Einflussfaktoren auf Transaktionskosten.....	211
Abbildung 34: Rating von Mittelstandsunternehmen und Credit Spreads .....	217
Abbildung 35: Investitionswürdigkeitsprüfung bei mezzaninen Private-Debt- Finanzierungen .....	221
Abbildung 36: Idealtypischer Private-Debt-Investitionsprozess (Direktfinanzierung) .....	234
Abbildung 37: Primär Beteiligte am Private-Debt-Investitionsprozess .....	235
Abbildung 38: Funktionen einer Beteiligungsgesellschaft bei der Fremdkapitalaufnahme eines Portfoliounternehmens.....	267

## Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Backed Securities
AktG	Aktiengesetz
BAFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BVK	Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften
bzgl.	bezüglich
CAPEX	Capital expenditure
CBO	Collateralized Bond Obligations
CDO	Collateralized Debt Obligations
CLO	Collateralized Loan Obligations
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
et al.	et alii
EVCA	European Venture Capital Association
Fn.	Fußnote
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GPO	Going-Public-Optionsanleihe
GroMiKrV	Großkredit- und Millionenkreditverordnung
HN(W)I	High Net (Worth) Individual
i. e. S.	im engeren Sinn
i. w. S.	im weiteren Sinn
IPO	Initial Public Offering
IRR	Internal Rate of Return
k. A.	keine Angabe
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KWG	Kreditwesengesetz
LBO	Leveraged Buyout
LIBOR	London Interbank Offered Rate
LMBO	Leveraged Management Buyout
M&A	Mergers & Acquisitions
MBI	Management Buyin
MBO	Management Buyout
OTC	Over-the-Counter
PIK	Payment in kind
PO	Pecking Order
Rz.	Randziffer
SME	Small and Medium-sized Enterprise
SPE	Special Purpose Entity
SPV	Special Purpose Vehicle
TO	Trade-off
u. a. O.	und andere Orte
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz



# 1 Einleitung

## 1.1 Problemstellung

Die Finanzierung von Unternehmen in Deutschland steht vor grundlegenden Umwälzungen.<sup>1</sup> Im Bereich der Finanzierung mit Fremdkapital steht die klassische Hausbankfinanzierung vor großen Herausforderungen. Die Neuregelung der Eigenkapitalunterlegung von Risikoaktiva bei Kreditinstituten 2007 (Stichwort Basel II), der zunehmende Wettbewerb unter Kreditinstituten, der Wegfall der Gewährträgerhaftung bei Landesbanken und Sparkassen 2005 sowie der Rückzug der großen Privatbanken aus der Kreditfinanzierung bereiten Unternehmen bereits heute zum Teil erhebliche Probleme bei der Beschaffung von Fremdkapital zur Finanzierung von Erhaltungs-, Rationalisierungs- oder Erweiterungsinvestitionen und des Umlaufvermögens.

Auf der Eigenkapitalseite hat sich in Deutschland in den vergangenen Jahren ein aktiver Markt für externes Eigenkapital in Form von Private Equity und Venture Capital etablieren können. Zahlreiche deutsche wie auch internationale Beteiligungsgesellschaften stehen bereit, Eigenkapitalinvestitionen in deutsche Unternehmen zu tätigen. Entgegen den Erwartungen ist heute nur ein sehr geringer Bruchteil der oft als eigenkapitalschwach bezeichneten deutschen Unternehmen tatsächlich Private-Equity- oder Venture-Capital-finanziert. Zurückzuführen ist dies auf die Tatsache, dass ein Großteil der deutschen Unternehmen für externe Eigenkapitalinvestoren als Investitionsobjekt unattraktiv erscheint oder schlichtweg zu klein ist.<sup>2</sup> Darüber hinaus werden seitens des Unternehmens, genauer des Unternehmers, Private-Equity- und Venture-Capital-Finanzierung häufig aus diversen Gründen prinzipiell abgelehnt. Der Markt für externes Eigenkapital weist damit erhebliche Friktionen auf.

Angesichts der Probleme bei der Fremdkapitalfinanzierung und der Ablehnung oder Unmöglichkeit einer externen Eigenkapitalfinanzierung wird derzeit intensiv diskutiert, inwieweit Unternehmen alternative Finanzierungsinstrumente nutzen können, welche häufig als „innovativ“ bezeichnet werden. In der Realität ist der Innovationsgrad von Factoring-Lösungen, Leasing, Asset Backed Securities oder aber stillen

---

<sup>1</sup> Siemens Financial Services (2002) sprechen gar von einer „stillen Revolution“ der Unternehmensfinanzierung.

<sup>2</sup> So ist für über neun von zehn Beteiligungsgesellschaften ein typisches mittelständisches Unternehmen in Deutschland als Investitionsobjekt schlichtweg zu klein, vgl. Burgmaier, S. (2004), S. 72f.

Beteiligungen und Gesellschafterdarlehen als gering anzusehen. Auch kommen diese Finanzierungsinstrumente für eine große Zahl der Unternehmen nicht in Frage, da die Unternehmen zu klein sind, oder die „alternativen“ Finanzierungsformen nicht den Kapitalbetrag aufzubringen vermögen, welcher von den Unternehmen tatsächlich benötigt wird.

Darüber hinaus bleibt bei der Diskussion alternativer Finanzierungsinstrumente häufig unberücksichtigt, dass ein neues, innovatives Finanzierungsinstrument alleine in der Regel nicht die Lösung von grundsätzlichen Finanzierungsproblemen leisten kann. So bleibt beispielsweise bei der Diskussion um Mezzanine-Finanzierungen<sup>3</sup> als Lösung für mittelständische Finanzierungsprobleme in Deutschland weitgehend unberücksichtigt, wer denn dabei als Kapitalgeber fungieren kann und soll.

Der überragend große Teil der wissenschaftlichen Untersuchungen zur Unternehmensfinanzierung ist durch Bipolaritäten hinsichtlich verschiedener Merkmale geprägt. So wird in Deutschland klassischerweise zwischen neugegründeten und etablierten Unternehmen unterschieden. Ebenfalls wird zwischen kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) auf der einen und Großunternehmen auf der anderen Seite unterschieden. Damit wird jedoch hinsichtlich finanzierungstheoretischer und -praktischer Fragestellungen prinzipiell jene Gruppe von Unternehmen von der Betrachtung ausgegrenzt, die von der Unternehmensgröße her attraktiv für Beteiligungsgesellschaften wären, welche insbesondere eigentümergeführte Unternehmen jedoch häufig prinzipiell ablehnen, die aber in vielen Fällen zu klein sind, um eine kapitalmarktorientierte Finanzierung zu erhalten. In den seltensten Fällen wird darüber hinaus überprüft, inwieweit Untersuchungsergebnisse, die für eine Gruppe von Unternehmen festgestellt wurde, auch für eine andere Gruppe von Unternehmen relevant sind.

Für die vorliegende Untersuchung können damit drei wesentliche Problemkomplexe identifiziert werden, welche im Verlauf der Arbeit zu erörtern sind und zu denen Lösungsansätze sowohl in theoretischer als auch in praktischer Hinsicht entwickelt werden:

---

<sup>3</sup> Als mezzanine Finanzierungen werden jene Finanzierungen bezeichnet, die Elemente von Fremdkapitalfinanzierungen und Eigenkapitalfinanzierungen aufweisen.

- *Problemkomplex 1:* Bipolarität der quantitativen Größeneinteilung von Unternehmen

Die Beschränkung auf die Einteilung von Unternehmen in kleine und mittlere Unternehmen (KMU) auf der einen Seite und Großunternehmen auf der anderen Seite ist in theoretischer wie praktischer Hinsicht nicht ausreichend, um situationsadäquate Finanzierungslösungen strukturieren zu können. Hinsichtlich der Bezeichnung „Deutscher Mittelstand“ wird eine Diskrepanz zwischen einer strukturpolitischen Unternehmensabgrenzung, wie zum Beispiel durch das INSTITUT FÜR MITTELSTANDSFORSCHUNG oder die EUROPÄISCHE KOMMISSION, und einer marktorientierten Perspektive, welche institutionelle Fremdkapital- und Eigenkapitalinvestoren einnehmen, identifiziert. Darüber hinaus werden bei einer strikt quantitativen Abgrenzung qualitative Merkmale außer Acht gelassen, welche für die Entwicklung innovativer Finanzierungslösungen von entscheidender Bedeutung sein können.

- *Problemkomplex 2:* Übertragbarkeit bisheriger Untersuchungsergebnisse der Finanzierungstheorie, insbesondere der Institutionenökonomie, zur Kapitalstrukturentscheidung in Unternehmen auf die Gruppe von Unternehmen zwischen klassischen kleinen und mittleren Unternehmen und Großunternehmen

Angesichts der Tatsache, dass eine dichotome quantitativ-orientierte Unternehmensdifferenzierung als nicht ausreichend betrachtet wird, stellt sich die Frage, inwieweit die bisherigen Ergebnisse der finanzierungstheoretischen Forschung zu KMU auf der einen und Großunternehmen auf der anderen Seite Relevanz für jene Unternehmen besitzen, welche sich zwischen diesen beiden Polen wiederfinden. Besonderes Augenmerk gilt dabei der Frage nach der theoretisch-normativen Kapitalstrukturentscheidung in Unternehmen sowie empirisch verifizierten Determinanten der Kapitalstruktur.

- *Problemkomplex 3:* Private Platzierungen von Fremdkapital- und Mezzanine-Kapital bei institutionellen Investoren

Im Bereich der Aufnahme von Kapital bei institutionellen Investoren durch deutsche Unternehmen wird der gegenwärtige wissenschaftliche Literaturstand den aktuellen Entwicklungen nicht gerecht. Weder wurde bereits umfassend diskutiert, welche institutionellen Investoren zur Unternehmensfinanzierung herangezogen werden können (Marktakteure), noch wurde überprüft, wie